УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Андриана (Борко) Милошевић

ТЕОРИЈСКО – МЕТОДОЛОШКЕ КОНТРОВЕРЗЕ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

-ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА-

Текст ове докторске дисертације ставља се на
увид јавности, у складу са чланом 30., став 8.
Закона о високом образовању
("Сл. гласник РС", бр. 76/2005, 100/2007 – аутентично тумачење,
97/2008, 44/2010, 93/2012, 89/2013 и 99/2014)

НАПОМЕНА О АУТОРСКИМ ПРАВИМА:

Овај текст сматра се рукописом и само се саопштава јавности (члан 7. Закона о ауторским и сродним правима, "Сл. гласник РС", бр. 104/2009, 99/2011 и 119/2012).

Ниједан део ове докторске дисертације не сме се користити ни у какве сврхе, осим за упознавање са њеним садржајем пре одбране дисертације.

Ниш, 2026.

УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Андриана (Борко) Милошевић

ТЕОРИЈСКО – МЕТОДОЛОШКЕ КОНТРОВЕРЗЕ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

-ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА-

Ниш, 2026.

UNIVERSITY OF NIŠ

FACULTY OF ECONOMICS

Andriana (Borko) Milošević

THEORETICAL AND METODOLOGICAL CONTROVERSIES OF CENTRAL BANK INDEPENDENCE

-DOCTORAL DISSERTATION-

Niš, 2026.

Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације

Ментор:

Др Марина Ђорђевић, редовни професор

Универзитет у Нишу, Економски факултет

_____

Председник комисије:

_____

_____

_____

Члан комисије

_____

_____

_____

Датум одбране докторске дисертације:_____

ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Овим изјављујем да сам сагласна да кандидат АНДРИАНА МИЛОШЕВИЋ може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом ТЕОРИЈСКО – МЕТОДОЛОШКЕ КОНТРОВЕРЗЕ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ ради организације њене оцене и одбране.

Ментор: проф.др Марина Ђорђевић

STATEMENTS OF MENTOR'S CONSENT FOR SUBMISSION OF COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION

Herby, I declare that I agree that the candidate ANDRIANA MILOŠEVIĆ can submit completed doctoral dissertation to the officer for postgraduate educaton of the Faculty under the name of THEORETICAL AND METHODOLOGICAL CONTROVERSIES OF CENTRAL BANK INDEPENDENCE for the purpose of its evaluation and defense.

Mentor: Prof. Marina Đorđević, PhD

Научни допринос докторске дисертације

Питање независности централне банке представља једно од најзначајнијих питања савремене монетарне економије, имајући у виду да степен институционалне самосталности централне банке непосредно утиче на могућност остваривања основних циљева монетарне политике, пре свега ценовне, али све израженије и финансијске стабилности. Иако је концепт независности централне банке предмет бројних теоријских и емпиријских истраживања, промене настале након глобалне финансијске кризе, пандемије COVID-19 и савремених инфлаторних шокова указале су на потребу његовог поновног преиспитивања у условима значајно измењеног институционалног и економског окружења. Полазећи од наведеног, у дисертацији је примењен интегрални методолошки приступ који обједињује анализу релевантне научне литературе, компаративну анализу институционалних решења, нормативну анализу законских оквира, анализу фактичке независности централних банака, као и емпиријско истраживање засновано на статистичкој анализи односа између независности централних банака и инфлације у узорку развијених и транзиционих земаља. Овако конципирана методологија омогућила је да се теоријска полазишта провере у пракси и да се резултати различитих аналитичких приступа повежу у јединствен истраживачки оквир. Спроведена анализа показала је да независност централне банке није статична институционална категорија чији се домет може оценити искључиво на основу законских решења или вредности појединих индекса независности. Напротив, резултати истраживања указују да се стварни степен независности обликује кроз способност централне банке да и у условима изражених економских и финансијских поремећаја самостално доноси професионалне одлуке, примењује адекватне инструменте монетарне политике и истовремено очува поверење јавности и институционални кредибилитет. Посебан научни допринос дисертације огледа се у томе што је традиционални концепт независности централне банке сагледан из перспективе његове еволуције у савременим условима. Истраживање показује да независност више није могуће посматрати искључиво као законску категорију, већ као динамичан институционални процес који се непрекидно прилагођава променама економског окружења и све сложенијим функцијама централних банака. На тај начин тежиште анализе помера се са формалног постојања независности на њену стварну функционалност и институционални капацитет. Научни допринос огледа се и у преиспитивању традиционалног начина мерења независности централних банака. Резултати истраживања показују да вредности постојећих индекса представљају значајан показатељ институционалног оквира, али да саме по себи нису довољне за потпуно разумевање стварног степена независности. Независност се, стога, не може свести искључиво на вредност индекса, већ је неопходно анализирати њену практичну примену, институционалну доследност и способност централне банке да у различитим кризним околностима очува самосталност у доношењу одлука. Посебан допринос представља и сагледавање односа између независности централне банке и њених циљева у условима савремених криза. Док је традиционални приступ независност првенствено повезивао са очувањем ценовне стабилности, резултати овог истраживања указују да савремени концепт независности подразумева истовремено обезбеђивање ценовне и финансијске стабилности, уз све израженију улогу централних банака у очувању стабилности финансијског система, управљању кризама и примени макропруденцијалних мера. Оригиналност истраживања огледа се и у развијању динамичког концепта независности централне банке, заснованог на интеграцији институционалне и фактичке независности, емпиријских налаза и савремених функција централних банака. Тако дефинисан приступ омогућава свеобухватније разумевање независности као сложеног институционалног капацитета који се не исцрпљује законским гаранцијама, већ се потврђује кроз њихову доследну примену у различитим економским околностима. Резултати истраживања представљају основу за даља научна истраживања у области независности централних банака, али могу имати и практичну примену приликом креирања институционалних решења, унапређења законског оквира и обликовања монетарне политике у условима повећане макроекономске неизвесности.

Scientific Contribution of the Doctoral Dissertation

The issue of central bank independence represents one of the most significant issues in contemporary monetary economics, given that the degree of institutional autonomy of a central bank directly affects its ability to achieve the fundamental objectives of monetary policy, primarily price stability, but increasingly also financial stability. Although the concept of central bank independence has been the subject of numerous theoretical and empirical studies, the changes that followed the global financial crisis, the COVID-19 pandemic, and recent inflationary shocks have highlighted the need to reassess this concept in a substantially altered institutional and economic environment. Considering the above, the dissertation applies an integrated methodological approach combining an analysis of the relevant academic literature, a comparative analysis of institutional arrangements, a normative analysis of legal frameworks, an analysis of the de facto independence of central banks, and empirical research based on a statistical analysis of the relationship between central bank independence and inflation in a sample of developed and transition economies. This methodological framework made it possible to test theoretical assumptions in practice and to integrate the results of different analytical approaches into a unified research framework. The analysis demonstrates that central bank independence is not a static institutional category whose scope can be assessed solely on the basis of legal provisions or the values of individual independence indices. On the contrary, the research findings indicate that the actual degree of independence is shaped by the central bank's ability, even in conditions of severe economic and financial disruption, to make professional decisions autonomously, apply appropriate monetary policy instruments, and simultaneously preserve public confidence and institutional credibility. A particular scientific contribution of the dissertation is reflected in examining the traditional concept of central bank independence from the perspective of its evolution under contemporary conditions. The research demonstrates that independence can no longer be viewed exclusively as a legal category, but rather as a dynamic institutional process that continuously adapts to changes in the economic environment and to the increasingly complex functions of central banks. In this way, the focus of the analysis shifts from the formal existence of independence to its actual functionality and institutional capacity. The scientific contribution is also reflected in reassessing the traditional approach to measuring central bank independence. The research findings show that the values of existing indices constitute an important indicator of the institutional framework, but are not, in themselves, sufficient for a comprehensive understanding of the actual degree of independence. Independence therefore cannot be reduced solely to an index value. Rather, it is necessary to analyse its practical implementation, institutional consistency, and the central bank's ability to preserve autonomy in decision-making under different crisis conditions. Another important contribution is the examination of the relationship between central bank independence and central bank objectives in the context of contemporary crises. Whereas the traditional approach primarily associated independence with the preservation of price stability, the findings of this research indicate that the contemporary concept of independence entails the simultaneous safeguarding of price and financial stability, alongside the increasingly prominent role of central banks in preserving financial system stability, managing crises, and implementing macroprudential measures. The originality of the research also lies in the development of a dynamic concept of central bank independence based on the integration of institutional and de facto independence, empirical findings, and the contemporary functions of central banks. The approach defined in this manner enables a more comprehensive understanding of independence as a complex institutional capacity that is not exhausted by legal guarantees, but is instead confirmed through their consistent implementation under different economic circumstances. The research findings provide a basis for further academic research in the field of central bank independence, while also offering potential practical applications in the design of institutional arrangements, the improvement of legal frameworks, and the formulation of monetary policy under conditions of heightened macroeconomic uncertainty.

Мии и Милошу
Тати, мами и Марку

Подаци о докторској дисертацији

Ментор: Др Марина Ђорђевић, Универзитет у Нишу, Економски факултет

Наслов: Теоријско – методолошке контроверзе независности централне

Резиме:

Савремене теоријско-методолошке контроверзе независности централне банке настале су као последица значајних промена у економском и институционалном окружењу, обележених финансијском глобализацијом, глобалном финансијском кризом, пандемијом COVID-19, растућим инфлаторним притисцима и све интензивнијом применом нестандардних инструмената монетарне политике. У том амбијенту измењених функција централних банака, јачања макропруденцијалне политике и све израженије повезаности монетарне и фискалне политике указано је на потребу критичког преиспитивања ортодоксног концепта независности централне банке, који се дуго посматрао превасходно кроз институционални и законски оквир. У том контексту, у дисертацији је посебна пажња посвећена анализи савремених теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке, са посебним освртом на одступање између институционално утврђене и фактички остварене независности. Полазећи од теоријске анализе релевантне научне литературе, компаративне анализе институционалних решења, нормативне анализе законских оквира, као и квантитативне и емпиријске анализе односа независности централних банака и инфлације, тестирана је главна хипотеза истраживања која полази од претпоставке да савремене теоријско-методолошке контроверзе независности централне банке произлазе из одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности, чији интензитет зависи од економских, институционалних и међународних околности у којима централна банка функционише. Емпиријско истраживање спроведено је на узорку развијених и транзиционих земаља применом дескриптивне статистике, панел регресионе анализе и Spearman-овог коефицијента корелације, са циљем испитивања односа независности централних банака и инфлације, као и сагледавања разлика између посматраних група земаља. Резултати истраживања указују да независност централне банке представља значајан предуслов очувања ценовне стабилности, али да њени стварни домети зависе не само од институционално утврђеног степена независности, већ и од фактичке способности централне банке да самостално, професионално и доследно спроводи монетарну политику у условима повећане економске неизвесности. У посебном делу дисертације извршена је компаративна анализа институционалне и фактичке независности централних банака развијених земаља и земаља у транзицији, као и свеобухватна анализа Народне банке Србије, са циљем сагледавања постојећих институционалних решења и дефинисања препорука за њихово даље унапређење. На основу резултата теоријског, компаративног и емпиријског истраживања дефинисан је динамички концепт независности централне банке, који представља одговор на уочене теоријско-методолошке контроверзе савременог централног банкарства. Предложени концепт интегрише институционалну и фактичку независност, способност прилагођавања кризним условима и очување професионалне аутономије у остваривању законом утврђених циљева монетарне политике, чиме су створене научне основе за институционализацију динамичког концепта независности у савременим условима функционисања централног банкарства.

Научна област:	Економија
Научна дисциплина:	Финансије, банкарство и осигурање
Кључне речи:	независност централне банке, институционална независност, фактичка независност, монетарна политика, инфлација, централно банкарство, ценовна стабилност.
УДК:	336.711 (043.3)
CERIF класификација:	S 181 Наука о финансијама
Тип лиценце Креативне заједнице:	**CC BY-NC-ND**

Data on Doctoral Dissertation

Doctoral Supervisor:	Dr Marina Đorđević, Full Professor at the University of Niš, Faculty of Economics
Title:	Theoretical and Methodological Controversies of Central Bank Independence
Abstract:	Contemporary theoretical and methodological controversies surrounding central bank independence have emerged as a consequence of significant changes in the economic and institutional environment, characterised by financial globalisation, the global financial crisis, the COVID-19 pandemic, growing inflationary pressures, and the increasingly intensive use of unconventional monetary policy instruments. In an environment marked by changing central bank functions, the strengthening of macroprudential policy, and increasingly pronounced interactions between monetary and fiscal policy, the need has arisen to critically reassess the orthodox concept of central bank independence, which for a long time was viewed predominantly through the institutional and legal framework. In this context, the dissertation devotes particular attention to analysing contemporary theoretical and methodological controversies surrounding central bank independence, with special emphasis on the divergence between institutionally established and de facto independence. Drawing on a theoretical analysis of the relevant academic literature, a comparative analysis of institutional arrangements, a normative analysis of legal frameworks, as well as quantitative and empirical analyses of the relationship between central bank independence and inflation, the study tests its main research hypothesis which assumes that contemporary theoretical and methodological controversies concerning central bank independence arise from the divergence between institutionally established and de facto independence, the extent of which depends on the economic, institutional, and international circumstances in which a central bank operates. The empirical research was conducted on a sample of developed and transition economies using descriptive statistics, panel regression analysis, and Spearman's rank correlation coefficient, with the aim of examining the relationship between central bank independence and inflation, as well as identifying differences between the observed groups of countries. The research findings indicate that central bank independence constitutes an important prerequisite for maintaining price stability, but that its actual effectiveness depends not only on the institutionally established degree of independence, but also on the central bank's de facto capacity to conduct monetary policy autonomously, professionally, and consistently under conditions of increased economic uncertainty. A separate part of the dissertation provides a comparative analysis of the institutional and de facto independence of central banks in developed and transition economies, as well as a comprehensive analysis of the National Bank of Serbia, with the aim of assessing existing institutional arrangements and formulating recommendations for their further improvement. Based on the findings of the theoretical, comparative, and empirical research, a dynamic concept of central bank independence is formulated as a response to the identified theoretical and methodological controversies of contemporary central banking. The proposed concept integrates institutional and de facto independence, the capacity to adapt to crisis conditions, and the preservation of professional autonomy in pursuing the legally defined objectives of monetary policy, thereby providing a scientific basis for the institutionalization of a dynamic concept of independence under contemporary conditions of central banking.

Scientific Field:	Economics
Scientific Discipline:	Finance, Banking and Insurance
Key Words:	Central bank independence, institutional independence, de facto independence, monetary policy, inflation, central banking, price stability
UDC:	336.117 (043.3)
CERIF Classification:	S 181 The Science of Finance
Creative Commons License Type:	**CC BY-NC-ND**

СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1.1. Хронологија процеса национализације централних банака у свету 28
Табела 1.2. Индекси транспарентности изабраних земаља у периоду од 2011. до 2019. године 43
Табела 1.3. Међугодишње просечне стопе инфлације (изражене у %) изабраних земаља у периоду од 2011. до 2019. године 44
Табела 1.4. Најзначајнија ранија емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на инфлацију 82
Табела 1.5. Савремена емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на инфлацију 84
Табела 1.6. Преглед најзначајнијих емпиријских истраживања о односу независности централне банке и економског раста 89
Табела 1.7. Савремена емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на економски раст 91
Табела 1.8. Класични теоријски приступи финансирању јавног дуга и независности централне банке 96
Табела 1.9. Савремени приступи анализи односа јавног дуга и независности централне банке 97
Табела 2.1. Циљана и остварена годишња стопа инфлације у Републици Србији и HICP инфлација у еврозони (2017–2025) 110
Табела 2.2. Кретање референтне каматне стопе Народне банке Србије (2020–2025) 132
Табела 2.3. Промене ГМТ индекса политичке и економске независности изабраних земаља ОЕЦД -а у посматраном периоду 152
Табела 2.4. ГМТ индекси политичке и економске независности изабраних земаља са тржиштима у настајању и земаља у развоју у посматраном периоду 154
Табела 2.5. Развој методологија за мерење законске независности централних банака 161
Табела 2.6. Компаративна анализа стопе промене гувернера (TOR) анализираних централних банака у периоду 2010–2025. године 167
Табела 3.1. CWN индекс законске независности ФЕД-а 182
Табела 3.2. CWN индекс законске независности ЕЦБ 194
Табела 3.3. CWN индекс законске независности БоЕ 204
Табела 3.4. CWN индекс законске независности СНБ-а 219
Табела 3.5. CWN индекс законске независности БоЈ 236
Табела 3.6. Утицај одредаба чланова 33–39 Закона о Банци Јапана на финансијску независност 240
Табела 4.1. CWN индекс законске независности ХНБ 262
Табела 4.2. CWN индекс законске независности ЦББиХ 278
Табела 4.3. CWN индекс законске независности ЦБЦГ 296
Табела 4.4. CWN индекс законске независности ЧНБ 312
Табела 4.5. CWN индекс законске независности НБП 332
Табела 4.6. Компаративни приказ положаја и стварне независности централних банака у развијеним земљама и земљама у развоју 346
Табела 5.1. Стопа промене гувернера (TOR) и просечна стопа инфлације – компаративни приказ Народне банке Србије и Европске централне банке 357
Табела 5.2. CWN индекс законске независности НБС 377
Табела 6.1. Структура узорка према степену економске развијености 402
Табела 6.2. Разлози избора посматраних година 408
Табела 6.3. Променљиве у истраживању 411
Табела 6.4. Примењене статистичке методе 411
Табела 6.5. Индекс независности централних банака у посматраном узорку 412
Табела 6.6. Просечан индекс независности централних банака у посматраном узорку 413
Табела 6.7. Просечан индекс независности централних банака у развијеним и транзиционим земљама 415
Табела 6.8. Стопа инфлације у посматраном узорку 418
Табела 6.9. Просечна стопа инфлације у посматраном узорку 419
Табела 6.10. Просечна стопа инфлације у развијеним и транзиционим земљама 422
Табела 6.11. Резултати панел регресионе анализе утицаја независности централних банака на инфлацију 426
Табела 6.12. Резултати Spearman-ове корелационе анализе између независности централних банака и стопе инфлације по посматраним годинама 430

СПИСАК СЛИКА

Слика 1.1. Стопе раста монетарног агрегата М1 у САД у периодима изборног процеса у временском раздобљу од 1960. до 1996. године ... 27
Слика 1.2. Филипсова крива: САД у периоду од 1961. до 1984. године ... 30
Слика 1.3. Концептуални оквир аспеката транспарентности ... 42
Слика 1.4. Тренд транспарентности централних банака изабраних земаља (2011 – 2019) ... 43
Слика 1.5. Стопе раста ЕУ и САД у периоду од почетка глобалне финансијске кризе ... 63
Слика 1.6. Кретање референтне каматне стопе ЕЦБ у периоду од почетка глобалне финансијске кризе ... 64
Слика 1.7. Кретање референтне каматне стопе ФЕД-а у периоду од почетка глобалне финансијске кризе ... 64
Слика 1.8. Локације централне и регионалних канцеларија и филијала немачке Бундесбанке у СР Немачкој ... 75
Слика 1.9. Организациона структура Система федералних резерви ... 76
Слика 1.10. Канали посредством којих независност централне банке утиче на инфлацију ... 81
Слика 1.11. Компаративни приказ кретања институционалне независности централних банака и инфлације у одабраним земљама (1992, 2010, 2019. и 2022. година) ... 86
Слика 1.12. Канали посредством којих независност централне банке утиче на економски раст ... 88
Слика 1.13. Механизам подређености централне банке фискалној политици ... 94
Слика 2.1. Кретање међугодишње инфлације у Републици Србији и циљ Народне банке Србије у периоду 2017–2025. године ... 109
Слика 2.2. Власничка структура централних банака и монетарних власти изабраних земаља ... 156
Слика 3.1. Кретање стопе инфлације у Сједињеним америчким државама у периоду од 2017. до 2026. године ... 179
Слика 3.2. Кретање стопе инфлације у Еуро зони у периоду од 2017. до 2026. године ... 191
Слика 3.3. Кретање стопе инфлације у Уједињеном Краљевству у периоду од 2017. до 2026. године ... 201
Слика 3.4. Кретање стопе инфлације у Швајцарској у периоду од 2017. до 2026. године ... 211
Слика 3.5. Кретање стопе инфлације у Јапану у периоду од 2017. до 2026. године ... 230
Слика 4.1. Кретање стопе инфлације у Хрватској у периоду од 2017. до 2026. године ... 257
Слика 4.2. Кретање стопе инфлације у Босни и Херцеговини у периоду од 2017. до 2026. године ... 273
Слика 4.3. Кретање стопе инфлације у Црној Гори у периоду од 2017. до 2026. године ... 290
Слика 4.4. Неуједначен раст стопе инфлације у Чешкој у периоду од 2017. до 2026.год. ... 308
Слика 4.5. Кретање стопе инфлације у Пољској у периоду од 2017. до 2026. године ... 327
Слика 5.1. Кретање стопе инфлације у Србији у периоду од 2017. до 2026. године ... 370
Слика 5.2. Референтна каматна стопа НБС у периоду од 2017. до 2026. године ... 375
Слика 6.1. Расподела индекса независности централних банака по посматраним периодима ... 414
Слика 6.2. Расподела индекса независности централних банака у развијеним и транзиционим земљама ... 417
Слика 6.3. Расподела стопа инфлације у посматраном узорку по периодима ... 421
Слика 6.4. Расподела стопе инфлације у развијеним и транзиционим земљама ... 423

САДРЖАЈ

УВОД 1
ПРВО ПОГЛАВЉЕ - ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ 11
1.1. *Настанак и развој концепта независности централне банке 11*
1.1.1. Историјска димензија независности централне банке 11
1.1.2. Монетарне стратегије као теоријска основа независности централне банке 16
1.1.2.1. Теоријска димензија таргетирања монетарних агрегата 16
1.1.2.2. Теоријски аспекти таргетирања девизног курса 17
1.1.2.3. Режим циљања инфлације као теоријска подршка независности централног банкарства 20
1.1.3. Еволуција концепта независности централне банке 25
1.1.4. Елементи независности централне банке 31
1.1.4.1. Институционална независност као предуслов ефикасног функционисања централне банке 32
1.1.4.2. Функционална независност у циљу одржавања ценовне стабилности 33
1.1.4.3. Финансијска независност или пуна независност централне банке 35
1.1.4.4. Персонална независност као детерминанта статуса и састава највишег органа централне банке 38
1.1.4.5. Одговорност и транспарентност централне банке 40
1.2. Концепти независности централне банке 47
1.2.1. Ортодоксни концепт независности централне банке 47
1.2.2. Перформансе доктринарног концепта независности централне банке 49
1.2.3. Релативизирани концепт независности централне банке у условима финансијске глобализације 52
1.2.3.1. Концепт експлицитне независности у земљама у развоју 54
1.2.3.2. Концепт арбитрарне реализације независности "зависно од услова" у развијеним тржишним привредама 61
1.3. Фактори независности централне банке 68
1.3.1. Независност централне банке у односу на друштвено-политичко уређење земље 68
1.3.2. Утицај модела организовања и функционисања централне банке на њену независност 72
1.3.3. Макроекономске варијабле као фактор нивоа фактичке независности централне банке 78
1.3.3.1. Анализа односа институционалне независности централне банке и инфлације 79
1.3.3.2. Анализа утицаја независности централне банке на ниво БДП-а 87
1.3.3.3. Подређеност централне банке фискалној политици ради сервисирања јавног дуга 92
1.3.4. Утицај развијености финансијског тржишта на независност централне банке 98
1.3.5. Међународна финансијска кретања као егзогени фактор нивоа независности централне банке 100
ДРУГО ПОГЛАВЉЕ – НЕЗАВИСНОСТ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ У КОНТЕКСТУ ЊЕНИХ ДЕФИНИСАНИХ ФУНКЦИЈА, ЦИЉЕВА И ИНДИКАТОРА 105
2.1. Независност централне банке са аспекта дефинисаних функција 105
2.1.1. Концепт независности централне банке у односу на функцију утврђивања и спровођења монетарне политике 105
2.1.2. Улога централне банке као кредитора у крајњој инстанци за остваривање оптималног нивоа фактичке независности 111
2.1.3. Значај супервизорске функције централне банке у минимизирању дискрепанце између нормативне и стварне независности 114
2.1.4. Анализа независности у контексту могуће институционалне сепарације функција централне банке 119
2.2. Независност централне банке у контексту детерминисаних циљева 122
2.2.1. Ценовна стабилност као основни циљ централне банке 122
2.2.2. Централна банка као регулатор за обезбеђење монетарне стабилности 126
2.2.3. Стабилност финансијског система као додатни циљ централне банке 134
2.2.4. Централна банка од „кредитора у крајњој инстанци“ до „креатора тржишта у крајњој инстанци“ ради очувања финансијске стабилности 137
2.3. Анализа аспеката независности централних банака 143
2.3.1. Институционална и фактичка независност 143

2.3.2. Индекси политичке и економске независности ... 147
2.4. Квантитативно- квалитативни индикатори независности централне банке ... 155
2.4.1. Индекси законодавне независности ... 155
2.4.2. Индекс стопе промене гувернера ... 163
ТРЕЋЕ ПОГЛАВЉЕ – КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА РАЗВИЈЕНИХ ЗЕМАЉА ... 169
3.1. Достигнути ниво независности система федералних резерви ... 170
3.1.1. Ниво независности Система федералних резерви са аспекта дефинисаних функција ... 170
3.1.2. Анализа степена независности Система федералних резерви у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 175
3.1.3. Квантитативно квалитативни индикатори независности Система федералних резерви ... 179
3.2. Анализа степена независности Европске централне банке ... 183
3.2.1. Степен независности Европске централне банке са аспекта дефинисаних функција ... 183
3.2.2. Достигнут ниво независности Европске централне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 188
3.2.3. Индикатори независности Европске централне банке ... 191
3.3. Однос између институционалне и фактичке независности Енглеске централне банке ... 195
3.3.1. Анализа институционалне и фактичке независности Енглеске централне банке са аспекта дефинисаних функција ... 195
3.3.2. Ниво независности Енглеске централне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 200
3.3.3. Квантитативно-квалитативни индикатори независности Енглеске централне банке ... 202
3.4. Финансијска независност Швајцарске националне банке ... 206
3.4.1. Степен независности Швајцарске националне банке са аспекта дефинисаних функција ... 206
3.4.2. Однос између институционалне и фактичке независности Швајцарске националне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 209
3.4.3. Анализа индикатора независности Швајцарске националне банке ... 214
3.5. Фактори независности централне банке Јапана ... 221
3.5.1. Достигнут ниво независности централне банке Јапана са аспекта дефинисаних функција ... 221
3.5.2. Финансијска независност централне банке Јапана у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 227
3.5.3. Индикатори независности централне банке Јапана ... 231
3.6. Сумарни приказ независности централних банака развијених земаља у условима глобалне финансијске кризе ... 241
ЧЕТВРТО ПОГЛАВЉЕ – КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА ИЗАБРАНИХ ЗЕМАЉА У РАЗВОЈУ ... 249
4.1. Анализа степена независности централне банке Хрватске ... 249
4.1.1. Степен независности Хрватске народне банке са аспекта дефинисаних функција ... 249
4.1.2. Достигнут ниво независности Хрватске народне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 253
4.1.3. Индикатори независности Хрватске народне банке ... 259
4.2. Фактори независности централне банке Босне и Херцеговине ... 265
4.2.1. Достигнут ниво независности централне банке Босне и Херцеговине са аспекта дефинисаних функција ... 265
4.2.2. Финансијска независност централне банке Босне и Херцеговине у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 270
4.2.3. Индикатори независности централне банке Босне и Херцеговине ... 274
4.3. Достигнут ниво независности Централне банке Црне Горе ... 282
4.3.1. Ниво независности Централне банке Црне Горе са аспекта дефинисаних функција ... 282
4.3.2. Анализа степена независности Централне банке Црне Горе у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 288
4.3.3. Квантитативно-квалитативни индикатори независности Централне банке Црне Горе ... 292
4.4. Институционална независност Чешке народне банке ... 301
4.4.1. Степен независности Чешке народне банке са аспекта дефинисаних функција ... 301
4.4.2. Однос између институционалне и фактичке независности Чешке народне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 305
4.4.3. Анализа индикатора независности Чешке народне банке ... 309
4.5. Однос између институционалне и фактичке независности Народне банке Пољске ... 318

4.5.1. Анализа институционалне и фактичке независности Народне банке Пољске са апекта дефинисаних функција ... 318
4.5.2. Ниво независности Народне банке Пољске у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 324
4.5.3. Квантитативно - квалитативни индикатори независности Народне банке Пољске ... 328
4.6. Утицај кризе на остваривање стварне независности централних банака земаља у развоју у односу на развијене земље ... 338
ПЕТО ПОГЛАВЉЕ – ИНСТИТУЦИОНАЛНА И ФАКТИЧКА НЕЗАВИСНОСТ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ ... 349
5. 1. Институционална независност Народне банке Србије ... 349
5.2. Елементи независности Народне банке Србије ... 350
5.3. Анализа степена независности Народне банке Србије ... 359
5.3.1. Анализа независности Народне банке Србије са аспекта дефинисаних функција ... 359
5.3.2. Остварен степен фактичке независности Народне банке Србије у контексту детерминисаних циљева и инструмената ... 364
5.3.3. Квантитативно – квалитативни индикатори независности Народне банке Србије ... 372
5.4. Утицај глобалне финансијске кризе на независност Народне банке Србије ... 382
5.5. Дефинисање динамичког концепта независности Народне банке Србије у условима финансијске глобализације ... 386
5.6. Препоруке за институционализацију динамичког концепта независности Народне банке Србије ... 389
ШЕСТО ПОГЛАВЉЕ – ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ УТИЦАЈА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА НА ИНФЛАЦИЈУ ... 401
6.1. Методологија истраживања ... 401
6.2. Анализа независности централних банака у посматраном узорку ... 412
6.2.1. Анализа кретања индекса независности централних банака по посматраним периодима ... 413
6.2.2. Компаративна анализа развијених и транзиционих земаља према просечном индексу независности централних банака ... 415
6.3. Анализа инфлације у посматраном узорку ... 417
6.3.1. Анализа кретања стопа инфлације у изабраним земљама по посматраним периодима ... 419
6.3.2. Компаративна анализа развијених и транзиционих земаља према стопи инфлације ... 421
6.4. Испитивање утицаја независности централних банака на стопу инфлације применом панел регресионе анализе ... 425
6.5. Испитивање повезаности независности централних банака и стопе инфлације применом Spearman-овог коефицијента корелације ... 429
ЗАКЉУЧАК ... 433
ЛИТЕРАТУРА ... 443
Прилози ... 475

УВОД

Независност централне банке представља један од основних институционалних принципа савременог централног банкарства и један од најзначајнијих предуслова успешног креирања и спровођења монетарне политике. Њен значај произлази из потребе да централна банка своје одлуке доноси у складу са дугорочним циљевима ценовне и финансијске стабилности, независно од краткорочних политичких и фискалних интереса. На тим основама, нарочито након искустава високе инфлације током седамдесетих и осамдесетих година XX века, у економској теорији и пракси развијен је ортодоксни концепт независности, који се заснива на институционално дефинисаном високом степену самосталности централне банке у односу на законодавну и извршну власт.

Ортодоксно схватање независности полази од претпоставке да формално-правно утврђена самосталност централне банке, јасно дефинисани циљеви, ограничена могућност непосредног утицаја државних органа, дужина мандата носилаца највиших функција и забрана директног монетарног финансирања државе обезбеђују кредибилност монетарне политике и доприносе остваривању ценовне стабилности. Независност централне банке је, у складу са таквим приступом, постепено постала један од најзначајнијих институционалних стандарда савремених монетарних система и саставни део економских и законодавних реформи, како у развијеним земљама, тако и у земљама у транзицији.

Међутим, процеси финансијске глобализације, интензивирање међународних токова капитала, растућа повезаност националних економија и све учесталија појава глобалних економских и финансијских поремећаја значајно су изменили окружење у којем централне банке функционишу. Савремене кризе показале су да поремећаји настали у једном делу светског финансијског система могу у кратком временском периоду прерасти у кризе глобалних размера, чиме су традиционални оквири вођења монетарне политике постали недовољни за очување укупне макроекономске и финансијске стабилности.

Глобална финансијска криза из 2008. године представљала је прекретницу у развоју савременог централног банкарства. Суочене са дубоком нестабилношћу финансијских тржишта и ограниченим ефектима традиционалних инструмената монетарне политике, централне банке развијених земаља примениле су нестандардне мере, обезбеђивале ванредну ликвидност финансијском систему и преузимале активнију улогу у очувању економске и финансијске стабилности. Додатни изазови настали су током пандемије COVID-19 и глобалног инфлаторног шока из 2022. године, када су централне банке истовремено биле суочене са потребом подршке економској активности, очувања стабилности финансијског система и поновног успостављања ценовне стабилности.

Такве околности довеле су до релативизације традиционалног схватања независности централне банке. Интензивнија координација монетарне и фискалне политике, примена нестандардних мера, раст актива централних банака, куповина државних хартија од вредности и проширење њихових функција допринели су замагљивању границе између монетарне и фискалне политике. Показало се да формално, законом утврђен степен независности није увек довољан показатељ стварне способности централне банке да самостално доноси и спроводи одлуке у складу са својим законом утврђеним циљевима.

Независност централне банке у савременим условима, стога, више не представља искључиво питање њеног односа према националној законодавној и извршној власти. Финансијска глобализација условила је да централне банке, уз очување институционалне самосталности, своје функције остварују кроз све интензивнију сарадњу и координацију са другим централним банкама, међународним финансијским организацијама и наднационалним институцијама. Њихови стандарди, препоруке, програми и механизми сарадње све значајније обликују институционално и економско окружење у којем се доносе одлуке монетарне политике.

У том контексту јавља се једна од кључних теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке. Док централне банке земаља у развоју и земаља у транзицији постају експлицитно све независније од националних парламената и влада, њихов простор одлучивања истовремено је у све већој мери условљен међународним финансијским кретањима, глобалним регулаторним стандардима, обавезама преузетим у процесима економских интеграција и сарадњом са међународним финансијским и наднационалним институцијама. Насупрот томе, централне банке развијених земаља, захваљујући економској, финансијској и политичкој снази својих држава, у кризним условима располажу већим простором за флексибилно тумачење и прилагођавање традиционалних принципа независности.

Наведене разлике указују да независност централне банке нема једнаку суштину, садржину и домете у свим економским и институционалним системима. Исти степен формално утврђене независности не мора производити исте ефекте у развијеним земљама и земљама у транзицији, нити институционално независна централна банка мора у свим околностима располагати једнаким степеном фактичке самосталности. На стварну реализацију независности утичу степен економске развијености, карактер институционалног и политичког система, стање јавних финансија и платног биланса, развијеност финансијског тржишта, модел организовања централне банке, изложеност интерним и екстерним шоковима, као и положај националне економије у међународном финансијском систему.

Имајући у виду наведено, независност централне банке не може се посматрати искључиво као статична институционална категорија која је једном и трајно утврђена законским нормама. Њена стварна садржина испољава се кроз однос између нормативно дефинисане и фактички остварене независности, односно кроз способност централне банке да у различитим економским и финансијским условима очува професионалну самосталност, кредибилитет и ефикасност у остваривању својих циљева. Управо одступање између институционалног и фактичког концепта независности представља једну од најзначајнијих контроверзи савременог централног банкарства и основно полазиште овог истраживања.

Релативизација ортодоксног концепта не подразумева негирање значаја независности централне банке. Напротив, она указује на потребу њеног потпунијег и реалнијег сагледавања у условима у којима централне банке више не делују само у оквиру националних монетарних система, већ као део сложене и међусобно повезане међународне финансијске структуре. Независност се, у том смислу, не испољава као изолованост централне банке од других носилаца економске политике и међународних институција,

већ као способност да се неопходна сарадња, координација и прилагођавање остварују без нарушавања њене професионалне самосталности и законом утврђених циљева.

На тим основама јавља се потреба за преиспитивањем постојећег модела независности и његовим развојем у правцу динамичког концепта, адаптибилног на промене у националном и међународном економском окружењу. Такав концепт треба да уважи чињеницу да се конкретни облици и домети независности мењају под утицајем интерних и екстерних шокова, али и да обезбеди што мањи степен одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности централне банке. Управо у анализи наведених односа и контроверзи садржано је основно истраживачко усмерење ове докторске дисертације.

Предмет истраживања ове докторске дисертације представља свеобухватна анализа теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке, са посебним освртом на однос између институционалног и фактичког концепта независности у условима финансијске глобализације. Истраживање полази од становишта да се независност централне банке не може у потпуности сагледати искључиво кроз нормативно дефинисан институционални оквир, већ да је неопходно анализирати њену стварну реализацију у конкретним економским и институционалним условима.

Полазећи од ортодоксног концепта независности, који институционалну самосталност централне банке посматра као један од основних предуслова успешног остваривања циљева монетарне политике, у дисертацији се критички анализирају промене настале под утицајем финансијске глобализације, глобалне финансијске кризе, пандемије COVID-19 и савремених инфлаторних кретања. Посебна пажња посвећена је испитивању у којој мери су наведене околности утицале на релативизацију традиционалног концепта независности и допринеле појави све израженијег одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности централних банака.

Предмет истраживања обухвата и анализу фактора који утичу на наведени раскорак, укључујући степен економске развијености, институционално уређење, модел организовања централне банке, изложеност интерним и екстерним економским шоковима, као и утицај међународног финансијског окружења. Посебно се анализира улога међународних финансијских и наднационалних институција, имајући у виду да савремене централне банке, уз очување институционалне самосталности у односу на националне органе власти, све интензивније функционишу у оквиру међународног система сарадње, координације и заједничких регулаторних стандарда.

У том контексту, предмет истраживања обухвата компаративну анализу институционалне и фактичке независности централних банака развијених земаља и земаља у транзицији, са циљем утврђивања сличности, разлика и специфичности различитих институционалних модела. Полази се од претпоставке да исти степен институционално утврђене независности не мора производити исти степен фактичке независности, нити једнаке макроекономске ефекте у различитим економским системима.

Посебно место у истраживању заузима анализа Народне банке Србије, као централне банке земље у транзицији која је током претходних деценија прошла кроз значајне институционалне реформе и процес усклађивања са савременим међународним стандардима.

Анализом институционалне и фактичке независности Народне банке Србије, као и њеног деловања у условима глобалних економских и финансијских изазова, настоји се сагледати у којој мери постојећи институционални оквир обезбеђује успешно остваривање основних циљева монетарне политике.

Предмет истраживања обухвата и емпиријску анализу односа између независности централних банака и инфлације као основног показатеља ценовне стабилности. Повезивањем теоријске, компаративне и квантитативне анализе настоји се утврдити у којој мери достигнути степен институционалне и фактичке независности доприноси успешном остваривању циљева монетарне политике, као и да ли постоје статистички значајне разлике између развијених земаља и земаља у транзицији.

Тако дефинисан предмет истраживања представља основу за критичко преиспитивање постојећег концепта независности централне банке и сагледавање могућности његовог даљег развоја кроз институционализацију динамичког концепта независности, који би у већој мери уважавао специфичности савременог економског и финансијског окружења.

Циљ овог истраживања јесте да се, на основу теоријске, компаративне и емпиријске анализе, критички преиспита савремени концепт независности централне банке, сагледају теоријско-методолошке контроверзе које прате његов развој и утврди у којој мери одступање између институционалне и фактичке независности утиче на успешно остваривање основних циљева монетарне политике. Полазећи од чињенице да савремена пракса централног банкарства све израженије указује на одступање између нормативно дефинисане и фактички остварене независности, истраживање настоји да критички преиспита домете ортодоксног концепта независности централне банке и сагледа у складу са савременим економским и институционалним околностима.

Посебан циљ истраживања односи се на испитивање односа између институционалне и фактичке независности централне банке, полазећи од становишта да управо одступање између ова два концепта представља једну од кључних теоријско-методолошких контроверзи савременог централног банкарства. У том контексту анализира се еволуција концепта независности, од ортодоксног приступа заснованог на институционално утврђеној независности до савремених приступа који указују на потребу његовог преиспитивања у условима финансијске глобализације и променљивог економског окружења.

У складу са тако постављеним циљем, истраживање је усмерено на утврђивање фактора који условљавају одступање између институционалног и фактичког концепта независности, као и на анализу начина на који степен економске развијености, модел организовања централне банке, институционално окружење, изложеност интерним и екстерним шоковима и сарадња са међународним финансијским и наднационалним институцијама утичу на стварни степен независности централне банке.

Посебан циљ истраживања представља и компаративна анализа централних банака развијених земаља и земаља у транзицији, са циљем утврђивања сличности, разлика и специфичности њихових институционалних решења и фактичке независности. У оквиру истраживања посебна пажња посвећена је анализи Народне банке Србије, како би се

сагледао достигнути степен институционалне и фактичке независности, њихов међусобни однос и усклађеност са савременим тенденцијама развоја централног банкарства.

Полазећи од теоријских и компаративних анализа, један од циљева истраживања јесте и емпиријска провера односа између независности централних банака и инфлације применом одговарајућих статистичких метода. На тај начин настоји се утврдити у којој мери институционална и фактичка независност доприносе успешном остваривању ценовне стабилности и да ли се наведени односи различито испољавају у развијеним земљама и земљама у транзицији.

Коначно, синтезом резултата теоријске, компаративне и емпиријске анализе настоји се сагледати могућност дефинисања и институционализације динамичког концепта независности централне банке, који би, уз очување основних принципа независности, у већој мери уважавао специфичности савременог економског и финансијског окружења, доприносећи смањењу одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности централне банке.

У складу са предметом и циљем истраживања, докторска дисертација заснива се на основној хипотези да савремене теоријско-методолошке контроверзе независности централне банке произлазе из одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности, чији интензитет зависи од економских, институционалних и међународних околности у којима централна банка функционише. Ради њене провере формулисане су и четири посебне хипотезе:

- Ортодоксни концепт апсолутне институционалне независности централне банке у савременим условима функционисања монетарних система у пракси се релативизује услед промена у економском, институционалном и међународном окружењу.
- Одступање између институционалне и фактичке независности централне банке условљено је деловањем економских, институционалних, политичких и међународних фактора, чији се интензитет разликује у зависности од карактеристика посматране привреде.
- У развијеним земљама постоји мањи степен одступања између институционалне и фактичке независности централних банака него у земљама у транзицији, што је последица вишег степена институционалне стабилности, развијености финансијских тржишта и већег капацитета за спровођење монетарне политике.
- Виши степен институционалне и фактичке независности централне банке позитивно утиче на остваривање ценовне стабилности, али се интензитет тог утицаја разликује у зависности од степена економског развоја и специфичности институционалног окружења.

Потврђивање или одбацивање постављених хипотеза омогућава критичко преиспитивање постојећег концепта независности централне банке и представља основу за сагледавање могућности институционализације динамичког концепта независности у савременим условима функционисања монетарних система.

С обзиром на сложеност предмета истраживања и чињенице да независност централне банке представља истовремено правну, институционалну, економску и функционалну категорију, истраживање је засновано на примени више међусобно повезаних научних метода, чијом је комбинацијом омогућено свеобухватно сагледавање теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке.

Теоријски део истраживања заснива се на критичкој анализи домаће и иностране научне литературе, законских и институционалних аката, публикација међународних финансијских институција и званичних извештаја централних банака. У том делу примењене су метода дескрипције, анализа и синтеза, индуктивна и дедуктивна метода, као и метода апстракције, које су омогућиле систематизацију постојећих теоријских приступа, сагледавање еволуције концепта независности и критичко преиспитивање његових основних теоријских поставки. Нормативна метода примењена је ради анализе законских решења којима се дефинише институционална независност централних банака, док је метода компилације омогућила критичко сагледавање резултата релевантних домаћих и иностраних научних истраживања.

Посебно место у истраживању заузима компаративна метода, применом које су анализиране институционална и фактичка независност централних банака развијених земаља и земаља у транзицији. Компаративни приступ омогућио је сагледавање сличности, разлика и специфичности различитих институционалних модела, као и анализу утицаја економског и институционалног окружења на стварни степен независности централних банака.

Емпиријски део истраживања заснива се на примени квантитативних метода. За анализу односа између независности централних банака и инфлације примењене су дескриптивна статистика, компаративна метода, панел регресиона анализа и Pearson-ова корелациона анализа. Применом наведених статистичких метода омогућено је испитивање интензитета и смера повезаности између независности централних банака и инфлације, као и анализа разлика између развијених земаља и земаља у транзицији.

Комбиновањем квалитативног и квантитативног приступа створен је јединствен аналитички оквир који је омогућио повезивање теоријских полазишта, резултата компаративне анализе и емпиријских налаза, чиме је обезбеђена поуздана провера постављених хипотеза и формирана основа за доношење научно утемељених закључака.

Значај ове докторске дисертације произлази из настојања да се кроз повезивање теоријске, компаративне и емпиријске анализе пружи целовитије разумевање савремених теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке и допринесе њеном савременијем научном и институционалном сагледавању.

Научни значај истраживања огледа се у критичком преиспитивању ортодоксног концепта независности централне банке, који независност посматра превасходно као институционално утврђену категорију. Полазећи од промена насталих под утицајем финансијске глобализације, глобалне финансијске кризе, пандемије COVID-19 и савремених инфлаторних кретања, истраживање указује да је за потпуније разумевање независности неопходно истовремено сагледати њену институционалну и фактичку ди-

мензију. На тај начин независност централне банке посматра се као динамичан институционални процес чији стварни домети зависе од економског, институционалног и међународног окружења у којем централна банка функционише. Резултати истраживања представљају научну основу за сагледавање могућности институционализације динамичког концепта независности, као савременијег приступа који уважава промене у условима функционисања монетарних система.

Практични значај истраживања огледа се у могућности примене добијених резултата у даљем развоју институционалног оквира централног банкарства. Резултати истраживања могу послужити као основа за даље унапређење институционалног и фактичког концепта независности Народне банке Србије, као и за сагледавање могућности његовог прилагођавања савременим економским и финансијским условима. Истовремено, предложени динамички концепт независности може представљати аналитички оквир за разматрање независности и других централних банака, нарочито у условима све интензивније финансијске глобализације, јачања улоге међународних финансијских институција и све сложенијих макроекономских изазова. Добијени резултати могу бити од значаја креаторима економске и монетарне политике, законодавцу, академској и стручној јавности, као и будућим истраживањима у области централног банкарства.

Полазећи од дефинисаног предмета, циља и хипотеза истраживања, докторска дисертација структурирана је у шест међусобно повезаних поглавља која представљају јединствену теоријску, компаративну и емпиријску целину. Прво поглавље под називом ***Теоријске основе независности централне банке*** представља теоријску основу истраживања. У овом поглављу анализирају се настанак и развој концепта независности централне банке, његова историјска еволуција и теоријске основе савременог централног банкарства. Посебна пажња посвећена је монетарним стратегијама које су допринеле развоју независности централних банака, као и анализи институционалне, функционалне, финансијске и персоналне независности, уз сагледавање значаја одговорности и транспарентности у савремено монетарном систему. У наставку се разматрају ортодоксни, доктринарни и релативизирани концепт независности централне банке, са посебним освртом на њихову примену у условима финансијске глобализације и различитих нивоа економске развијености. Поглавље се завршава анализом фактора који утичу на степен институционалне и фактичке независности централне банке, укључујући друштвено-политичко уређење, модел организовања централне банке, макроекономске варијабле, развијеност финансијског тржишта и утицај међународних финансијских кретања. На тај начин постављена је теоријска основа за критичко сагледавање савремених теоријско-методолошких контроверзи независности централне банке, које представљају полазиште даљег истраживања.

Друго поглавље дисертације, под називом ***Независност централне банке у контексту њених дефинисаних функција, циљева и индикатора*** надовезује се на теоријске основе изложене у претходном поглављу и усмерено је на анализу независности централне банке кроз призму њених функција, циљева и показатеља мерења. Полазећи од чињенице да независност не представља циљ сама по себи, већ институционални механизам за ефикасно остваривање законом утврђених надлежности, у овом поглављу

анализира се однос независности централне банке и њених основних функција, укључујући вођење монетарне политике, улогу кредитора у крајњој инстанци, супервизорску функцију и могућност институционалне сепарације појединих функција. Посебна пажња посвећена је анализи циљева централне банке, при чему се, поред очувања ценовне стабилности као њеног основног циља, разматра све значајнија улога централне банке у обезбеђивању стабилности финансијског система. У том контексту анализира се еволуција улоге централне банке од традиционалног „кредитора у крајњој инстанци“ до савременог „креатора тржишта у крајњој инстанци“, као последица промена насталих у условима финансијске глобализације и глобалних економских криза. У наставку поглавља разматрају се различити аспекти независности централне банке, са посебним освртом на однос институционалне и фактичке независности, као и на њихов значај за ефикасно остваривање циљева монетарне политике. Посебно место заузима анализа квантитативно-квалитативних индикатора независности, кроз критичко сагледавање најзначајнијих индекса законодавне, политичке, економске и фактичке независности, као и индекса заснованог на стопи промене гувернера. На тај начин формирана је методолошка основа за компаративну анализу независности централних банака и емпиријско истраживање које следи у наредним поглављима.

Компаративна анализа независности централних банака развијених земаља предмет је трећег поглавља у дисертацији и посвећено је анализи институционалне и фактичке независности централних банака развијених земаља. Полазећи од чињенице да управо ове централне банке представљају носиоце савремених стандарда централног банкарства и креаторе већине институционалних решења која су касније прихваћена и у другим земљама, у поглављу се анализирају Систем федералних резерви Сједињених Америчких Држава, Европска централна банка, Банка Енглеске, Швајцарска национална банка и Банка Јапана. За сваку од анализираних централних банака разматрају се степен институционалне и фактичке независности са аспекта дефинисаних функција, циљева, инструмената и квантитативно-квалитативних индикатора независности. Анализа обухвата начин на који су поједина институционална решења допринела остваривању основних циљева монетарне политике, као и у којој мери постоји усклађеност између нормативно дефинисане и фактичке независности. Посебна пажња посвећена је специфичностима сваког институционалног модела, имајући у виду различите историјске, економске и правне оквире у којима ове централне банке функционишу. У завршном делу поглавља даје се сумарна компаративна анализа достигнутог степена независности централних банака развијених земаља, са посебним освртом на утицај глобалне финансијске кризе на трансформацију њихове улоге и релативизацију ортодоксног концепта независности. На тај начин сагледава се у којој мери су нестандардне мере монетарне политике, проширење функција централних банака и интензивнија координација са другим носиоцима економске политике утицали на однос између институционалне и фактичке независности. Добијени резултати представљају основу за поређење са централним банкама земаља у транзицији, које је предмет анализе у наредном поглављу.

Компаративна анализа независности централних банака изабраних транзиционих земаља предмет је четвртог поглавља у дисертацији и усмерено је на анализу институционалне и фактичке независности централних банака изабраних земаља у транзицији. Полазећи од чињенице да су ове земље током процеса економске транзиције

и европских интеграција спроводиле свеобухватне институционалне реформе у области централног банкарства, у поглављу се анализирају Хрватска народна банка, Централна банка Босне и Херцеговине, Централна банка Црне Горе, Чешка народна банка и Народна банка Пољске. За сваку од анализираних централних банака разматрају се институционална и фактичка независност са аспекта дефинисаних функција, циљева, инструмената и квантитативно-квалитативних индикатора независности. Посебна пажња посвећена је анализи специфичних институционалних решења, као и утицају различитих модела организовања централних банака, степена економске развијености, процеса приступања Европској унији и изложености интерним и екстерним економским шоковима на стварни степен независности. Компаративном анализом настоји се утврдити у којој мери су реформе спроведене у земљама у транзицији допринеле јачању институционалне независности централних банака, као и да ли је повећање нормативно утврђене независности праћено и одговарајућим степеном њене фактичке реализације. Истовремено се испитују сличности и разлике у односу на централне банке развијених земаља, како би се сагледало да ли економски и институционални контекст условљава различите домете независности централних банака. У завршном делу поглавља анализира се утицај глобалне финансијске кризе на остваривање стварне независности централних банака изабраних транзиционих земаља, са циљем утврђивања у којој мери су кризне околности утицале на одступање између институционално утврђене и фактички остварене независности. Резултати ове анализе, у комбинацији са налазима из претходног поглавља, омогућавају непосредно поређење развијених и транзиционих земаља и представљају основу за анализу Народне банке Србије као централног студијског случаја у наредном поглављу.

Пето поглавље, под називом ***Институционална и фактичка независност Народне банке Србије*** представља централни део докторске дисертације, у којем су синтетизовани резултати теоријске, компаративне и институционалне анализе. Полазећи од претходно дефинисаног теоријског оквира и резултата компаративне анализе централних банака развијених земаља и земаља у транзицији, у овом поглављу анализира се институционална и фактичка независност Народне банке Србије као студијског случаја. У оквиру поглавља анализирају се нормативни оквир и елементи независности Народне банке Србије, као и достигнути степен институционалне и фактичке независности са аспекта њених функција, циљева, инструмената и квантитативно-квалитативних индикатора. Посебна пажња посвећена је испитивању односа између институционално утврђене и фактички остварене независности Народне банке Србије, као и анализи фактора који су утицали на њено функционисање у условима глобалне финансијске кризе и финансијске глобализације. Полазећи од резултата спроведених теоријских, компаративних и институционалних анализа, у завршном делу поглавља дефинисан је динамички концепт независности Народне банке Србије, који представља основни научни резултат овог истраживања. За разлику од традиционалног схватања независности, које се заснива превасходно на институционално утврђеном статусу централне банке, предложени концепт независност посматра као динамичан институционални процес чија успешност зависи од способности централне банке да, у условима финансијске глобализације и променљивог макроекономског окружења, очува професионалну самосталност, кредибилитет и ефикасност у остваривању законом утврђених циљева. На

основу тако дефинисаног концепта формулисане су препоруке за институционализацију динамичког концепта независности Народне банке Србије, које представљају практични допринос овог истраживања и полазиште за његову могућу примену у будућем развоју институционалног оквира централног банкарства.

Последње поглавље дисертације под називом ***Емпиријско истраживање утицаја независности централних банака на инфлацију*** представља завршни аналитички део докторске дисертације и заснива се на емпиријској провери постављених хипотеза применом одговарајућих статистичких метода. Полазећи од теоријских полазишта, резултата компаративне анализе и дефинисаног динамичког концепта независности, у овом поглављу испитује се однос између институционалне независности централних банака и остваривања ценовне стабилности као основног циља монетарне политике. Истраживање је спроведено на узорку централних банака развијених земаља и земаља у транзицији, кроз анализу кретања индекса независности и стопа инфлације у различитим временским периодима. Посебна пажња посвећена је компаративној анализи посматраних група земаља, са циљем утврђивања постојања разлика у достигнутом степену институционалне независности и динамици инфлаторних кретања. У емпиријском делу истраживања примењене су панел регресиона анализа и Spearman-ов коефицијент корелације, чиме је омогућено испитивање постојања, смера и интензитета повезаности између независности централних банака и стопе инфлације. Добијени резултати представљају основу за проверу постављених хипотеза, оцену значаја институционалне независности у остваривању ценовне стабилности и критичко сагледавање домета ортодоксног концепта независности у савременим условима функционисања централних банака. Повезивањем резултата теоријске, компаративне и емпиријске анализе омогућено је доношење научно утемељених закључака о савременим теоријско-методолошким контроверзама независности централне банке, као и сагледавање могућности институционализације динамичког концепта независности у условима финансијске глобализације.

ПРВО ПОГЛАВЉЕ

ТЕОРИЈСКЕ ОСНОВЕ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ

Независност централне банке представља један од темељних институционалних принципа савременог централног банкарства и један од кључних предуслова успешног спровођења монетарне политике. Развој овог концепта резултат је дуготрајне еволуције економске мисли и праксе, током које је независност централне банке од пожељног институционалног решења прерасла у један од основних механизама очувања ценовне и финансијске стабилности. Искуства бројних економских и финансијских криза показала су да се независност централне банке не може посматрати искључиво кроз формално-правни оквир, већ и кроз њену стварну способност да у различитим макроекономским околностима самостално доноси одлуке у складу са законом утврђеним циљевима.

Полазећи од тога да независност централне банке представља сложену и вишедимензионалну категорију, њено разумевање захтева сагледавање историјског развоја, теоријских основа и институционалних решења на којима почива савремено централно банкарство. Истовремено, развој монетарних стратегија, промене у улози централних банака и све сложенији односи између монетарне и фискалне политике условили су постепену еволуцију самог концепта независности, који се данас посматра знатно шире него у време његовог настанка.

Поред институционалних и правних аспеката, независност централне банке условљена је и бројним економским, финансијским и друштвеним факторима. Њено стварно остваривање зависи не само од законских решења, већ и од макроекономског окружења, степена развијености финансијског тржишта, односа између монетарне и фискалне политике, као и од способности централне банке да у различитим економским околностима доследно спроводи своје законом утврђене циљеве. Управо због тога независност централне банке не представља статичну институционалну категорију, већ динамичан концепт чије се стварно испољавање мења упоредо са развојем финансијских тржишта, институционалног оквира и савременог централног банкарства.

Теоријске поставке изложене у овом поглављу представљају основу за разумевање институционалне и фактичке независности централних банака, као и за компаративну анализу различитих модела централног банкарства и емпиријску проверу полазних хипотеза ове докторске дисертације.

1.1. Настанак и развој концепта независности централне банке

1.1.1. Историјска димензија независности централне банке

За економску теорију и праксу је период након II светског рата био веома турбулентан, што је пред креаторе монетарне политике стављало изузетне изазове којима је требало одговорити у складу са датим околностима. Након Велике депресије 30-их година 20. века обележене колапсом банкарског система и пада привредне активности, Систем федералних резерви у Сједињеним америчким државама запоставио је контролу над својом монетарном политиком како би изашао у сусрет финансијским потребама

владе. Како би допринео финансирању ратних издатака, ФЕД је у периоду од 1942. до 1951. године водио своју монетарну политику таргетирањем каматних стопа на ниже нивое који су преовладавали пре рата. У послератном периоду ФЕД је поново био у могућности да самостално дефинише и спроводи монетарну политику којом ће остваривати своје циљеве, такозвану „процикличну монетарну политику“ која се може описати као „таргетирање стања на тржишту новца“. Међутим, „велика инфлација“ 70-их година 20. века захтевала је преиспитивање постојећих стратегија централних банака у свету.

Став да Систем федералних резерви може да одигра важну улогу у стабилизацији запослености и реалне производње има чврсте темеље у кејнзијанској традицији. То је антитеза класичне претпоставке, која је, иначе, у одржавању стабилности цена видела искључиву улогу монетарне политике. Традиционална кејнзијанска теорија иде чак и даље подржавајући монетарну стабилизацију запослености рада и реалне економске активности. Према том моделу, монетарна политика може смањити незапосленост, а цена таквог деловања је виша инфлација (Miller, & Vanthose, 1993, p. 554-558). Наиме, кејнзијанска теорија криве агрегатне понуде (Филипсова крива[1]) имплицира обрнуто пропорционалну везу између инфлације и незапослености. Овакав став указује на теоретску улогу монетарне политике у смањивању незапослености повећањем агрегатне тражње и експанзивним акцијама монетарне политике, попут појачаних операција на отвореном тржишту, смањењем референтне каматне стопе, или смањењем обавезне резерве. Такође указује на утицај фискалне политике на повећање агрегатне тражње експанзивном јавном потрошњом или смањењем пореза. Зараде показују тенденцију бржег раста услед смањења незапослености, што доводи до раста трошкова, а тиме и до раста цена (Phillips, 1958, p.283 -299). Пораст незапослености утиче на смањење радничких захтева за повећањем зарада, па се смањује стопа инфлације.

Монетаристи, с друге стране тврде да не постоји дугорочна искључивост између инфлације и незапослености, тврдећи да чим се инфлација угради у очекивања грађана, стопа незапослености ће се вратити на свој природан ниво. Став да је номинална количина новца у оптицају главна одредница агрегатне тражње, кључна је чињеница која одваја монетаристе од класичних кејнзијанских теоретичара (Friedman, 1968; Phelps, 1967). Данас већина економиста сматра да Филипсова крива приказана на овај начин не може представљати дугорочни „trade off“ инфлације и запослености, већ њихову релацију на кратак рок, док се привреда не прилагоди шоку на страни агрегатне тражње. Крајем шездесетих година прошлог века истовремено се јавља повећање стопа незапослености и инфлације - стагфлација, Филипсова крива почиње да показује знаке слабости на шта указује Милтон Фридман (Friedman, 1977, p. 451-472). Фридман није у потпуности одбацио Филипсову криву, али сматра да постоји само привремени „trade off“ инфлације и запослености. Монетаризам се првенствено бави инфлацијом, њеним узроцима и

[1] Филипсова крива (A. W. Phillips) : Инфлација је виша услед повећане производње. Такође, већа производња доводи до веће запослености. То подразумева да постоји инверзна веза између стопе инфлације и стопе незапослености.

сузбијањем. Нагласак је на дугом року, јер тржишту треба времена да одреагује и да се прилагоди новонасталим околностима. Наиме, на кратак рок повећање количине новца у оптицају може да утиче на реалне варијабле (непотпуна незапосленост), док на дуги рок долази само до промене нивоа цена. Монетаристи тврде, сходно тези о „неутралности новца“, да промене у количини новца доводе до промене нивоа цена у дугом року. Промене количине новца могу бити компензоване променама брзине оптицаја, без утицаја на ниво цена и реалан друштвени производ (Friedman, 1968; Phelps, 1967).

Монетаристичка теорија указује на инфлацију тражње као иницијални узрок генерисања инфлације, не искључујући при том и остале узроке. Међутим, оно што инфлацију тражње, према монетаристима, ставља у фокус, јесте чињеница да већа новчана понуда од стране централне банке утиче на повећање ефективне тражње на тржишту. Овакав сценарио захтева од реалног сектора повећање понуде роба и услуга како би задовољио повећану тражњу, у супротном долази до општег пораста нивоа цена. “У циљу обезбеђивања дугорочног неинфлационог раста економије неопходно је, по мишљењу монетариста, обезбедити не само чврсту монетарну дисциплину, већ и слободно деловање тржишних закона и елиминисање улоге државе у релном сектору економије” (Марковић, 2003, стр.178). Са друге, стране став је кејнзијанаца да инфлацију ствара робна понуда. Како? Раст трошкова производње последица је повећања личних доходака. Стога, произвођачи повећавају цене како би повећане трошкове производње пребацили на потрошаче. Овако увећане цене захтевају одговарајући ниво тражње који се може обезбедити експанзијом новчане масе. Примећујемо да настанак инфлације код монетариста има свој итеративни процес: експанзија новчане масе $\Rightarrow$ раст тражње $\Rightarrow$ раст цена $\Rightarrow$ раст трошкова производње. Кејнзијанци такође следе итеративни процес у настанку инфлације, али је његов редослед обрнут у односу на монетаристе: раст трошкова производње $\Rightarrow$ раст цена $\Rightarrow$ раст тражње $\Rightarrow$ експанзија новчане масе. Још једна битна разлика у ставовима је што “ анализирајући економске процесе искључиво у кратком року, кејнзијанци основни ефекат повећања новца виде у позитивном деловању на повећање обима производње и запослености”(Марковић, 2003, стр. 193).

Природна стопа незапослености, као најнижа стопа незапослености која гарантује постојање равнотеже на тржишту рада, је нижа у привредама у којима је тржиште рада ефикасније. Незапосленост изнад природне стопе индикатор је „затегнутог тржишта“ рада што може резултирати повећањем реалних зарада. Незапосленост изнад природне стопе би довела до опадања реалних зарада. Само при нивоу природне стопе незапослености стопа инфлације је стабилна. Дугорочни однос између инфлације и незапослености не може се приказати на јединственој Филипсовој криви, већ су то тачке на серији различитих Филипсових крива, које образују дугорочну Филипсову криву (Friedman, 1968; Phelps, 1967; Friedman, 1977; Blanchard, 2017). Она указује на немогућност власти да снизи незапосленост испод њене природне стопе, јер ће такви покушаји за последицу имати повећање стопе инфлације.

Мада је била занемарена крајем 60 - тих година прошлог века, већ се наредне деценије показало да је Фридманова критика била оправдана. Наиме, док су незапосленост и инфлација наизглед циклично алтернативно расле и падале у САД, за то време је незапосленост у Француској непрекидно расла независно од промена инфлације. Готово

цела Европа била је суочена са ситуацијом раста незапослености и повећањем инфлације. У Јапану су велике варијације инфлације имале мали ефекат на незапосленост. Немачка је имала велике варијације незапослености уз малу промену инфлације, док су Италија, Француска, а посебно Велика Британија имале значајне варијације и инфлације и незапослености. Током седамдесетих и дела осамдесетих година 20. века није постојала видљива веза између инфлације и незапослености у САД и Европи. Међутим, током већег дела осамдесетих година однос инфлације и незапослености представљен Филипсовом кривом био је стабилан, посебно у Италији, Француској и САД (Miller, & Vanthose, 1993, p.554-568). Током скоро читавог једног века изгледало је да постоји релативно чврста инверзна релација између инфлације и незапослености, а ипак, у скоро свим земљама, у приближно истом тренутку, она се једноставно распала. Овакав сценарио везан је за периоде јаких инфлација између 1973. и 1974. године и између 1979. и 1980. године који се директно везују за нафтне шокове када су се цене нафте најпре учетворостручиле, а затим удвостручиле, да би између ових нафтних шокова основна претпоставка Филипсове криве и даље важила. Поновно јављање Филипсове криве може се, између осталог, објаснити тиме да су ниске забележене стопе инфлације у 90-тим годинама несумњиво стабилизовале инфлациона очекивања (Miller, & Vanthose, 1993, p. 554-568).

Поставља се питање да ли је Филипсова крива, као концепт након 70-их година изгубила свој легитимитет, иако подаци из САД-а у периоду од 1985. године показују постојање инверзне везе између годишњег повећања просечног нивоа цена са просечном годишњом стопом незапослености. Наиме, подаци из САД-а у периоду од 1948. до 1960. године показују неоспорну инверзну везу између просечног годишњег повећања нивоа цена и просечне годишње стопе незапослености. Међутим, 1970-их година долази до повећања и стопе инфлације и незапослености, што утиче на преиспитивање исправности концепта Филипсове криве чак и у кругу њених присталица. „Било која видљива веза између две варијабле може бити случајна и неповезана, директно повремена, или повезана трећом варијаблом или скуповима варијабли, те да инфлација и незапосленост нису супротстављене снаге, већ у великој мери последице које произлазе из исте узрочности - ширења новчане масе" (Casey, 2014). Већа количина новца смањује његову вредност, а цена робе и услуга, у складу са тим, расте, као и инфлација. Већа количина новца снижава каматне стопе које изазивају лоше инвестиције што доводи до рецесије, чија је последица и већа стопа незапослености. Са друге стране, Филипсова крива конципирана је према ставу да повећана новчана понуда подстиче економски раст. Међутим, у случају прекомерне монетарне експанзивности јавља се инфлација као њена последица, док успоравање монетарне експанзије може довести до пада привредне активности, чија ће последица бити смањење запослености. У научним круговима се поставља још једно питање, а тиче се тога да ли је инфлација 1970-их година била монетарни феномен. Овде, такође, постоје опречна мишљења.

Поједини економисти сматрају да су креатори монетарне политике у периоду „велике инфлације" (као и 1930-их година и данас) располагали неодговарајућим моделима економије који су утицали на доношење лоших одлука. „Дакле да, мало виша инфлација била је одговарајуће решење. Поента је у томе да је ФЕД отишао далеко изнад потребне инфлације за стабилизацију номиналних зарада (и смањење реалних зарада), а заиста је оштро повећао раст номиналних зарада. То је потпуно бесмислена инфлација која

уопште не смањује незапосленост”(Sumner, 2014). Он даље тврди да дефицитарно трошење може изазвати инфлацију једино када влада финансира дефицит штампањем новца, али не и када финансира дефицит продајом обвезница. „Зато је корисније мислити о монетарној политици као разлогу хиперинфлације, а о фискалној експанзији (стварање дефицита) као разлогу инфлаторне монетарне политике (наравно, чак ни гледање на новчану понуду није довољно, тражња је такође важна, као што смо видели 2008. године)“ (Sumner, 2014). Теоретичари који су супротног мишљења указују на консензус „Велике умерености“ који је базиран на претпоставци да незапосленост треба смањити до „природне“ стопе или на „стопу незапослености која не доводи до убрзавања инфлације“ али не ниже. Они сматрају да су креатори политике у периоду „велике инфлације“ направили избор који је подразумевао прихватање ризика убрзавања инфлације како би остварили пуну запосленост. „Централни банкари намерно су толерисали ризик- који се нажалост и остварио- да ће инфлација постати значајан проблем. Да ли то значи да је инфлација монетарни феномен? У неком смислу да, у неком смислу не. Инфлација је могла бити избегнута с другачијом монетарном политиком по цену прихватања болно високе "природне" стопе незапослености“ (Waldman, 2013).

Још један аспект анализе настанка велике инфлације 1970-их година била су инфлациона очекивања. Неокејнзијански модели, као што је Филипсова крива, сугеришу да економија ужива перманентно ниске стопе незапослености, ако може да толерише умерено више стопе инфлације. Оно што су ови модели пропустили, била је улога коју има очекивање јавности. Тадашњи председавајући ФЕД-а Артур Бурнс[2] сматрао је да су макроекономске флуктуације готово у потпуности изазване очекивањима, а да монетарна политика није била покретач инфлације већ су то била сама инфлациона очекивања. Такође је био мишљења да је влада могла да стабилизује економију стабилизирајући расположење пословне заједнице. Код првог знака слабости влада мора уверити бизнисмене да су на снази нове могућности и то пре свега смањивањем пореза. Исто тако, влада може охладити оптимистичну пословну климу подизањем пореза. Сматрао је да су порези особито снажни јер сви знају о њима и сви мисле да су лоши за посао (Friedman, 1968; Phelps, 1967; Burns, 1979; Romer & Romer, 2002; Clarida, Galí & Gertler, 1999). Дакле, национална психологија може бити потпуно потакнута или потпуно депресирана кроз промене у пореском систему. Смит-ова је претпоставка да би Бурнсово гледиште из перспективе савременог контекста изгледао овако: “незапосленост расте када инфлација падне испод очекиване инфлације. Очекивана инфлација одређује колико потрошачи мисле да ће велике корпорације подићи своје цене. Корпорације планирају повећање цена на темељу онога што очекују од својих синдиката. Синдикати постављају своје захтеве на темељу онога што очекују други синдикати“ (Smith, 2013). У оваквој ситуацији ФЕД није могао да спречи инфлацију а да, при том, задржи стопу незапослености на жељеном нивоу.

[2] Arthur Frank Burns (August 27, 1904 – June 26, 1987) био је амерички економиста, гувернер Система федералних резерви у Сједињеним америчким државама у периоду од 1970. до 1978. године.

1.1.2. Монетарне стратегије као теоријска основа независности централне банке

1.1.2.1. Теоријска димензија таргетирања монетарних агрегата

Велика депресија 30-тих година 20. века обележена је колапсом банкарског система услед чега је привредна активност опала за трећину, а једна четвртина американаца остала без посла. Многи економисти, као и многи историчари криве Фед за озбиљност ове ситуације, тврдећи да креатори монетарне политике нису успели да обезбеде адекватну количину новца и кредита, што је довело до тога да близу 10 000 од укупно 25 000 националних банака буде затворено (Cecchetti, 2006., 380.стр.). Централне банке у спровођењу монетарне политике настоје да обезбеде оптималну количину новца за обављање економске активности, с једне стране, док, са друге стране воде рачуна да та количина не буде ексцесна и не доведе до пораста цена. Приликом формулисања и имплементације монетарне политике, централне банке одређују таргет варијабле, као емпиријске мере макроекономских услова које се користе као циљеви монетарне политике. Избор таргет варијабле открива приоритет монетарне политике централних банака у сваком тренутку (Allen, 1997, p.105-109).

Историјска дешавања у свету, попут другог светског рата настављала су да пред ФЕД стављају изазове којима је требало адекватно одговорити. Како би изашао у сусрет финансијским потребама владе, ФЕД је 1942. године, када су се САД придружиле савезничким снагама, отпочео са стратегијом таргетирања каматних стопа. У случају раста каматних стопа, што са собом повлачи пад цена обвезница, ФЕД је приступао куповини хартија од вредности на отвореном тржишту и на тај начин остваривао раст монетарне базе и новчане масе. Као последица оваквог приступа била је запостављење контроле над монетарном политиком од стране ФЕД-а. У периоду између 1950. и 1960. године ФЕД је поново остварио слободу у остваривању циљева своје монетарне политике, а политика која је уследила може се описати као „таргетирање стања на тржишту новца“ (Mishkin, 2004, p.422-428). Такозвана „проциклична монетарна политика“ подразумевала је бржи раст новчане масе када је привреда у експанзији, и спорији раст новчане масе када је привреда у рецесији. Крајем 1960-их година у кругу монетариста дошло је до забринутости у вези са инфлацијом, што је навело ФЕД да напусти овај режим монетарне политике (Mishkin, 2004, p.422-428).

Главна одлика вођења кејнзијанске дискреционе политике била је таргетирање каматне стопе, што је за последицу имало стагфлацију. Сходно томе многе земље биле су принуђене да од 1970-их година пређу на други режим монетарне политике. Током овог периода вођена је политика таргетирања монетарних агрегата. Један од главних фактора ове стратегије био је „усвајање режима флексибилног девизног курса“ (Ћировић, 1987, стр.262). „Још један фактор који је допринео појави и употреби монетарних агрегата јесу инфлациона очекивања. Захваљујући јавном објављивању стопа монетарног раста долази до смањења инфлаторних очекивања, што позитивно утиче на понашање тржишних трансактора“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр.232). Швајцарска национална банка и немачка Бундесбанка усвојиле су режим таргетирања монетарних агрегата 1974. године (Mishkin, 2000, p.14) концентришући се на дугорочне циљеве и контролу инфлације уз флексибилно вођење. Оно што је омогућило успех Немачкој и Швајцарској у спровођењу ове стратегије било је прихватање чињенице да: „ригидна примена крутих

правила није неопходна за остваривање постављених циљева везаних за кретање стопе инфлације. И друго, јасно постављање циљева монетарне политике и активна комуникација с јавношћу, чиме је повећана транспарентност монетарне политике и одговорност централне банке“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр. 235).

Са друге стране, таргетирање монетарних агрегата у Сједињеним Америчким Државама, Канади и Великој Британији није се показало као одговарајућа стратегија за контролу инфлације, те је и формално била напуштена 1980-их година. Према Мишкину “постоје два тумачења за неуспех ове стратегије. Прво, монетарно таргетирање није било озбиљно, те није имало прилику да се покаже успешним. Друго, растућа нестабилност односа монетарних агрегата и циљних варијабли, као што је инфлација (или номинални доходак) значило је да је ова стратегија била осуђена на пропаст“ (Mishkin, 2000, p.14). Бернанке истиче да су потешкоће са којима су се суочавале САД у примени ове стратегије биле дерегулација, финансијске иновације и остали фактори који су довели до повратне нестабилности између различитих монетарних агрегата и других номиналних варијабли (Bernanke, 2006). Брз темпо финанцијских иновација у Сједињеним Државама био је важан разлог нестабилности односа монетарних агрегата и других макроекономских варијабли. Као одговор на регулаторне промене и технолошки напредак, америчке банке су створиле нове врсте рачуна и додале нове карактеристике постојећим рачунима. Шире, технологије плаћања и пракса знатно су се промениле током последњих неколико деценија, а иновације (попут Интернет банкарства) се настављају. Још један од фактора који је допринео овој нестабилности је чињеница да се пола или чак две трећине америчке валуте налази у иностранству, што онемогућује адекватну процену и доводи до значајних промена у страној валути и монетарној бази која у великој мери није повезана са националним условима.

1.1.2.2. Теоријски аспекти таргетирања девизног курса

Креатори монетарне политике настоје да елиминишу нагле промене каматних стопа и девизних курсева, јер ови интермедијарни циљеви представљају средства за постизање крајњег циља, стабилизацију економије. Различите земље имају различите приоритете. Док је стабилизација девизног курса међу последњим ставкама на листи циљева америчке и централне банке ЕУ, гувернери централних банака земаља са тржиштима у настајању тврде да на добре макроекономске перформансе утиче стабилност девизног курса. С једне стране је девизни курс под директним утицајем макроекономских кретања у домаћој привреди и у иностранству, док са друге стране реалне и финансијске макроекономске варијабле у домаћој и страним привредама трпе утицаје промена девизних курсева. С обзиром да девизни курсеви зависе од тржишних очекивања која се односе на већи број фактора него што се обично узима у обзир на новчаним тржиштима, тржиштима обвезница или робним тржиштима, примена девизног курса у монетарној политици би захтевала знатно сложенији поступак од примене традиционалних варијабли. „Бранити дати девизни курс домаће валуте претпоставља да је централна банка спремна да повећа, или ограничи стопу раста новчане масе у далеко већој мери него што је то пожељно с обзиром на кретање нивоа цена. То носи знатну инфлаторну опасност“ (Живковић, Кожатинац, 2008, стр.408).

Девизни прилив формира се наплатом извезених роба и услуга, наплатом камата и дивиденди од капитала пласираног у иностранству, али и узимањем кредита у иностранству или активирањем девизних резерви које централна банка износи на девизно тржиште. На овај начин формира се понуда девиза, док се тражња за девизним средствима повећава обавезама за плаћање увезених роба и услуга, обавезама за плаћање камата и дивиденди на увезени капитал, као и куповином девизних резерви на девизном тржишту од стране централне банке. Уколико би се девизни курс формирао на бази чистих односа понуде и тражње на девизном тржишту, он би платни биланс перманентно држао у стању равнотеже (Ацин, Тодоровић, Ацин-Сигулински, 2006, стр.184). Равнотежни девизни курс базиран на тржишним законитостима уравнотежује платни биланс земље. Ако постоји платнобилансни дефицит, девизни курс домаће валуте ће показати тенденцију раста услед повећане тражње за девизама, што ће дестимулативно деловати на увоз, а стимулишуће на извоз. Овакав сценарио смањиће дефицит и уравнотежити платни биланс. Ако, пак спољнотрговинска размена тежи суфициту, због повећане понуде девиза на девизном тржишту, девизни курс ће показати тенденцију пада, што ће дестимулисати извоз. Стимулишући увоз на овај начин смањиће се суфицит и доћи до поновног уравнотежења платног биланса земље. Монетарна политика оријентисана на стабилност девизног курса мора да врши рестриктивне корекције уколико дође до погоршања позиције платног биланса и стварања притиска на девизни курс, смањењем квантума примарног новца услед пораста каматних стопа.

Монетарна политика остварује различите ефекте у различитим валутним режимима, па је избор између фиксног и флуктуирајућег девизног курса од кључне важности, посебно за мале привреде које имају велико учешће спољне трговине у друштвеном производу. Уколико је крајњи циљ централне банке стабилност девизног курса, који се остварује преко очувања одређене висине каматних стопа као посредног циља, у тренутку када дође до повећања тражње за новцем, еквиваленто повећању тражње повећаће се и понуда новца. Каматне стопе остају непромењене, али се девизни курс мења. Када се ради о земљи која је интегрисана у међународне финансијске токове више каматне стопе у односу на каматне стопе у другим земљама проузроковаће прилив капитала и платнобилансни суфицит. Новонастало стање у платном билансу довешће до пораста новчане масе по основу девизних трансакција са иностранством, услед чега ће се каматне стопе смањити, што не мора нужно деловати на промену девизног курса. Ово из разлога што, ако је девизни прилив у капиталном билансу еквивалентан додатној тражњи страног новца, равнотежа ће бити очувана, а курс непромењен. Овакав сценарио могућ је искључиво у систему тржишног формирања каматних стопа и отворености економије земље према иностранству (Mundell, 1963; Fleming, 1962; Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018; Mishkin, 2019).

У Бретон Вудсу у Сад-у 1944. године договорени су принципи послератног међународног монетарног система, када је основан ММФ као његов носилац. Систем фиксних девизних курсева уведен је 1944. године и одржаван је широм света све до почетка 70-тих година под надзором ММФ-а. Систем је био заснован на фиксним паритетима националних валута у односу на долар, а утврђена је била и конвертибилност долара у односу на злато по фиксном паритету како би систем био поуздан. Августа 1971. године САД укидају могућност замене долара за злато што доводи до девалвације долара што представља „почетак краја“ овог система. Како би се спречио крах система фиксних

девизних курсева, децембра 1971. године постигнут је Смитсонијански споразум, којим су договорени нови паритети и проширене границе осцилација девизних курсева. Међутим, почетком 1973. године долар поново девалвира, а валутама се дозвољава флуктуирање, чиме је срушен Бретонвудски споразум фиксних девизних курсева. Другим амандманом на статут ММФ-а 1976. године легализовано је флуктуирање фиксних девизних курсева, а злато губи монетарну улогу (Bordo, 1993; Eichengreen, 2008; International Monetary Fund, 2016; Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018). Принципи овог система се у мањем обиму јављају поново 1979. године у највећим европским земљама. Европски монетарни систем је функционисао прилично глатко све до 1992. године када је један број држава, попут Велике Британије и Италије био принуђен да напусти тај систем и да дозволи да њихове валуте слободно флуктуирају. У теорији је систем фиксног девизног курса интерпретиран као таргетирање девизног курса. Политика чврстог девизног курса подразумева фиксираност курса за изабрану чврсту валуту (долар или евро) или организациону структуру централне банке у виду „валутног одбора“, односно фиксираност националне валуте за „корпу валута“. Ово подразумева успостављање фиксног односа између домаће и паритетне валуте, док девизне резерве покривају домаћи новац у потпуности. У оваквој ситуацији мала држава „преузима“ структуру и ниво каматних стопа државе резервне валуте, укључујући и њену стопу инфлације и монетарну стабилност, тако да монетарне политике мале државе фактички нема. Централна банка није у могућности да истовремено остварује два циља, и количину новца и изабрани валутни курс. Уколико је њен циљ фиксни курс, монетарна политика не може контролисати и обим новчане масе, већ се однос између понуде и тражње новца уравнотежава променом каматне стопе. У условима константног обима понуде новца, свако повећање тражње довешће до пораста каматних стопа, и обрнуто у случају опадања новчане тражње, када ће уследити и пад каматних стопа.

Почетком 70-тих година XX века у развијеним тржишним привредама дошло је до прелаза са фиксних на флексибилне девизне курсеве. Анализирајући монетарну политику стабилизације девизних курсева, професор Милутин Ћировић указује на то да би се „спољнотрговинска равнотежа, па према томе и стабилност девизних курсева обезбеђивала кроз тергетирање монетарних агрегата у правцу ограничавања монетарних услова за формирање инфлације и за потискивање инфлационих очекивања“ (Ћировић, 1987, стр. 273-283). Овај концепт подразумева да се платнобилансна равнотежа остварује дозираном и стабилном стопом раста монетарних агрегата. У оваквим условима на девизним тржиштима долази до потпуно слободног формирања девизних курсева, без потребе за интервенцијом централне банке, при чему је за стабилност овако формираних девизних курсева битно постојање истог распона између стопе монетарног и реалног економског раста у разним земљама. У теоријском погледу, држава, осим оперативног минимума, нема потребе за међународним резервама, јер се прилагођавање у платном билансу врши променом курса националне валуте. Систем флуктуирајућег девизног курса, за разлику од система фиксног курса, омогућава држави да води аутономну монетарну политику. Бржи раст монетарних агрегата од раста новчане тражње резултираће депресијацијом номиналног курса националне валуте. Земље са бржим растом новчане масе имају високе каматне стопе и инфлацију. Промене каматних стопа делују на девизне курсеве и подстичу прилив, односно одлив капитала. Експанзивна монетарна политика,

која у основи садржи ниску референтну каматну стопу, подстаћи ће одлив капита, при чему неће доћи до дефицита у платном билансу и одлива девизних резерви, већ до депресијације домаће валуте што ће побољшати спољнотрговински биланс и подстаћи раст друштвеног производа. У овом случају, када не долази до промене девизних резерви, и резерве пословних банака остаће непромењене, па самим тим и новчана маса. Земље са релативно нижим стопама раста монетарних агрегата услед спровођења рестриктивне монетарне политике и високе референтне каматне стопе, теже да формирају платнобилансни суфицит, док се процес платнобилансног уравнотежавања спроводи кроз апресијацију националне валуте (Friedman, 1953; Mundell, 1963; Dornbusch, 1976; Krugman, Obstfeld & Melitz, 2018; Mishkin, 2019).

Као основне предности режима таргетирања девизног курса истичу се, пре свега његова једноставност у примени, али и његова способност да директно смањи инфлацију и инфлациона очекивања, као предност везивања националне валуте за номинално сидро којим се може избећи проблем временске недоследности. Међутим, постоје и важни недостаци због којих је, и иначе, у већини земаља дошло до напуштања овог режима. Кад су земље са тржиштима у настајању у питању Мишкин наводи пример Мексика и Источне Азије где је таргетирање девизног курса довело до катастрофалних финансијских криза које су уништиле њихове економије. Међутим, указује и на чињеницу да у земљама чије су политичке и монетарне институције посебно слабе што доводи до континуираног деловања хиперинфлације, могуће је да циљање девизног курса буде једини начин за превазилажење инфлационе психологије и стабилизацију економије. Такође, ако се верује да је таргетитање девизног курса једини пут за стабилизацију економије, онда је за земље у развоју најбоље да се потпуно томе посвете и усвоје валутни одбор где је везивање валуте за валуту земље сидра снажно и постоји потпуна транспарентност монетарне политике (Mishkin, 1999, p. 31).

Уобичајене критике на рачун овог режима односе се на то да таргетирање девизног курса води смањењу монетарне независности; повећању преноса шокова из земље сидра на домаћу економију и повећању вероватноће спекулативних напада. У развијеним земљама, највећи проблем ове стратегије представља губитак независности у вођењу монетарне политике, што даље утиче и на њену одговорност. Мишкин и овде наводи пример и то упоређујући искуства Велике Британије и Француске. Наиме, иако су обе земље у почетку примене овог режима оствариле позитивне резултате смањења инфлације, њихова „континуирана примена довела је до успореног економског раста и растуће незапослености у Француској (Mishkin, 1999, p. 31). С друге стране, Енглеска која је напустила овај режим и прешла на циљање инфлације остварила је већу стопу економског раста, нижу стопу незапослености и ниску и стабилну стопу инфлације“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр. 242).

1.1.2.3. Режим циљања инфлације као теоријска подршка независности централног банкарства

Режими монетарне политике који су примењивани пре него што се прешло на режим циљања инфлације имају и своје предности и мане. Предности таргетирања монетарних агрегата је што ова стратегија монетарне политике омогућује централној банци да

прилагоди своју монетарну политику националним захтевима, који су специфични за сваку земљу, или бар за групу земаља, које се обично деле на развијене и земље у развоју. Монетарно таргетирање омогућује централним банкама да изаберу циљ за инфлацију који се може разликовати од нумеричког циља инфлације у другим земљама. Такође, монетарни таргети истовремено шаљу сигнал и јавности и тржиштима о ставу монетарне политике, као и намеру креатора да остваре и одрже инфлациони таргет што омогућава да се стабилизују инфлациона очекивања. Предности режима таргетирања девизног курса су у томе што „захваљујући номиналном сидру инфлација се држи врло успешно под контролом; омогућено је избегавање проблема временске недоследности монетарне политике; ова стратегија је једноставна за употребу и веома је јасна, те прилично разумљива јавности“ (Đurović Todorović, & Đorđević, 2007, p. 39).

„Нестабилност везе између монетарних агрегата и циљаних варијабли (инфлација и номинални доходак) чине таргетирање монетарних агрегата проблематичном стратегијом“ (Mishkin, 2000, p. 8). Уколико је ова веза нестабилна, монетарни агрегати неће правовремено обезбеђивати адекватан сигнал о ставу монетарне политике; неће се стабилизовати инфлациона очекивања, што ће утицати на стварање неизвесности у погледу остваривања циља монетарне политике. Са друге стране, што се тиче недостатака вођења режима таргетираног девизног курса, ради се заправо о следећем: теже је изборити се са насталим шоковима; вероватнији су спекулативни напади (Stankov, 2010, p.7) и остваривање ниског степена независности централне банке. Сви ови недостаци тичу се земаља у развоју, имајући у виду да развијене земље и не приступају примени овог режима, између осталог, и из разлога што њихове валуте, попут евра и америчког долара, представљају сидро за које земље у развоју везују своје валуте.

У земљама са тржиштима у настајању се режим таргетирања инфлације показао као адекватан за снижавање инфлације. Међутим, проблем настаје услед честих и, углавном, успешних спекулативних напада на валуте ових земаља што доводи до раста инфлације. Земље у развоју имају искуства са високом, нестабилном и непредвидивом инфлацијом, те њихове централне баннке немају довољан кредибилитет у борби против инфлације. „Стога, оштра депресијација валуте након спекулативног напада који води непосредном притиску на цене, може довести до драматичног повећања и стварне и очекиване инфлације“ (Mishkin, 1999, p. 8).

Стратегија таргетирања девизног курса претпоставља усвајање режима фиксног девизног курса што су услови у којима је теже изборити се са насталим шоковима. За разлику од фиксног, у режиму флексибилног девизног курса у рецесионим условима приступа се вођењу експанзивне монетарне политике и депресијацији валуте чиме се стимулише тражња за домаћим производима, што у крајњем резултира повећањем производње и стопе запослености. Земље са тржиштима у настајању могу много изгубити одустајањем од остваривања пуне независности њихових централних банака уколико би се одлучиле за примену режима таргетирања девизног курса. Поједине земље у развоју нису у могућности да адекватно спроводе дискрециону монетарну политику, услед недовољно развијених политичких и монетарних институција. Из тог разлога су пред-

ности вођења независне монетарне политике мале у овим земљама, али су велики негативни ефекти вођења монетарне политике која је условљена захтевима законодавне и извршне власти (Mishkin, 1999, p.6).

Независност централне банке, или њен изостанак код земаља у развоју у режиму таргетирања девизног курса представљало је недостатак. Са друге стране, у монетарном оквиру циљања инфлације представља предност и неопходност. Наиме, монетарна политика коју је Србија, као земља у развоју, водила у периоду пре усвајања режима циљања инфлације није била прецизно дефинисана у смислу примене режима таргетирања монетарних агрегата, девизног курса или инфлације. Избор монетарне стратегије зависио је, пре свега од избора режима девизног курса, те се Народна банка Србије определила за флуктуирајући у односу на фиксни девизни курс. „Управо је стабилност валуте, односно *флексибилност девизног курса*, оно што ће Кејнс, 1924. године, понудити као политику за одржавање ценовне стабилности“ (Мурић, 2013, стр.18). „Будући да девизни курс националне валуте заједно са валутом остатка света зависи од односа између унутрашњег и спољашњег нивоа цена, следи да курс може бити стабилан једино уколико постоји стабилност домаћих и страних цена“ (Keynes, 1924, p.154). Бирајући режим девизног курса, монетарне власти бирају између циљања курса и циљања инфлације. Радило се, такође, о избору имати или не независну монетарну политику. Независна монетарна политика, у условима фиксног девизног курса, могућа је само ако се контролише прилив. С обзиром да је у периоду избора режима девизног курса Србија била под утицајем страних директних инвестиција и прилива капитала из иностранства, свако ограничавање у том правцу имало би негативне ефекте (Мурић, 2013, стр.156).

Нови Зеланд је земља која је 1989. године прва прихватила овај концепт вођења монетарне политике, да би од деведесетих година XX века циљање инфлације постало све раширенији у процесу спровођења монетарне политике, где монетарне власти преко интермедијарних таргета настоје да остваре ценовну стабилност. Наиме, опасност вођења монетарне политике без интермедијарног таргета огледа се у томе што без јасног и експлицитног циља монетарна политика може постати некохерентна и давати лоше резултате по питању кретања инфлације (Фабрис, 2006). Креаторима монетарне политике је тешко да директно контролишу крајњи циљ, па се таргети јављају као смернице у ком правцу ће се кретати инфлација. Такође, сигнализирају јавности и финансисјким тржиштима у ком смеру ће се кретати монетарна политика, утичући на смањење инфлационих очекивања. „Таргетирање инфлације представља оквир монетарне политике који карактерише јавно објављивање нумеричког таргета или зоне инфлације за један или више временских периода и експлицитна тврдња да ниска, стабилна стопа инфлације представља основни циљ монетарне политике. Остале важне карактеристике инфлације се односе на велике напоре у комуникацији са јавношћу око планова и циљева монетарне политике“ (Bernanke, Laubach, Mishkin, and Posen, 1999). Када дође до одступања стварне инфлације од таргетиране мењају се и краткорочне каматне стопе. У случају да је остварена стопа инфлације виша од таргетиране, повећаће се ниво каматних стопа, у обрнутом случају доћи ће до пада каматних стопа. Инфлација као таргет погоднија је за развијене земље, јер је код земаља у развоју много теже предвидети стопу инфлације. Такође, с обзиром да се овај концепт реализује кроз мале промене монетарних услова, осетљивост агрегатне тражње на такву врсту промена много је већа у развијеним финансијским системима.

Креатори монетарне политике имају, с једне стране листу циљева који се односе на стабилизацију цена, производњу, финансијски систем, девизни курс и каматне стопе, а са друге стране листу инструмената које користе како би постигли дефинисане циљеве. Да би остварили постављене циљеве они утичу на величину монетарне базе куповином и продајом активе - првенствено државним хартијама од вредности - и одобравањем кредита. Овим инструментима они контролишу каматне стопе, како тржишне каматне стопе на банкарске резерве, тако и стопе на дисконтне кредите. Централне банке преко својих инструмената утичу на промену каматних стопа и новчану масу, као посредних циљева, а чије остваривање ће омогућити постизање стабилности цена као примарног циља у свим савременим светским економијама. Одржавање ценовне стабилности у оквиру спровођења стабилизационе монетарне политике повећава корисност новца, и као јединицу обрачуна, и као мере вредности. Могу се навести три прилично убедљива разлога који стабилност цена истичу као главни циљ носиоца монетарне политике (Живковић, Кожатинац, 2008) : 1) инфлација намеће друштву губитак који никада неће бити наплаћен; 2) на дуги рок централна банка може да регулише ниво цена робе и услуга и 3) клима ценовне стабилности подстаћи ће даље усавршавање финансијског система земље, већу акумулацију капитала и појачану институционализацију штедње[3].

Трансмисиони механизам инфлације у свом почетку се огледа кроз општи пораст цена. Повећање агрегатне тражње, односно потрошње изнад производног капацитета иницијално ће утицати на повећање залиха и производњу. Раст производње и тражње за производима резултираће појачаним притиском на цене ресурса што ће јединичне трошкове производње довести изнад нивоа базичних цена производње. Инфлаторни процес који почиње притиском на цене добара и услуга претвара се у паралелни процес који се огледа кроз релацију цене-плате. Наиме, раст цена проузрокује раст трошкова живота. С обзиром да цене расту а да зараде остају на истом нивоу, смањује се куповна моћ остварених прихода што утиче на пад животног стандарда. Цене представљају основу за све што се дешава у тржишно заснованој економији, јер пружају информације појединцима и фирмама потребне за оптималну алокацију средства (Blanchard, 2017; Mishkin, 2019; Mankiw, 2021; Gordon, 2013). Када цене одређених производа расту, то може бити сигнал да је тражња за тим производима порасла, па ће произвођачи више производити. Међутим, инфлација деградира информациони садржај цене. Када све цене заједно расту, постаје тешко разумети зашто се то дешава.

Спровођењем монетарне политике, применом каматне стопе као инструмента, контролише се тражња за кредитима, јер ниво каматних стопа расте у случају повећане тражње за новцем, а опада у обрнутом случају. На овај начин утиче се на обим новчане масе, па се може рећи да каматне стопе изазивају снажан ефекат на динамику агрегатне

[3] У условима инфлације, односно дефлације, каматне стопе на депозите код финансијских институција опиру се променама, док се на неорганизованом тржишту промптно прилагођавају насталим променама. Тврдња да „стабилност цена подстиче већу институционализацију штедње“ односи се на то да се у периодима инфлације средства преносе из финансијских институција на неорганизовано тржиште, па би у режиму ценовне стабилности овакву праксу требало зауставити.

тражње и производње што у крајњем утиче на инфлацију. Државе са недовољно развијеним финансијским тржиштем сервисирају јавни дуг повећањем пореског оптерећења и увођењем нових фискалних и парафискалних прихода, али и задуживањем код централне банке. Ако се ради о кредитирању у оквиру примарне емисије, нема неповољних ефеката на реална привредна кретања и на цене. Ако то није случај, вишак примарне емисије се распростире кроз читаву привреду, са инфлацијом као својом најизразитијом последицом (Живковић, Кожатинац, 2008). Земље са развијеним финансијским тржиштима финансирају буџетски дефицит продајом јавног дуга, односно емитовањем државних хартија од вредности на новчаном тржишту преко механизма операција на отвореном тржишту. Рестриктивном монетарном политиком држава нуди своје обвезнице уз више каматне стопе, па се куповином тих обвезница од стране пословних банака смањује износ депозита банкарског сектора, што утиче на смањење новчане масе. Креатори монетарне политике могу да ограниче стопу инфлације применом одговарајућих инструмената. Међутим, сувише рестриктивна монетарна политика може да доведе до пада привредне активности. Привредни раст је олакшан уз монетарну политику која до извесне мере има експанзивни карактер, па би ниска инфлација, као основа за економски просперитет, требало да буде примарни циљ монетарне политике.

Постоје својеврсна неслагања у економској теорији око режима циљања инфлације, а пре свега мисли се на „правило наспрам дискреције“ што су Мишкин и Бернанке (Mishkin, & Bernanke, 1997, p. 103 – 108) посебно истицали. Ови економисти сматрају да традиционални дуализам стратегије монетарне политике између дискреције и правила (између монетаристичке и кејнзијанске теорије), у случају режима циљања инфлације, може довести у заблуду, те да је погрешно карактеризирати га на овај начин. Заговарачи “правила” – као што је политика константне стопе монетарног раста – тврде да је ограничавање монетарне политике адекватна стратегија да се онемогуће монетарне власти да спроводе контрапродуктивне покушаје стабилизације у кратком року и на тај начин елиминише инфлаторна склоност која је карактеристична за дискрециону монетарну политику. Заговарачи дискреционе монетарне политике – према којој је централна банка слободна да “уради праву ствар” у складу са економским условима (дискрециона политика - креатори монетарне политике предузимају одговарајуће мере сходно фазама цикличног кретања привреде) наглашавају неспособност чврстих правила (унапред одређених) да се изборе са непредвиђеним, али извесним шоковима или променама у структури економије. Таргетирање инфлације, као стратегија оставља простор да се, с једне стране централна банка заштиити од активирања у политику са непожељним дуготрајним последицама, а са друге стране, допуштена је одређена дискреција за суочавање са непредвиђеним околностима. Стога, циљање инфлације треба посматрати као оквир монетарне политике, а не ригидно правило (Mishkin & Bernanke,1997, p. 103 – 108).

Постоје, такође неслагања око дефинисања инфлационог таргета. Имајући у виду да централне банке економски најразвијенијих земаља у свету, попут Европске централне банке циљ за инфлацију дефинишу у оквиру распона од 0% до 2% на годишњем нивоу. Уколико се према постављеном циљу и оствари веома ниска стопа инфлације, то може проузроковати проблеме, јер и дефлација може бити подједнако штетна као и висока инфлација. Постоје нарочито оправдани страхови од дефлације, која може угрозити финансијску стабилност и успорити економску активност (Akerlof, Dickens, & Perry, 1996,

p. 50-52). Иста група аутора у каснијем истраживању (Akerlof, Dickens, and Perry 2000, p. 21-22) наводи да одређивање циља инфлације изнад нуле, али не превише ниско и не у дужем временском периоду неће довести до поменутих негативних ефеката, као ни до нетабилности у инфлационим очекивањима или смањења кредибилитета централне банке.

Режим циљања инфлације омогућава монетарној политици да се фокусира на домаће потребе и да одговори на шокове у националној економији, који су пак у овом монетарном оквиру ирелевнтни јер стратегија монетарне политике није више приморана да се ослања на везу између циљане варијабле и монетарних таргета, као што је био случај у режиму таргетирања монетарних агрегата (Đurović Todorović, & Đorđević, 2008, p. 41- 43) Циљање инфлације, као стратегија не искључује остале циљеве централне банке. Шта више, присталице овог режима истичу да ценовна стабилност доприноси успешности остваривања и осталих циљева централне банке: стабилности девизног курса, стабилности финансијског система, високој стопи запослености привредног раста.

Сигнализирајући јавности и финансисјким тржиштима у ком смеру ће се кретати монетарна политика, утиче се на смањење инфлационих очекивања. Ово представља и једно од основних обележја, као и предности примене овог режима. Утврђивањем и јавним објављивањем нумеричког таргета као циља за инфлацију повећана је одговорност централне банке, док је активном конуникацијом са политичким властима, финансијским тржиштима и јавности о инфлацији остварена њена транспарентност. Да би централна банка остварила неопходну независност у спровођењу монетарне политике потребно је да има подршку јавности. Јасним дефинисањем нумеричког циља, транспарентност у погледу инструмената и акција за његово остваривање омогућује широј јавности да има увид у остварене резултате монетарне политике, чиме централна банка остварује кредибилитет, док јој је са друге стране омогућено да своју политику спроводи независно. „Циљање инфлације је техника системског смањења инфлације са веома малим ризиком од гурања економије у дефлацију, а заснована је на независности централне банке. Независна централна банка слободна је да користи било који од својих инструмената монетарне политике, али мора показати потпуну транспарентност у формулацији монетарне политике“ (Agbeja, 2007, p. 29-37).

1.1.3. Еволуција концепта независности централне банке

У поступку дефинисања циљева монетарне политике, централне банке своје циљеве усклађују са захтевима државе и економском политиком земље. Централне банке у финансијским системима развијених тржишних економија и земаља са тржиштима у настајању имају различит степен аутономије. „Иницијална искра која је допринела променама у управљању централном банком током последње три деценије је била широко распрострањена инфлација 70-тих година XX века“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр.155). С обзиром на Кејнзову тврдњу да одређена стопа инфлације доприноси економском расту, ценовна стабилност била је само један у сету циљева који се тичу стопе раста, раста запослености, стабилности финансијског система и остваривању платнобилансне равнотеже. „Пре двадесет година већина централних банака у свету функционисале су као службе министарства финансија“ (Cukierman, 2007, p.3). Сматрало се да владе конкретних земаља треба да контролишу монетарну политику у мери у којој су надлежне за фискалну политику како би се лакше остварила њихова међусобна координација. „Такође, преовладавало је и уверење да

са политичког становишта није оправдано дати пуну независност у вођењу једне тако важне функције службеницима који нису прошли кроз изборни процес“ (Фабрис, 2006, стр.69). У том периоду поједине централне банке имале су извесну законску аутономију, док је стварна независност, углавном била мања од институционалне (што је случај и данас), осим у случају Система федералних резерви који је остваривао већу фактичку од законске независности. У то време је Бундесбанка Западне Немачке била јединствена по томе што је уживала и *de jure* и *de facto* независност (Cukierman, 2007, p.3). С тим у вези, код централних банака земаља са развијеним капиталним тржиштима дискрепанца између стварне и институционалне независности била је мања у односу на земље у развоју те су на тај начин успевале да одрже ценовну стабилност. Земље које су везивале своје валуте за долар у Бретонвудском систему су након његовог слома остваривале стабилност цена везујући своју валуту за валуту земље „сидра“ или корпу валута.

Негативно искуство земаља са високом инфлацијом током 70-их година XX века резултирало је тиме да њихове власти акценат ставе на стабилност цена као искључивог, или примарног циља, ако постоји сет циљева, без обзира на дебате везане за ову одлуку које се воде и данас. Наиме, дилема се односи на питање да ли централне банке треба искључиво да се посвете ценовној стабилност, стављајући остале циљеве у други план, или поред ниске и стабилне стопе инфлације треба да подржавају и друге циљеве као у случају Система федералних резерви које се једнако залажу и за остваривање пуне запослености. Аргументи који иду у прилог давању примата ценовној стабилности у односу на остале циљеве јесте чињеница да централне банке одржавањем макроекономске стабилности могу најбоље допринети остваривању осталих циљева, док би резултат стављања у фокус и неког од других циљева био сукоб циљева стабилности и раста.

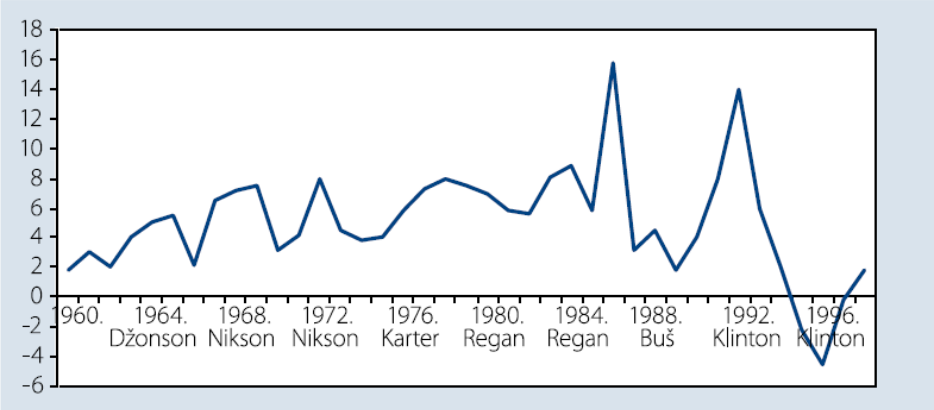
Од деведесетих година XX века таргетирање инфлације постаје све раширенији у процесу спровођења монетарне политике, где монетарне власти преко интермедијарних таргета настоје да остваре ценовну стабилност. Креаторима монетарне политике је тешко да директно контролишу крајњи циљ, па се таргети јављају као смернице у ком правцу ће се кретати инфлација. Такође, сигнализирају јавности и финансисјким тржиштима у ком смеру ће се кретати монетарна политика, утичу на смањење инфлационих очекивања. Ово представља и једно од основних обележја, као и предности примене овог режима. Утврђивањем и јавним објављивањем нумеричког таргета као циља за инфлацију повећана је одговорност централне банке, док се активном комуникацијом са јавношћу остварује њена транспарентност. Овакав вид комуникације повећава одговорност централне банке, али и пружа неопходну независност у дефинисању и остваривању циљева и примени инструмената монетарне политике (Bernanke et al., 1999; Mishkin, 2000; Svensson, 1997; International Monetary Fund, 2005).

Упоредо са свешћу о обиму негативних ефеката које висока, непредвидива и променљива инфлација може да изазове, јавио се и тренд независности централних банака. „Постоје бројни примери у светској економској историји који сведоче о потенцијалној злоупотреби моћи влада појединих земаља у стварању новца. Стога је традиционални аргумент у прилог јакој и независној централној банци да би моћ трошења новца требало да буде одвојена од моћи креирања новца“ (Mboweni, 2000). Креатори монетарне политике концентрисани су на дугорочније остварење циљева од политичара, стога се не

суочавају са истим искушењем да релаксирају политику како би остварили краткорочне циљеве. Делегирањем одлуке о висини каматне стопе и другим монетарним питањима овако независној институцији, као што је централна банка са јасно дефинисаним мандатом, јавност може бити сигурнија у остваривање успешнијих инфлаторних резултата на дуги рок (Mboweni, 2000).

Независношћу, централна банка остварује монетарну суверености, као врховна монетарна власт, што представља механизам за ефикасну оптимизацију новчаног оптицаја и функционисања финансијског система. Монетарни суверинитет уско је повезан sa економским суверенитетом једне земље. У најширем смислу, концепт независне централне банке подразумева слободу централне банке да сама дефинише циљеве и инструменте за њихово остваривање без утицаја других лица или институција. Имајући у виду да је циљ монетарне политике централне банке од општег друштвеног значаја, треба експлицитно бити дефинисан законом о централној банци.

Став кејнизајнске теорије је да је неопходно постојање државне интервенције, односно да влада располаже, како фискалном, тако и монетарном политиком као средствима за остварење економске стабилности. „Политички пословни циклуси су економски циклуси које је проузроковала влада што значи да треба максимизирати број потенцијалних гласача данас, а да о будућности треба размишљати сутра“ (Фабрис, 2006, стр 72). Док су и политичари, па и гласачи заинтересовани за остваривање циљева у кратком року, креатори монетарне политике морају бити ти који гледају у нешто даљу будућност. Ово значи да обећања дата гласачима о нпр. стварању нових радних места, изабрани председнички кандидат може остварити прииском на централну банку да спроводи експанзивну политику, без обзира на ризик од инфлације. Једноставније је водити експанзивну монетарну политику, него експанзивну фискалну политику која би захтевала да влада повећа расходе или смањи порезе. Са друге стране, креатори монетарне политике ће након изборног процеса приступити вођењу рестриктивне монетарне политике, као противтежа која ће стабилизовати инфлацију. Претходна елаборација произилази из података у оквиру Слике 1.1., где су приказане стопе раста монетарног агрегата M1 у САД у периодима изборног процеса у временском раздобљу од 1960. до 1996. године.



Слика 1.1: Стопе раста монетарног агрегата M1 у САД у периодима изборног процеса у временском раздобљу од 1960. до 1996. године

Извор: Tucker, I. B. (2008). *Macroeconomics for today*. Cengage South-Western.

Почетком XX века монетарна политика се водила у складу са принципима *Laissez faire* концепта. Поједини аутори сматрају да су централне банке у том периоду уживале већу независност него што је имају данас (Capie, Goodhart, & Schnadt, 2012). Овај концепт полази од претпоставке да је тржиште саморегулативни систем и да не захтева интервенцију државе, па самим тим ни креатора монетарне политике. „Златни стандард је подразумевао независност централне банке, јер је он функционисао као аутоматски самоуравнотежујући систем, а улога централних банака је била да обезбеде конвертибилност националне валуте“ (Фабрис, 2006, стр.73). Још један аспект ове тврдње односи се на на то што је већина централних банака била оснивана у приватном власништву, што је значајно ограничавало државну интерференцију. У Њујорку, САД, је 1800. и 1900. године постојала Њујоршка клириншка кућа (the New York Clearinghouse), која је представљала модел за креирање Система федералних резерви (Roche, 2013). С обзиром да ова клириншка кућа није могла да задовољи потребе комплексног банкарског система САД створен је ФЕД као акционарско друштво. Централна банка Енглеске је, такође била у власништву акционара све до 1946. године када је национализована и сада је у потпуном власништву Владе Уједињеног краљевства.

Период између I и II светског рата у економској историји обележен је Великом депресијом 30-их година XX века. У САД-у је у периоду од 1929. до 1931. године значајно опала стопа раста банкарских позајмица, и новчани обим, уопште, што је довело до пропадања банака и монетарне контракције. Колапс трговине изазван Великом депресијом продубљен је порастом државног протекционизма (Capie, Goodhart & Schnadt, 2012, p.20). „Криза банкарства тридесет година прошлог века показала је да нерегулисана финансијска тржишта без надзора сувише лако могу да доживе катастрофалан суноврат“ (Стојановић, 2008). Државна регулација наставља се и након другог светског рата. Владе земаља и њихове централне банке настављају са уском сарадњом, где централне банке, поред остваривања вишеструких циљева економске политике имају и обавезу покрића буџетског дефицита. Такође, долази до нацинализације централних банака (Табела 1.1). Овај период обележен је потпуном зависносшћу централне банке од извршне и законодавне власти.

Табела 1.1: Хронологија процеса национализације централних банака у свету

Година	**Централна банка**
1936.	Национална банка Данске
1936.	Резервна банка Новог Зеланда
1938.	Централна банка Канаде
1945.	Централна банка Француске
1946.	Централна банка Енглеске
1948.	Централна банка Холандије
1949.	Централна банка Норвешке
1949.	Резервна банка Индије

Извор: Систематизовао аутор према: Capie, F., Goodhart, C., & Schnadt, N. (2012). *The development of central banking*. Cambridge University Press.

Компликовани међународни политички односи после I светског рата створили су неповерење у постојећи међународни монетарни систем који се заснивао на чистом златном стандарду. Остваривање основног циља међународног монетарног система да „на монетарном плану помогне развој реалних међународних економских кретања“ (Тодоровић, 2008.) било је додатно угрожено хаосом који је изазвала Велика депресија 30-их година XX века. Лондон је до почетка II светског рата представљао светски финансијски центар. Међутим, за време другог светског рата, златне резерве већине земаља слиле су се у Сједињене америчке државе, чиме је амерички долар заменио британску фунту као међународно средство плаћања. Ове две земље поставиле су основ за формирање послератног међународног монетарног поретка када су 14. августа 1941. године потписале тзв. Атлантску повељу[4]. Најважнија монетарна и финансијска питања дефинисана су, у првој етапи Вајтовим[5] и Кејнзовим[6] планом, да би се касније, уважавањем предности и интереса, како америчке, тако и британске стране, постигао компромис у креирању послератног система.

Предлози обе стране заснивали су се на новостеченим позицијама у међународним економским односима. У САД су се слиле велике количине злата из свих делова света, што их је учинило економски најмоћнијом земљом. Велика Британија је, с друге стране, изгубила водећу позицију у међународним економским токовима. Немачким бомбардовањем током Другог светског рата је значајан део привредних капацитета био уништен, док су златне резерве значајно смањене услед финансирања ратних операција и основних потреба становништва током трајања рата (Ацин, Тодоровић и Ацин-Сигулински, 2006). Вајт се залагао за либерализацију спољнотрговинских односа и обнову златног стандарда, с обзиром да је ¾ светског злата било у поседу САД. Вајтов план предвиђао је оснивање Стабилизационог фонда Уједињених нација и Банку за обнову и развој (Rator, & Wolfensohn, 2004). Земље чланице Фонда би добиле одговарајуће квоте сразмерно количини злата које би депоновале у Фонд, те би на бази тога биле у могућности да откупљују валуте других земаља чиме би се одржавала међународна ликвидност. Чврсто везивање за злато није одговарало ниједној другој земљи, осим Сједињеним америчким државама, јер су њихове резерве злата током рата знатно осиромашиле, а постојала је велика потреба за увозом и финансирањем ратом погођених привреда. „Глобално посматрано, проблем међународних монетарних односа би се додатно компликовао, јер би долар био легализован као једино средство међународних плаћања, тражња за том валутом би била енормно висока што би долар чинило врло ретком валутом и што би у коначној инстанци

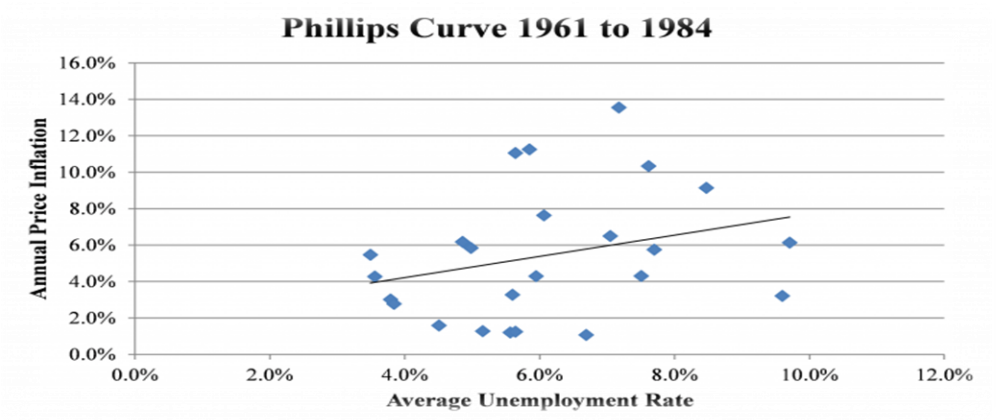
[4] Као увод у у формирање послератног међународног и економског поретка, 14. августа 1941. године на броду у Атлантском океану премијер Велике Британије Винстон Черчил и председник САД Френклин Рузвелт су потписали тзв. Атлантску повељу (Ацин, Тодоровић, 2006).

[5] Harry Dexter White (1892-1948), директор за монетарна изучавања америчког Министарства финансија, (Boughton, 1998).

[6] John Maynard Keynes (1883-1946), енглески економиста и државник (Jahan, Mahmud, & Papageorgiou, 2014).

лимитирало могућности развоја међународне трговине“ (Ацин, Тодоровић, и Ацин-Сигулински, 2006).

У Бретон Вудсу у Сад-у су 1944. договорени принципи послератног међународног монетарног система, када је основан ММФ као његов носилац. Систем фиксних девизних курсева уведен је 1944. године и одржаван је широм света све до почетка 70-тих година под надзором ММФ-а. Систем је био заснован на фиксним паритетима националних валута у односу на долар, а утврђена је била и конвертибилност долара у односу на злато по фиксном паритету како би систем био поуздан. Августа 1971. године САД укидају могућност замене долара за злато што доводи до девалвације долара, а то представља „почетак краја“ овог система. Како би се спречио крах система фиксних девизних курсева, децембра 1971. године постигнут је Смитсонијански споразум, којим су договорени нови паритети и проширене границе осцилација девизних курсева. Међутим, почетком 1973. године долар поново девалвира, а валутама се дозвољава флуктуирање, чиме је срушен Бретонвудски споразум фиксних девизних курсева. Другим амандманом на статут ММФ-а 1976. године легализовано је флуктуирање фиксних девизних курсева, а злато губи монетарну улогу. Овај период, након колапса Бретонвудског система, обележен је и одсуством инверзне везе између инфлације и незапослености. Подаци из САД-а показују да 1970-их година долази до повећања и стопе инфлације и незапослености (Слика 2), што је познато стагфалција.



Слика 1.2: Филипсова крива: САД у периоду од 1961. до 1984. године

Извор: Casey, C, P 2014, There is No Tradeoff Between Inflation and Unemployment, https://mises.org/library/there-no-tradeoff-between-inflation-and-unemployment

Такође, након Велике инфлације (70-их година) и бројних инфлаторних криза у свету посвећује се већа пажња стварању институционалних услова за остваривање независности централних банака. Савремени развој финансијских и банкарских односа у међународним оквирима праћен је глобализацијом финансијског и банкарског тржишта, а самим тим и глобализацијом светске привреде и трговине, као и дерегулацијом у економским и финансијским системима и финансијским и технолошким иновацијама. Основна функција финансијског тржишта у посредовању између финсијски суфицитних и дефицитних трансактора подигнута је на знатно виши ниво, с обзиром да „глобализација означава свесно усмерен и организован процес којим се националне економије суверених

држава непосредно повезују путем међународних или институционалних посредника“ (Ђукић, Бјелица и Ристић, 2003). Понуда и тражња за финснсијским ресурсима и услугама има важан утицај на глобализацију тржишта, због одржавања крупних неравнотежа у текућим платним билансима појединих развијених земаља и највећег броја земаља у развоју. Поред позитивних ефеката, пре свега финансијске глобализације, „глобализација светске економије и финансија као идеологија слободног и интернационалног тржишта радне снаге, роба, услуга, новца, девиза и капитала“ (Ђукић, Бјелица и Ристић, 2003), критикована је због учесталих валутних и финансијских криза. Кризе у Латинској Америци 70-тих и 80-тих година 20. века проузроковане су претераним задуживањем у страној валути посредством недовољно искусних банака које нису примењивале адекватне супервизијске механизме. Сличан сценарио задесио је и Југоисточну Европу 90-тих година прошлог века. „Текила ефекат“, односно криза која је деведесетих година погодила Мексико прошилрила се Латинском Америком, узрок је био либерализација финансисјког система и пораст каматних стопа у овим земљама, истовремено са ниским каматним стопама у САД. Европски монетарни систем се 1992. године, такође сусрео са кризом услед великих разлика у каматним стопама и слободним токовима капитала између земаља чланица. Нови Зеланд је након дуготрајне борбе са високом инфлацијом 1989. године прешао на режим циљања инфлације и тако постао прва централна банка у свету која је прихватила овај монетарни оквир и успешно се изборила са инфлацијом. У том тренутку јавља се и концепт независности централне банке, као концепт који је добио на значају услед промењених регионалних и глобалних фактора. Одржавањем ценовне стабилности централне банке доприносе остваривању осталих циљева монетарне политике, доприносећи тиме остваривању циљева економске политике земље. У том смислу креатори монетарне политике требало би да имају висок степен аутономије дефинисан законом с обзиром да су концентрисани на дугорочно остваривање циљева.

1.1.4. Елементи независности централне банке

Традиционални елементи анализе концепта независне централне банке биће посматрани у контексту њиховог доприноса појединим аспектима реализације пуне независности централне банке. Дакле, институционалну независност посматрамо с аспекта њеног значаја за ефикасно функционисање централне банке. При томе се подразумева да централна банка аутономно утврђује циљеве и инструменте за спровођење монетарне политике, при чему не постоји могућност да нека спољна институција одобрава, поништава или суспендује одлуке централне банке. Функционалну независност посматрамо са аспекта њеног значаја за остваривање и одржавање ценовне стабилности. То значи да ако су дефинисани и други циљеви, стабилност цена треба бити дефинисана као примарни циљ централне банке. Финансијску независност централне банке посматрамо као елемент који значајно доприноси укупној независности, јер централна банка која има позитиван износ капитала није финансијски условљена, што јој омогућава да се одупре евентуалном притиску да релаксира своју политику. У том смислу, независне централне банке су оне које немају обавезу кредитирања владе, односно управљања јавним дугом. Персоналну независност посматрамо као детерминанту статуса и састава највишег органа централне банке, што подразумева процес именовања и разрешења дужности,

дужину трајања мандата и могућност поновног избора гувернера и чланова Савета. Просечно дужи изборни период гувернера и чланова Савета у односу на мандат владе и парламента указују на већу персоналну независност централне банке, што доприноси и остваривању веће укупне независности централне банке. У циљу ефикасног спровођења циљања инфлације, као режима монетарне политике, све већи значај транспарентности и одговорности централне банке захтева од централне банке да извештава и оправда своје одлуке и предузете акције пред владом и јавношћу.

1.1.4.1. Институционална независност као предуслов ефикасног функционисања централне банке

Концепт независне централне банке подразумева неколико аспеката. Неки од аспеката независности дефинисани су законом, док се други тичу стварне независности централне банке. Институционална независност подразумева постојање малог броја обавеза централне банке према законодавној и извршној власти, при чему су те обавезе информативног и консултативног карактера, те непостајања могућности да влада поништи или суспендује одлуке централне банке (Cukierman, 1992; Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Eijffinger & de Haan, 1996; European Central Bank, 2011). Степен независности је институционализован одредбама закона о централној банци, док „стварна независност не зависи само од законског статуса, већ и од различитих формалних и неформалних институционалних аранжмана, попут режима девизног курса, могућности да се банка ефективно ангажује на операцијама на отвореном тржишту, положаја фискалне политике и постојања експлицитних институционалних аранжмана (ван регулативе), што чини стабилност цена препознатљивим циљем централне банке" (Cukierman, 2007, p.9-10).

„Заговорници независне централне банке сматрају да ће макроекономски учинак бити бољи што је централна банка независнија" (Mishkin, 2004, p.354). Овакав став потврђен је чињеницом да је законска независност већине централних банака, како у развијеном делу света, тако и у земљама у развоју расла током деведесетих година. „То је посебно уочљиво услед чињенице да су закони о централној банци током четири деценије које су претходиле 1989. години тек незнатно били мењани" (Cukierman, 2007, p.7). Чињеницу да је концепт независности централне банке добио на значају услед промењених глобалних и регионалних фактора који се тичу глобализације и стабилности цена потврђује и опредељење централне банке Новог Зеланда на успостављање новог монетарног режима 1989. године. Ради се режиму таргетирања инфлације, сада већ прихваћеног у готово читавом свету, а који је условљен независношћу централне банке. „Када се централне банке рангирају почев од најзависније па до најнезависније, види се да је учинак по питању инфлације најбољи у оним земљама у којима су банке најнезависније" (Alesina, & Summers, 1993).

Најсвеобухватнији индекси, као мера независности централне банке, односе се на законом утврђеном нивоу независности и стопи промене гувернера мерено *CWN* индексом (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992). Овом анализом утврђено је да висок ниво институционалне независности представља значајну детерминанту ниске и стабилне инфлације у развијеним земљама, али да је тај ефекат мањи код земаља у развоју. Такође

се указује да постоје сигнификатна одступања фактичке од институционалне независности, као и да је ова дискрепанца израженија код земаља са тржиштима у настајању.

Владе појединих земаља су у неком тренутку склоне да намећу и друге циљеве, поготово у екстремним ситуацијама, као што је био случај са Глобалном економском и финансијском кризом из 2008. године, те да примат дају циљевима који ће дати краткорочне резултате, попут финансијске стабилности, повећања стопе запослености, повећања привредне активности и тако даље. Међутим, централне банке са већим степеном независности су у могућности да се у оваквим ситуацијама одупру тим притисцима и да инсистирају на остваривању и одржавању стабилности цена, јер ће то утицати и на остваривање бољих макроекономских резултата дугорочно

Независност централне банке, као концепт посебно је значајан за земље које су пролазиле (и још увек пролазе) кроз процес транзиције, јер се показало да су земље које су имале независније централне банке, пролазећи кроз процес трансформације од административног управљања до тржишног модела, остариле боље макроекономске резултате. Овај процес је захтевао промену институционалних решења и изградњу новог система прилагођеног принципима на којима почива централно банкарство развијених земаља, што је довело до показивања одређених слабости приликом примене у пракси. „Промена институционалног статуса централних банака земаља у транзицији одвијала се као део целокупне реформе институционалног оквира ових земаља, с једне стране, и као део напора чињених да се испуне Мастрихтски захтеви у овом погледу, са визијом будућег чланства у ЕУ, с друге стране“ (Милосављевић, 2009). Висок ниво институционалне независности централна банка остварује када је у могућности да аутономно утврђује циљеве монетарне политике и инструменте за њихову реализацију. Према члану 130 (члан 108 Мастрхтског споразума) Уговора и Статута Европског система централних банака и Европске централне банке није дозвољено националним централним банкама и члановима органа одлучивања националних централних банака да траже и примају инструкције од институција и органа Уније, владе и органа држава чланица приликом обављања својих задатака у оквиру вођења монетарне политике (European Union, 2012).

Cukierman, Webb и Neyapty (Cukierman, Webb & Neyapty 1992) тврде да је институционална независност есенцијална компонента стварне независности, али је значајна и из других разлога. Прво, указује на степен независности који су законодавци намеравали да поверe централној банци. Друго, готово сви постојећи покушаји системског одређивања независности централне банке искључиво се ослањају на легалне аспекте независности. Такође су мишлења да постоји зачарани круг између инфлације и недовољног степена независности централне банке. Мања независност утиче на већу будућу инфлацију, што заузврат смањује оно што је надокнадила стварна независност, и тако у недоглед. Успех у контролисању инфлације, међутим, чини се да утиче на централну банку да оствари већу независност. Коначно, независност централне банке је један од неколико институционалних уређаја за осигурање стабилности цена.

1.1.4.2. Функционална независност у циљу одржавања ценовне стабилности

Институционално независна централна банка има потпуну аутономију приликом дефинисања својих циљева, при чему је ценовна стабилност одређена као једини, или

примарни циљ уколико постоји сет циљева. То је основни услов да централна банка остварује своју функционалну независност. У оквиру овога, постоји још један аспект, а то је независност инструмената које централна банка детерминише како би остварила циљеве монетарне политике. У остваривању ценовне стабилности као основног циља, а уз констатацију да је однос између инфлације и независности обрнуто пропорционалан, дошло се до закључка да је за остваривање ниже инфлације у развијеним земљама значајније остваривање више стопе институционалне независности. Код земаља у развоју на остваривање и одржавање ценовне стабилности већи утицај има нижа стопа промене гувернера централне банке.

Концепт се реализује тако што се инсистира на самосталности и транспарентности централне банке при утврђивању и спровођењу монетарне политике. Транспарентност централне банке захтева правовремено извештавање јавности о правцима деловања монетарне политике, при чему је она у обавези да објасни и оправда своје одлуке и акције пред Владом и јавношћу (Geraats, 2002; Eijffinger & Geraats, 2006; Mishkin, 2004). Заузврат добија подршку и поверење јавности за самосталним утврђивањем и спровођењем мера монетарне политике како би остварила стабилност цена као свој примерни циљ. У поступку дефинисања циљева монетарне политике, централне банке своје циљеве усклађују са захтевима државе и економском политиком земље. С обзиром да се финансијска и монетарна нестабилност негативно одражавају на реални сектор, потребно је успоставити динамичну равнотежу између реалног и финансијског сектора, уз краткорочна одступања која ће се брзо уравнотежавати симултаним деловањем централне банке и владе. Основни циљ монетарне политике већине централних банака у свету јесте ценовна стабилност, али и подршка влади у остваривању циљева економске политике послујући у складу са начелима тржишне привреде. Са друге стране, допринос централне банке циљевима економске политике остварује се уколико то не угрожава остваривање њеног основног циља. Овако дефинисани циљеви омогућују централној банци да води независну монетарну политику, што се на примеру и развијених и земаља у развоју показало као сигурна мера у остваривању ниске и стабилне стопе инфлације. Сарадња у било ком свом облику, и било како нормативно дефинисана се до сада показала као најбоља пракса.

Европска централна банка настоји да инфлаторне стопе одржава на нивоу од 2% са могућим одступањима од +/-0,5%. Евросистем се, такође залаже за стабилну економску политику праћену пуном запосленошћу и уравнотеженим економским растом. Уговором је јасно утврђена хијерархија циљева, где превасходни значај има стабилност цена, с обзиром да остварење овог циља омогућава монетарној политици да обезбеди повољан економски амбијент и висок ниво запослености. Одржавање ценовне стабилности је предуслов за повећање економске добробити и потенцијал привредног раста и доприноси финансиској сигурности. Адекватан ценовни механизам, у условима стабилних цена омогућава потрошачима да препознају промене у релативним ценама, без недоумица око промене општег нивоа цена, што ће довести до доношења рационалних одлука везаних за потрошњу, као и инвестиционих одлука, а што ће се одразити на ефикаснију алокацију ресурса. Такође, спречавањем произвољне расподеле богатства и прихода избећи ће се негативни ефекти како инфлације, тако и дефлације. Смањење ризика инфлације смањиће реалне каматне стопе и подстаћи инвестирање (European Central Bank, 2021).

Примарна улога монетарне политике у економији је одржавање стабилности цена, јер монетарна политика може да утиче на реалну активност само у краћем року, али на крају може само да утиче на ниво цена у економији. У спровођењу одлука монетарне политике у циљу одржавања стабилности цена треба се узети у обзир широк спектар економских циљева Европске уније. С обзиром да монетарна политика може да утиче на реалну активност у краћем року, ЕЦБ настоји да избегава генерисање прекомерне осцилације производње и запослености.

Функционална независност централне банке према члану 127 (члан 105 Маастрихтског споразума) Уговора и Статута ЕСЦБ и ЕЦБ подразумева дефинисање ценовне стабилности као примарног циља, при чему ће ЕСЦБ подржати генералну економску политику Уније и допринети остваривању њених циљева. Један од разлога тежње централних банака ка остваривању ценовне стабилности јесте смањење трошкова инфлације. „Променљивост инфлације намеће економске трошкове. Већи трошкови инфлације настају када је инфлација променљива и непредвидива, него када је сама инфлација висока, што даље имплицира да ће се инфлација више мењати када је централна банка мање независна “ (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992). Стабилност цена је неопходна, али не и довољна за развој локалног тржишта капитала на коме и влада и предузећа имају могућност позајмљивања под повољнијим условима.

Истраживања које су спровели Cukierman, Webb и Neyapty 1992. године довела су до закључка да није нужно да ће независност која је испод просека резултирати високом инлацијом, али и да услед постојања неповољних шокова постоји већа вероватноћа да ће земље са ниском стопом независности централне банке развити високу, па чак и изнимно високу стопу инфлације. Као пример наводе Аустрију, Бахами, Белгију, Луксембург, Холандију и Панаму које су имале нижу стопу инфлације у 80-им годинама 20. века у односу на оно што се очекивало с обзиром на степен независности њихових централних банака. Ово из разлога што у њиховим монетарним политикама доминира правило политике девизног курса којим се стабилизује национална валута. Јапан и Кореја су такође, имале ниже стопе инфлације него што се очекивало с обзиром на степен независности њихових централних банака, вероватно зато што су њихове владе, којима су њихове централне банке подређене, посвећене ценовној стабилности. Ови примери приказују да висока стопа независности централне банке није нужна за стабилност цена. У неким земљама се саме владе или министарства финансија залажу за то да њихове централне банке остварују већу независност. У земљама које су овако оријентисане, али и у земљама чије су централне банке подређене својим владама или министарству финансија, независност централне банке и изричит мандат остваривања ценовне стабилности представљају важне институционалне мере за обезбеђивање ниске и стабилне стопе инфлације.

1.1.4.3. Финансијска независност или пуна независност централне банке

Финансијска независност централне банке је елемент који у великој мери утиче на укупну независност, јер независна централна банка, с једне стране, нема обавезу кредитирања владе, односно нема обавезу управљања јавним дугом. Са друге стране, централна банка која има позитиван износ капитала није финансијски условљена, што

јој омогућава да се одупре евентуалном притиску да релаксира своју политику. Савремене централне банке настоје да одрже позитиван износ капитала. Разлог томе је што би се у супротном нашле у ситуацији да зависе од инфузије државних средстава што би довело до вршења притиска на банку да релаксира своју политику. Такође, може доћи до експлицитног или имплицитног условљавања централне банке да предузме одређене наметнуте политичке акције. У таквој ситуацији централна банка ће бити озбиљно ограничена од стране извршне и законодавне власти, иако ужива висок ниво институционалне независности. Међутим, уколико постоји адекватан степен правне независности и позитиван ниво капитала, савремена централна банка ће бити у могућности да се одупре таквим притисцима (Cukierman, 2010).

Сматра се да је централна банка независнија, у оквиру финансијске и укупне независности, уколико постоје законски прецизно дефинисана ограничења у кредитирању јавног сектора. Ограничења приликом позајмљивања се карактеришу као строжа уколико су стопе које држава плаћа на позајмљена средства банци ближе тржишним стопама, а доспећа краћа на зајмове које централна банка одобрава јавном сектору. Ограничења су, такође, стриктнија уколико је круг потенцијалних дужника централне банке ужи, као и када постоји мање дискреционо право извршне власти коме и колико ће централна банка позајмити. Осим тога, закони о централним банкама који забрањују централној банци куповину државних хартија од вредности на примарном тржишту су строжи од закона који не садрже такву забрану (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992).

Финансијска снага централних банака различита је у различитим привредним системима. Док Систем федералних резерви у Сједињеним америчким државама остварује профит још од 1915. године, поједине централне банке нису, у одређеним тренуцима, биле у могућности да остваре своју основну функцију снабдевања новцем. У већини случајева узрок оваквог проблема било је одобравање кредита урушеном банкарском систему и отписивање дугова у циљу макроекономске стабилизације. У таквим ситуацијама централне банке се финансијски ослабљују, те су пре „напуштене“ него независне, иако је законом утврђено да треба да буду финансијски подржане од стране државне благајне (Stella & Lonnberg, 2008). У скорије време вођене су расправе о ризику везаном за билансе стања централних банака које су банке преузеле приликом примене квантитавних и квалитативних олакшица. Ради се о нестандардним мерама монетарне политике примењиваним како би се ублажили негативни ефекти глобалне економске и финансијске кризе која је почела у САД-у 2007. године, односно кредитним интервенцијама које за циљ имају повећање биланса банака. Потреба увођења нестандардних мера у кризним условима јавља се јер омогућује повећање расположивости банкарских кредита за финансирање привредне активности и омогућава задуживање по повољнијим каматним стопама са дужим роковима доспећа. Такође, експлицитно се не нарушава неолиберални концепт независне централне банке, што омогућује светским финансијским центрима да и даље захтевају од „земаља периферије“ да теже пуној независности централне банке.

Међутим, постоји и негативна страна примене нестандардних мера, а односи се на експанзију биланса централне банке, као и на повећаној зависности централне банке од законодавне и извршне власти, што се ефектуирало у расту фискалног дефицита и јавног

дуга. Тиме се имплицитно одступа од ортодоксног концепта независне централне банке, али на то се не могу угледати друге земље, јер не поседују потребну преговарачку моћ. Централна банка Енглеске и Систем федералних резерви искусиле су периоде високе независности, али и период високог степена зависности од државних власти, у зависности од фискалне ситуације. Према томе, историја централног банкарства показује да се политички притисак на централну банку повећава у време фискалних проблема (Woodford, 2005).

Централна банка представља непрофитну институцију у смислу да нема за циљ остваривање профита, али, упркос томе, чињеница је да се најчешће ради о функционално профитабилној институцији. Фактор који изазива забринутост у погледу финансија централне банке у новије време јесте пад инфлације и последични пад прихода од инфлационог пореза централне банке (Stella, & Lonnberg, 2008). Наиме, у условима промене инфлационог тренда долази до редистрибуције прихода и расхода на релацији поверилаца и дужника. У условима пада инфлације смањује се камата на пласмане централне банке, што резултира смањењем њеног прихода. Имајући у виду да у стручној јавности постоје опречна мишљења у вези концепта независне централне банке, такође су подељена мишљења и о финансијској снази централне банке, као предуслова остваривања финансијске, а тиме и укупне независности. Сходно томе, поједини аутори истичу да централна банка, с обзиром на њену искључиву моћ емитовања новца, не мора да брине о својој финансијској снази јер ће државна благајна увек стати иза ње својом фискалном снагом. Такође, постоји став да државна благајна увек контролише финансије централне банке без обзира на законске одредбе, или чак праксу.

Другачије виђење концепта финансијске снаге централне банке је да ако би централна банка доспела у позицију да њено финансијско стање утиче на доношење одлука везаних за питања монетарне и финасијске стабилности, држава би требало да буде од помоћи. Финансијска подршка од стране државе требало би да буде значајна са аспекта остваривања циљева централне банке, а не фокусирана на могућност државе да искористи ову ситуацију како би утицала на рад централне банке и тиме угрозила њен кредибилитет и независност (Stella, & Lonnberg, 2008). Законима о централним банкама требало би да буде експлицитно назначена законска одговорност државе за обавезе централне банке, као и у којој мери и у којим приликама је држава одговорна за покривање губитака централне банке. Овим се остварује поверење и не доводи се у питање финансијска снага и независност централне банке приликом утврђивања њене способности да одговори својим обавезама. На тај начин оно што стоји иза обавеза централне банке није толико њен капитал, колико су то, кумулативно посматрано, и капитал и фискални капацитет државе. У многим случајевима изложеност централне банке губицима, пре свега се дешава због њеног ризиковања сопственог капитала како би, у ситуацији једне системске кризе, обезбедила ликвидност финансијским институцијама и њиховим улагачима или повериоцима (Stella, & Lonnberg, 2008).

Финансијска, као и укупна независност централне банке представља осетљив концепт у мери у којој долази до одступања у пракси, за разлику од теоријских поставки, између институционалне и фактичке независности. Такође, ванредне ситуације захтевају ванредне мере. У оваквим ситуацијама јавља се опасност да се донесе закон који се у том

тренутку чини прикладним, али може да ослаби позицију централне банке када се ситуација нормализује. Да би избегле ову опасност, централне банке водећих светских привреда су током актуелне глобалне финансијске и економске кризе приступиле релативизацији постојећих концепата, уместо да мењају законе о свом пословању. Наиме, увођењем неконвенционалних мера, с једне стране, створена је терминолошка збрка, јер се заправо радило о адаптацији већ постојећих мера на дате околности. С друге стране, овим је оправдано нестандардно понашање у односу на традиционални концепт независности. Стога, независност централне банке представља релативан појам који се различито тумачи под различитим околностима. Реакције на скорашњу кризу пример је стварања нестандардних односа између централних банка и влада. Без обзира на настојања да се независност централне банке постави изнад приоритетних циљева владе, чак и у кризном периоду, тешко је поверовати да централна банка неће увек водити рачуна о интересима укупне економске политике земље, уколико то не значи њено одступање од остваривања циља ниске и стабилне инфлације. Подразумева се да такво понашање централне банке неће бити на дуги рок и да неће значити драстично одступање од њеног примарног циља – ниске и предвидљиве стопе инфлације.

1.1.4.4. Персонална независност као детерминанта статуса и састава највишег органа централне банке

Законом дефинисана независност централне банке је само један од критеријума који показује независност централне банке. Фактичка независност централне банке, углавном одступа од институционалне. Ово одступање, у већини случајева односи се на то да је стварна независност мања од легалне. Међутим, постоје и изузеци, као што је Систем федералних резерви у Сједињеним америчким државама где је стварна независност већа од законске, с обзиром да имају ниску стопу легалне независности[7]. Ова одступања различито се класификују и у зависности од тога да ли земља спада у групу развијених или земаља у развоју. Према истраживању које су спровели Cukierman, Webb i Neyapty (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992) закључено је да је за развијене земље легална независност значајнији индикатор у одређивању стварне независности њихових централних банака. Са друге стране, индекс стопе промене гувернера централне банке у односу на законом дефинисану динамику и политичку осетљивост гувернера је уско повезан са стабилношћу цена у земљама у развоју. „У Србији су у периоду од 2000. до 2005. године промењена четири гувернера, иако је читав посматрани период краћи од мандата једног гувернера. Након „Текила“ кризе смењен је гувернер Мексика“ (Фабрис, 2006, стр. 79).

Персоналну независност детерминишу дужина мандата гувернера, процес именовања и услови за разрешење чланова највишег органа централне банке. Просечно дужи мандат гувернера и чланова Савета, као и непоклапање њиховог изборног периода у односу на мандат владе и парламента указују на већу независност централне банке. Наиме, степен независности централне банке одређују се према политичкој осетљивости

[7] Према Dincer & Eichengreen (2013) у 2010. години легална независност Система федералних резерви у Сједињеним америчким државама на основу ЦWH индекса одређена је на 0,17.

гувернера централне банке која је одређена дужином трајања изборног мандата гувернера и стопом промене гувернера. Теоретски нижа стопа промене гувернера указује на независнију централну банку. Ако је гувернеров мандат дужи, он има довољан кредибилитет, уз претпоставку остваривања високе стопе независности централне банке, да имплементира дугорочну политику и да заступа остваривање и одржавање ценовне стабилности. У пракси, међутим, нижа стопа промене гувернера може значити да је гувернер спреман за сарадњу са државним властима, што ће резултирати његовим опстанком на тој позицији. У овој анализи релевантно је и друштвено-политичко уређење земље, као и модел организовања и функционисања централне банке[8].

Принцип персоналне независности централне банке дефинисан је чланом 14.2 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ, према коме у статуту националних централних банака треба бити дефинисан минималан мандат гувернера у трајању од пет година и услови разрешења дужности гувернера који се односе на неиспуњавање прописаних дужности у дужем периоду или је проглашен кривим за озбиљне преступе (European Union, 2012). Услови разрешења дужности гувернера дефинисани су како би се гувернер заштитио од тога да буде под дискрецијом власти која је укључена у његово именовање (влада или парламент). „С обзиром да је у већини земаља изборни циклус најмање 4 године, стопа промене гувернера изнад које независност опада је негде између 0,2 и 0,25 (за просечни мандат од 4 до 5 година)“ (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992). Персонална независност може бити угрожена уколико чланови управног одбора централне банке немају исти степен независности као и гувернер. ЕЦБ је у циљу превазилажења оваквих одступања саветовала законодавце у Француској и Кипру да измене одредбе у националном закону које су омогућиле именовање чланова одбора на рок од мањи од пет година. Као још један пример, наводи се нацрт словачког закона који предвиђа алтернативне разлоге за разрешење чланова одбора који нису гувернер (Smaghi, 2007). Како би се осигурала адекватна персонална независност треба постојати формалан захтев за стручним квалификацијама свих чланова управног органа. Изузетно је важно да особе на овој функцији не смеју обављати послове који би могли довести до сукоба интереса са задацима везаним за обављање активности за које су надлежни у спровођењу монетарне политике. Ово се посебно односи на политичко ангажовање чланова управног одбора.

У развијеним земљама законска независност представља битну компоненту инфлације, док је у земљама у развоју снажније изражена веза између инфлације и стопе промене гувернера. У развијеним земљама је стопа промене гувернера ниска, те није у тој мери значајна за оцену независности и утицаја независности на инфлацију као законска независност. Према закључцима студије које су спровели Cukierman, Webb i Neyapti

[8]Поред организације централне банке карактеристичне за земље удружене у монетарну унију (ЕЦБ), „преовлађујући модел организовања је јединствена централна банка, модел који постоји у национално хомогеним државама и модел сложеног система централних банака карактеристичан за државе федералног и конфедералног устројства (ФЕД)“ (Крстић, 2003).

у већини земаља је стварна просечна дужина мандата гувернера, заједно са реименовањем, краћа од законски дефинисане, што доприноси мањој независности и већој инфлацији. Ово из разлога што су „дух закона и његова примена у пракси генерално значајнији од слова закона“ (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992). Ова констатација не негира чињеницу да законом дефинисана независност утиче на остваривање стварне независности и њен позитиван утицај на ценовну стабилност и у већини земаља у развоју. Закључак је да је правна независност системски и инверзно повезана са инфлацијом у развијеним, али не и у земљама у развоју. У земљама у развоју стопа промене гувернера је бољи показатељ независности централне банке. Одступање фактичке од институционалне независности је виша у земљама у развоју него у развијеним земљама. Ово може значити да се у развијеним земљама више поштују закони (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992).

1.1.4.5. Одговорност и транспарентност централне банке

Транспарентност централне банке подразумева пружање релавантних информација јавности и тржиштима о стратегији, проценама, одлукама и предузетим акцијама у остваривању циљева монетарне и финансиске стабилности, на отворен, јасан и благовремен начин. Све централне банке у свету које су прихватиле и спроводе циљање инфлације као свој оквир монетарне политике залажу се и за повећање транспарентности. Европска централна банка транспарентност тумачи као средство помоћу кога ће јавност боље разумети монетарну политику коју она води, што ће је учинити ефикаснијом и повећати њен кредибилитет. У циљу повећања кредибилитета неопходно је да централна банка прецизно дефинише свој мандат и да буде отворена у вези начина на који обавља задатке, као и о оцени економске ситуације. Отвореност централне банке према јавности, такође утиче на креаторе монетарне политике да на најбољи могући начин приступе акцијама за обављење задатака у оквиру својих овлашћења. ЕЦБ јавно објављује стратегију монетарне политике и саопштава своју редовну процену економског развоја. Ово помаже тржиштима да разумеју акције монетарне политике ЕЦБ и њен утицај на економске токове, што чини политичке потезе предвидљивијим за тржишта у средњорочном периоду. Стога тржишна очекивања могу бити формирана ефикасније и прецизније (ECB, n.d.).

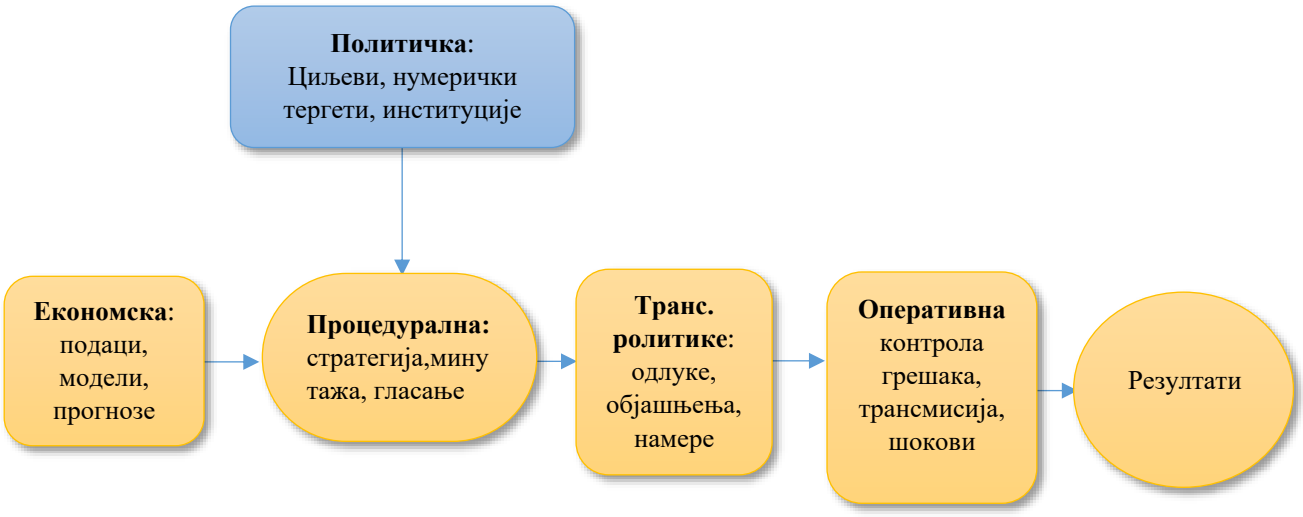
Транспарентност је значајна, не само из разлога повећања одговорности креатора монетарне политике, већ и што утиче на повећање ефективности монетарне политике усклађивањем очекивања јавности с циљевима централне банке. Централне банке у свету драстично су повећале своје напоре у остваривању транспарентности унапређењем комуникације с јавношћу о својим политичким одлукама и економским прогнозама. “Отвореност је обавеза централне банке у слободном и демократском друштву” (FRBSF, 2006). У финансијском свету се често расправља о монетарној политици, имајући у виду да све макроекономске варијабле, попут инфлације, економског раста, девизног курса, зависе од кретања монетарне политике.

Крај XX века у монетарној политици Сједињених америчких држава обележен је потпуном одсутношћу комуникације Система федералних резерви са јавношћу, и то не само када су у питању будуће, већ и актуелне акције које је ова институција предузимала. Наиме, многе светске централне банке биле су основане као приватне, профитабилне

институције, при чему нису имале обавезу да буду одговорне према јавности, одлуке су се доносиле иза затворених врата (Grossman,2014). Федерални комитет за отворено тржиште (FOMC- Federal Open Market Committee), као орган за доношење монетарне политике ФЕД-а, основан је 1935. године и наредних тридесет година објављивани су кратки извештаји о предузетим акцијама монетарне политике у годишњем извештају. Тек средином 90-их година 20. века долази до убрзавања процеса повећања транспарентности ФЕД-а. FOMC почиње са јавним објављивањем циља за стопу Федералних фондова (Federal Funds rate), као основног инструмента монетарне политике Фед-а и образлаже разлоге за избор датог правца кретања политике. Од 2007. године Фед почиње да објављује нумеричке прогносе, а од 2011. године одржавају се редовне прес конференције на којима председавајући ФЕД-а објашњава најновије политичке акције (Grossman, 2014).

Повећање транспарентности у раду централне банке, према појединим ауторима који се баве овом тематиком (Dincer & Eichengreen, 2007) представља најекстремнију промену у понашању монетарне полтике од половине деведесетих година XX века до данас. Поред тога што су се у прошлости оснивале као приватне институције, централне банке су служиле да обезбеде кредите влади. Имале су привилегован однос са својим владама, често и са самим председником државе, те су информације о пословању централне банке третиране као поверљиве, сходно односу банке и њеног клијента. Имајући у виду ове околности, разумљива је била њихова позиција затворене институције у односу на јавност. Централне банке имају директан утицај на краткорочне каматне стопе. Како би остварила већу ефикасност у спровођењу монетарне политике требало би да утичу и на кретање каматних стопа са дужим роковима тако што ће сигнализирати о евентуалним променама политике у будућности и учврстити инфлациона очекивања. Ефикасност монетарне политике, односно могућност утицаја централне банке на цене и инфлациона очекивања, посебно је значајно у кризним периодима, имајући у виду да је преко најаве могуће да се варијабле које одступају врате у циљане оквире. Прелиминарна анализа коју су спровели Dincer i Eichengreen, 2007. године (Dincer & Eichengreen, 2007) о ефектима транспарентности сугерише широко повољан, иако релативно слаб утицај на инфлацију и варијабилност производње. У вези недоумице да ли ће се тренд танспарентности централне банке показати дуготрајним, или само као пролазна фаза, ови аутори сматрају да је тренд транспарентности ту да остане, ако институционални аранжмани доносе повољне резултате обезбеђују јавну подршку. У даљој анализи Dincer i Eichengreen, 2014. године (Dincer & Eichengreen, 2014) сматрају да је транспарентност политике централних банака начин да се управља очекивањима, што може значајно допринети ефикасности политике, генерално, али посебно под екстремним условима, те да је варијабилност инфлације значајно под утицајем и транспарентности и независности централне банке.

У стручној теорији усвојено је пет различитих аспеката процеса транспарентности који се односе на различите делове процеса стварања политике: политичка, економска, процедурална транспарентност, транспарентност политике и оперативна транспарентност. Ових пет аспеката дефинисала је Petra Geraats (Geraats, 2002, p. 552-565) и поставила као мерило за анализу транспарентности централних банака, те су прихваћени за рачунање индекса транспарентности монетарне политике (Crowe & Meade, 2008,p. 8-12).



Слика 1.3: Концептуални оквир аспеката транспарентности

Извор: Уредио аутор према: Geraats, P. M. (2014). *Monetary policy transparency* (CESifo Working Paper No. 4611). CESifo.

Политичка транспарентност подразумева однос између извршне власти и централне банке и указује на отвореност према јавности у вези са циљевима, као и да ли постоји хијерархија циљева; да ли постоји таргет, односно одређена квантификација примарног циља или циљева (уколико их је више), као и да ли постоје одређени институционални аранжмани између монетарних и извршних власти.

Економска транспарентност односи се на јавно објављивање економских података значајних за вођење монетарне политике (новчана понуда, стопа инфлације, раст БДП-а, стопа незапослености и искоришћеност капацитета); доступност информација јавности у вези макроекономских модела за анализу политике и макроекономске прогнозе.

Процедурална транспарентност односи се на интерну одлуку централне банке, посебно да ли централна банка објављује информације о начину доношења одлука; да ли је одређена монеатрна стратегија; да ли се јавности презентују извештаји о политици која је узета у разматрање, и у ком року; да ли постоје записи о гласању у вези основног циља и инструмента за његово остваривање.

Транспарентност политике односи се на објављивање информација о политичким одлукама без одлагања; да ли је јавност одмах обавештена о прилагођавању примарном оперативном инструмент или циљу; да ли централна банка пружа објашњења везана за своје политичке одлуке; да ли је јавност одмах обавештена о одлукама о правцу кретања политике и будућим политичким акцијама.

Оперативна транспарентност се односи на спровођење одлука о монетарној политици у пракси; процене о томе да ли је и у којој мери остварен циљ политике; да ли су јавности доступне информације о евентуалним макроекономским поремећајима који

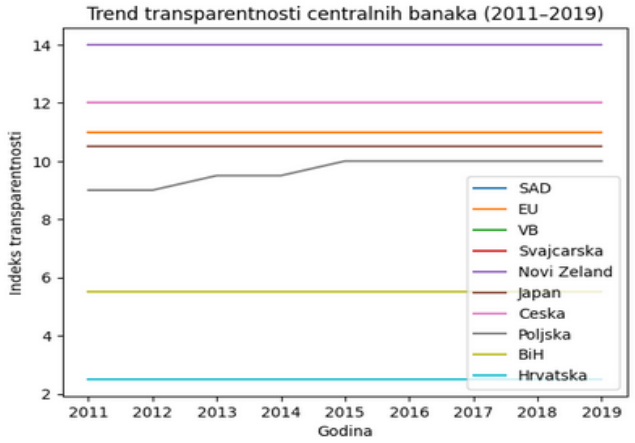
утичу на процес остваривања циљева монетарне политике; да ли је јавност обавештена о процени остварених резултата (Geraats, 2002; Eijffinger & Geraats, 2006)

У наредној табели дат је преглед индекса транспарентности (у опсегу од 0 до 15) изабраних централних банака, на основу ауторске обраде података преузетих из рада Dincer, Eichengreen и Geraats (2022), који обухвата период до 2019. године.

Табела1.2: Индекси транспарентности изабраних земаља у периоду од 2011. до 2019. године

Индекс / година	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*
САД	11	11	11	11	11	11	11	11	11
ЕУ (ЕЦБ)	11	11	11	11	11	11	11	11	11
ВБ	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Швајцарска	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Нови Зеланд	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Јапан	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Чешка	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Пољска	9	9	9,5	9,5	10	10	10	10	10
БиХ	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Хрватска	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5

Извор: Систематизовао аутор према подацима: Dincer, N. N., Eichengreen, B., & Geraats, P. M. (2022). *Trends in monetary policy transparency: Further updates*. International Journal of Central Banking, 18(1), 331–348 и Eichengreen, B. (data repository). *Dincer–Eichengreen–Geraats Central Bank Transparency Dataset (1998–2019)*.



Слика 1.4: Тренд транспарентности централних банака изабраних земаља (2011 – 2019)

Извор: Систематизовао аутор према подацима: Dincer, N. N., Eichengreen, B., & Geraats, P. M. (2022). *Trends in monetary policy transparency: Further updates*. International Journal of Central Banking, 18(1), 331–348 и Eichengreen, B. (data repository). *Dincer–Eichengreen–Geraats Central Bank Transparency Dataset (1998–2019)*.

Према подацима из Табеле и Слике, у периоду од 2011. до 2019. године уочава се стабилизација нивоа транспарентности код већине посматраних централних банака. За разлику од претходног периода, када је био присутан изражен раст транспарентности, у овом периоду долази до задржавања већ достигнутих високих вредности индекса, нарочито код централних банака развијених земаља, као што су Федералне резерве САД, Европска централна банка и Банка Енглеске. Ово указује да су ове институције достигле висок степен транспарентности, након чега даљи напредак постаје постепен и ограничен. Истовремено, код централних банака као што су Швајцарска народна банка и Банка Јапана уочава се стабилан ниво транспарентности без значајнијих осцилација, што указује на конзистентност у вођењу монетарне политике и комуникацији са јавношћу. Централна банка Новог Зеланда и у овом периоду задржава највиши ниво транспарентности, што потврђује њену позицију лидера у примени транспарентне монетарне политике. У групи земаља у развоју, Чешка одржава висок ниво транспарентности, упоредив са развијеним земљама, што указује на успешан процес институционалног приближавања. Пољска бележи умерен раст транспарентности у првим годинама посматраног периода, након чега долази до стабилизације. Са друге стране, Босна и Херцеговина и Хрватска задржавају релативно низак и непромењен ниво транспарентности, што може указивати на ограничене институционалне капацитете и мање развијене механизме комуникације централних банака. Укупно посматрано, резултати за период 2011–2019. године указују на успоравање динамике раста транспарентности и њену стабилизацију на достигнутом нивоу, што потврђује да је транспарентност постала стандард савремене монетарне политике, али да даљи напредак зависи од специфичних институционалних и економских услова у појединачним земљама (Dincer, Eichengreen, & Geraats, 2022).

Табела 1.3: Међугодишње просечне стопе инфлације (изражене у %) изабраних земаља у периоду од 2011. до 2019. године

Земља	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*
САД	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8
ЕУ (Еврозона)	2,7	2,5	1,3	0,4	0	0,2	1,5	1,8	1,2
Енглеска	4,5	2,8	2,6	1,5	0	0,7	2,7	2,5	1,8
Швајцарска	0,2	-0,7	-0,2	0	-1,1	-0,4	0,5	0,9	0,4
Нови Зеланд	4	1	1,1	1,6	0,3	0,6	1,9	1,6	1,6
Јапан	-0,3	0	0,4	2,7	0,8	-0,1	0,5	1	0,5
Чешка	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8
Пољска	4,3	3,7	0,9	0	-0,9	-0,6	2	1,6	2,3
БиХ	3,7	2	-0,1	-0,9	-1	-1,1	1,2	1,4	0,6
Хрватска	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8

Извор: Ауторска обрада на основу података World Bank, IMF и Eurostat.

Посматрањем односа између транспарентности централних банака и кретања инфлације у периоду од 2011. до 2019. године може се уочити да већи степен транспарентности доприноси стабилности инфлаторних кретања, иако ова веза није искључиво линеарна

(Geraats, 2002; Eijffinger & Geraats, 2006). Централне банке са високим нивоом транспарентности, као што су централна банка Новог Зеланда и Чешка народна банка, бележе релативно стабилне и умерене стопе инфлације, без изражених осцилација, што указује на висок степен кредибилитета монетарне политике и успешно усидравање инфлационих очекивања (Mishkin, 2004).

У случају Новог Зеланда, који континуирано остварује највиши ниво транспарентности, инфлација се током посматраног периода креће у оквирима циљаног распона, уз релативно мале варијације. Ово потврђује да транспарентност, кроз јасну комуникацију циљева и инструмената монетарне политике, доприноси предвидивости економског окружења и смањењу неизвесности (Geraats, 2002). Сличан образац уочава се и код Чешке, где је раст транспарентности праћен стабилизацијом инфлаторних кретања и приближавањем нивоа инфлације вредностима карактеристичним за развијене економије (Dincer, Eichengreen, & Geraats, 2022).

Са друге стране, земље са нижим нивоом транспарентности, као што су Босна и Херцеговина и Хрватска, показују нешто већу варијабилност инфлације, укључујући и појаву дефлационих кретања у појединим годинама. Ово указује да нижи степен транспарентности може бити повезан са већом неизвесношћу у погледу будућих кретања монетарне политике и инфлације (Eijffinger & Geraats, 2006).

Ипак, важно је нагласити да транспарентност сама по себи није довољан услов за постизање ценовне стабилности, већ делује у комбинацији са другим факторима, као што су институционални оквир, независност централне банке и избор режима монетарне политике (Dincer, Eichengreen, & Geraats, 2022). У том смислу, транспарентност се може посматрати као важан елемент кредибилитета монетарне политике, који доприноси ефикаснијем преносу монетарних импулса и стабилизацији инфлационих очекивања (Mishkin, 2004).

Ако изузмемо крај деведесетих година XX века и почетак 2000-их година за земље у развоју када су њихове стопе инфлације биле изнад стопа инфлација развијених земаља просечне стопе инфлације биле су негде око 2%, што представља таргет за инфлацију централних банака развијених земаља. Високе стопе инфлације у поменутом периоду код земаља у развоју резултат су транзиције из социјалистичких привреда у уређену тржишно оријентисану финансијску структуру. Имајући у виду да је глобална финансијска криза почела нешто пре самог почетка 2008. године, њен утицај огледа се и преко повећаних стопа нфлације у 2008. години у свим земљама. Земља која се посебно издваја је Јапан са веома ниском, негативном стопом инфлације. Иначе, Централна банка Јапана (Bank of Japan) је 2001. године, након смањивања каматне стопе, била принуђена да имплементира неконвенционалне мере централне банке како би одговорила на дефлаторне притиске и евентуалну опасност од глобалне рецесије и примењивала их је до 2006. године. Друга нестандардна појава је релативно ниска стопа инфлације у Хрватској и релативно низак ниво транспарентности у овој земљи (табела 1, слика 2), имајући у виду истраживања која показују да већа транспарентност утиче на остваривање ниже стопе инфлације.

Теоријска истраживања указују на смањење несигурности у приватном сектору и повећање одговорности креатора монетарне политике према извршавању донетих одлука као кључне предности транспарентности. Уместо да јавност губи време покушавајући да открије шта планира централна банка, централна банка једноставно обавести јавност о својим одлукама, што монетарну политику чини сигурнијом, и тиме ефикаснијом (Crowe & Meade, 2008). Већа транспарентност смањује ризик и неизвесност по питању већих тржишних флуктуација које се, углавном заснивају на нетачним очекивањима јавности које ће мере централна банка предузети. Транспарентност чини монетарну политику централне банке кредибилнијом и истовремено врши притисак на централну банку да се придржава своје политике. Оно што је веома значајно то је да када ванредне околности захтевају предузимање ванредних мера, као што је учињено након појаве глобалне финансијске кризе, централна банка предузима ове мере трудећи се да то уради са минималним поремећајима на финансијским тржиштима (Crowe & Meade, 2008).

Поверење јавности у мере и акције централне банке којима ће остварити и очувати ниску и стабилну стопу инфлације и тиме обезбедити поверење у националну валуту, носи велику одговорност. „Конзистентна комуникација и политика граде поверење и обезбеђују подршку мерама чији резултати постају наша свакодневна стварност“ (Дрвенџија, 2014, стр.50). До недавно је комуникација централне банке била једносмерна. „Први председник ЕЦБ, Вим Дузенберг, врло мирно је на конференцији за штампу прокоментарисао: "Чујем ја вас, али вас не слушам" ("I hear, but I do not listen.") (Дрвенџија, 2014, стр.52). Централне банке обраћале су се искључиво циљним групама које су укључивале финансијска тржишта, специјализоване медије финансијске сфере и уским академским круговима. Данас су централне банке потпуно транспарентне, што омогућује успостављање двосмерне комуникације, у смислу да се о свим донетим одлукама и спроведеним акцијама централне банке могу вршити јавне расправе са циљем да креатори монетарне политике чују и „глас народа“. Међутим, за разлику од централних банака, аналитичари и критичари не преузимају одговорност за своје ставове у вези са тим како би централна банка требало да делује. Доношење одлука о мерама, њихова имплементација, а посебно очекивани ефекти предузетих мера захтевају време, док тржишта очекују од централних банака да моментално одговоре на шокове и кризу. „Уколико се успоставе очекивања која се потом не испуне, уколико политичке мере или потези централне банке не изађу у сусрет ставовима изграђеним у јавности и међу учесницима на тржишту, последице јаза могу бити озбиљне: може доћи до трзавица, контракције или чак нефункционалности тржишта“ (Дрвенџија, 2014, стр.54). Централне банке и владе су у оваквим ситуацијама понекад приморане да приступају ванредним мерама које, дугорочно гледано, неће довести до позитивних резултата, јер се неизвесност тиме не анулира, с обзиром да краткорочне мере централне банке не могу променити структурне карактеристике тржишта, ни економије у целини. Закључак је да је и за грађане и власт, као и за централну банку од кључног значаја да чак и у екстремним околностима суштински буду независне у свом раду.

Транспарентност централне банке захтева правовремено извештавање јавности о правцима деловања монетарне политике, при чему је она у обавези да објасни и оправда своје одлуке и акције пред Владом и јавношћу. Заузврат добија подршку и поверење јавности за самостално утврђивање и спровођење мера монетарне политике како би

остварила стабилност цена као свој примарни циљ. У овом процесу повећава се и њена одговорност. „Народна банка Србије као институција свих грађана, одговорна грађанима Србије, својим стручним и транспаретним радом доприноси развоју поверења и кредибилног дијалога са свим заинтересованим странама остварујући своје законом дефинисане циљеве“ (Табаковић, 2015) . Већа независност централне банке захтева већу одговорност, с обзиром на утицај који монетарна политика има на целокупну економију. Формални облик одговорности централне банке постоји према јавности и влади.

Концепт одговорности централне банке подразумева обавезу креатора политике да пруже потпуне информације и објасне предузете акције у циљу остваривања дефинисаних циљева. Одговорност треба да се посматра и са аспекта парламентарне одговорности, али и да подразумева преглед аката и одлука централне банке како би се осигурала њихова законитост. „Поред институционалне одговорности (законодавна, судска и извршна власт), постоје и друге врсте одговорности, обелодањивање информација, контрола резултата политике и подршка јавног мњења“ (Lefort, 2009, p.12). Да би централна банка била одговорна мора имати јасно одређен институционални оквир монетарне политике, и с тим у вези јасно дефинисан циљ монетарне политике. Такође, треба да постоји висок ниво транспарентности како би јавност и влада конкретне земље могли да прате остваривање (или неостваривање) задатака. Одговорност централне банке, углавном је законски детерминисана, било уставом, посебним законом или статутом централне банке, што је од великог значаја за утврђивање степена независности и аутономности централне банке. Подједнако значајна је, међутим, и пракса централних банака да се понашају као одговорне институције према властима и широј јавности. Централна банка независна је од политичких притисака,а одговорна је најширој јавности. „У најширој јавности баш језик централних банака жигосан је као шифра која затвара врата неупућенима, као језик који пређуткује. Зато је важно да будемо што јаснији, да недовољно стручна јавност која је увек бучнија, не тумачи погрешно, а често и злонамерно, неопходне компромисе циљева у економији“ (Табаковић, Ивковић, 2018, стр. 468- 469).

1.2.Концепти независности централне банке

1.2.1. Ортодоксни концепт независности централне банке

Вођење монетарне политике централних банака у прошлости значајно се разликовало у односу на данашње трендове који промовишу централну банку као независну, одговорну и транспарентну врховну монетарну институцију. Нова парадигма у вођењу монетарне политике акценат ставља на независност, одговорност и отворену комуникацију централне банке са владом и јавношћу чиме се остварује неопходан кредибилитет. Отвореном комуникацијом централно банкарство прекинуло је традицију тајности којом су креатори монетарне политике у прошлости доносили и спроводили одлуке. Транспарентност централне банке подразумева јасноћу и ефикасност у преношењу информација, како би заинтересоване стране на прави начин протумачиле и ефикасно искористиле информације које су релевантне. Што значи да је транспарентност ефикасна уколико представља средство да се утиче на учеснике на тржишту. Централна банка

треба да има јасан мандат, уколико је то остваривање и држављање стабилности цена, постоји јасно детерминисан нумерички таргет. Транспарентношћу централна банка омогућава јавности да има увид у одлуке и акције централне банке и да ли се монетарна политика спроводи у складу са мандатом, односно да ли је конкретна централна банка одговорна према влади и јавности. Такође, висок степен независности централне банке гарантује да посвећеност креатора монетарне политике остваривању дугорочних циљева. Чак и у ситуацијама када су политичари заинтересовани за остваривање краткорочних циљева, централна банка, уколико је независна институцијама, може им се одупрети. Уколико јавност располаже овим информацијама, а располаже уколико централна банка транспарентно спроводи монетарну политику, централна банка је подржана од стране јавности. Овде се примећује одређени образац који показује да су релативно нове тенденције у централном банкарству (од 90-их година 20. века), независност, одговорност и транспарентност узајамно повезане, односно да не могу функционисати уколико је нека од наведених норми искључена.

Централна банка чије се пословање заснива на поменутим нормама има одређени кредибилитет. Крај 20. века у монетарној теорији и пракси обележен је прихватањем монетарног оквира инфлационог циљања, упоредо са повећањем независности централне банке, те ниска и стабилна инфлација представља још један сегмент који се не може искључити у оваквом поретку. Репутација централних банака које су дуги низ година остваривале ниску и стабилну стопу инфлације, као што су Швајцарска национална банка и централна банка Немачке (Бундесбанка), пре формирања ЕЦБ, имају висок кредибилитет. Са друге стране, централне банке земаља у развоју, и иначе земаља које су пролазиле кроз транзициони процес, имале су дугу историју високе инфлације и, како институционалне, тако и фактичке зависности од својих законодавних и извршних влатсти. Имајући у виду да законски статус централне банке представља гарант успеха њене политике, и развијене и земље у развоју већ више од 20 година мењају и прилагођавају легалне норме са циљем остваривања веће стопе независности.

Ортодоксни или традиционални концепт независности централне банке подразумева апсолутну самосталност централне банке у доношењу и спровођењу одлука монетарне политике без икаквог уплитања власти. Овај концепт подразумева четири елемента независности: институционални, функционални, персонални и финансијски који подразумевају свако одсуство мешања било којих индивидуа или институција. Висок ниво институционалне независности централна банка остварује када је у могућности да аутономно утврђује циљеве монетарне политике и инструменте за њихову реализацију. Функционална независност односи се на утврђивање циљева монетарне политике, где већи степен независности имају централне банке које су дефинисале ценовну стабилност као једини, или примарни циљ, уколико је дефинисан и сет осталих циљева конкретне централне банке. Персонална независност централне банке подразумева дефинисање мандата гувернера и чланова највишег органа банке, где већу независност имају централне банке чији гувернер и чланови највишег органа имају дужи мандат (минимално 5 година) и чији се мандати не поклапају са политичким мандатима изабране власти. Такође се предвиђају и услови за разрешавање дужности гувернера и чланова највишег органа конкретне централне банке, како би се смањио утицај државе на имановање и

разрешења дужности гувернера и чланова тела одлучивања. Пуна финансијска независност централне банке остварује се уколико је законом о централној банци изричито прописана забрана директног кредитирања владе. Делимична финансијска независност у неким централним банкама, попут Централне банке Јапана, постоји дефинисањем строжих услова под којима је држави, ипак, омогућен приступ кредитима централне банке. „Сматра се да независност централне банке повећава уверење јавности у њену способност да води неинфлаторну монетарну политику, односно, да оствари и одржи дугорочну стабилност цена, уз минимално смањивање обима производње, тј. запослености у односу на циљне вредности. То доприноси већем кредибилитету монетарне политике, односно читавог антиинфлационог програма“ (Живковић, Кожатинац, 2008, стр. 570).

Идеја потпуне аутономије централне банке над монетарном политиком у почетку је наишла на бројне критике. Критике су се односиле на евентуалне проблеме уколико се управљање монетарном политиком препусти независној институцији. Занимљиво је да се ради о одговорности централне банке и стопи инфлације. Наиме, критичари су упозоравали да уколико се централној банци омогући већа независност у раду да ће се смањити њена друштвена одговорност. Наглашавали су да ценовна стабилност није једини макроекономски циљ, односно да није једини значајан друштвени циљ. Монетарна политика може утицати на реалну економију, макар и краткорочно, уколико не може дугорочно да утиче на варијабле реалне економије. У Великој Британији инфлациони таргет одређује Влада, а независност инструмената монетарне политике је Централној банци Енглеске омогућено тек 1998. године, управо због постојања бојазни да ће се већа независност централне банке негативно одразити на напоре да се постигне и одржи ниска и стабилна ифлација (BoE, 2018). Међутим, централна банка Новог Зеланда, која је била пионир у примени режима циљања инфлације, као и немачка Бундесбанка и Централна банка Јапана, поставиле су добар пример позитивног утицаја независности централне банке на инфлационе токове. Треба напоменути да режим циљања инфлације не искључује остале циљеве, ни монетарне, ни циљеве укупне економске политике. Наиме, већина централних банака су законом о централној банци дефинисале, поред ниске и стабилне инфлације и остваривање циљева финансијске стабилости иподршку влади у остваривању циљева економске политике, у мери у којој није угрожена ценовна стабилност. „Краткорочни циљеви у економији могу да се остваре на много начина. Али једино ће независна институција бирати оне начине који не угрожавају дугорочне циљеве, одрживи раст и макроекономску стабилност“(Мараш, 2018).

1.2.2. Перформансе доктринарног концепта независности централне банке

Ортодоксни концепт је динамичан концепт, који се мења и усавршава зависно од конкретних услова. За разлику од ортодоксног, односно традиционалног концепта, актуелни концепт независности централне банке који је повезан са убрзаним процесом финансијске глобализације, чију теоријску основу представља неокласична доктрина, а практичну операционализацију „Вашингтоноски консензус“, је доктринаран, формално статичан концепт, који представља вредност за себе, аксиому коју не треба доказивати. С обзиром да овај концепт не даје очекиване резултате, он се у пракси релативизира

зависно од светске улоге неке земље, или од проблема са којима се нека земља сукобљава. Али, ако нема формалне промене у концепту, он се неформално мења. „Централне банке земаља у развоју су све независније (експлицитно) од својих парламената и влада, а све зависније (имплицитно) од међународних финансијских институција. Супротно од тога, развијене привреде, захваљујући својој економској, финансијској и политичкој моћи, с једне стране, и сукобљене са повременим финансијским и економским кризама, с друге стране, еластично тумаче основе независности, уводећи тзв. финансијске иновације“ (Milošević, Jemović, 2017, p. 466).

„Велика депресија“, велика економска и финансијска криза, тридесетих година XX века превазиђена је поспешивањем повећања агрегатне тражње које је остварено применом експанзивних мера у монетарној и фискалној политици. Овај нови приступ у тадашњим условима утемељио је Џон Мејнард Кејнз, који се залагао и за активну улогу државе у економској сфери. Кејнзијанска теорија била је функционална, и стога, прихватљива, све до седамдесетих година XX века, када долази до новог феномена, стагфлације. Суочавање привреде са великим цикличним флуктуацијама представљало је проблем који није могао да се превазиђе применом мера кејнзијанске економије. „Када настане раскорак између реалности и владајуће теоријске парадигме, неопходна је и оправдана промена владајуће теорије, тако што се теорија прилагођава новим околностима. Дакле, сама економска теорија доживљава кризу као последицу економске кризе у привреди…“(Марјановић, 2010, стр. 6). Како кејнзијанска политика није била адекватна за решавање новонасталих проблема стагфлације у већини земаља у свету, на сцену ступа монетаризам, како нова економска парадигма.

Кејнзијанска теорија заступа тезу о *дискреционој монетарној политици,* где креатори монетарне политике предузимају одговарајуће мере сходно фазама цикличног кретања привреде. Експанзивна монетарна политика, кроз бржи пораст новчане масе, спроводи се у условима рецесије и кризе. У условима високих цена примењује се рестриктивна монетрана политика, када се повећањем референтне каматне стопе утиче на смањење новчане масе и његове тражње. Монетаристи сматрају да кејнзијански модел трансмисионог механизма представља само један од могућих модела којима се делује на промену количине новца и реална привредна кретања путем промена каматних стопа, и да се треба пратити шири спектар каматних стопа (Mishkin, 2019; Friedman, 1968). Трансмисиони механизам монетарне политике у монетаристичкој теорији предпоставља успостављање економске равнотеже деловањем слободних тржишних законитости, где се подразумева усклађеност између дугорочне стопе економског и монетарног раста. С тим у вези, сматра се да постоји уска повезаност између промене новчане масе и промене реалних економских кретања. Овај механизам делује тако што повећање количине новца у оптицају води повећању агрегатне тражње и цена. Повећање цена утиче на промену односа потрошње и инвестиција, што утиче на промену, тачније на смањење националног дохотка. Супротно ставовима кејнзијанске теорије о примени монетарне политике са ужим временским простором деловања, монетаристи заступају *политику константне стопе монетарног раста*, сматрајући да константна стопа монетарног раста прати стопу реалног раста утичући на стварање стабилности привредних токова. Користећи само позитивне стране оба модела „прихвата се концепција дугорочне програмиране стопе

монетарног раста, али уз употребу краткорочних интервенција ради отклањања диспропорција у развоју“ (Ђуровић Тодоровић, 2010, стр. 170).

Монетаристичка теорија означила је повратак неолибералне парадигме која се заснива на неокласичној економској теорији која функционоше на постулатима слободног тржишта без државне интервенције и регулације у економским токовима. Неокласична економска теорија подразумева постојање одређеног аутоматизма у коме је тржиште савршено и самодовољно. Постојање тзв. „продужене руке тржишта“ (према Смиту) омогућује да сваки поремећај неравнотеже на тржишту буде привремен. Ову тезу оспорио је Кејнз тако што је инсистирао на активној улози државе током Велике депресије 30 – их година XX века и применом експанзивних мера и монетарне и фискалне политике стимулише агрегатну тражњу и смањење стопе незапослености. Ове мере омогућиле су угроженим привредама у свету да изађу из кризе. Две битне последице произишле су након Велике депресије чиме је завршен и период преовлађивања неокласичне доктрине у економској теорији и пракси. „Прва последица коју је иницирала управо криза, јесте интелектуални напредак у оквиру макроекономије и појава новог, кејнзијанског концепта, који је означио настанак модерне макроекономије. Друга последица се односи на промену улоге државе и промену улоге коју има економска политика државе“ (Марјановић, 2010, стр. 8). Међутим, својеврсан вид ове теорије ступа на сцену моного година касније у виду неолибералне парадигме.

„Интензивна примена неолиберализма отпочела је након 1989. године, када је John Williamson[9] донео пакет неолибералних економских предлога под називом “Вашингтонски консензус”, у чијој су основи принципи стабилизције, приватизације и либерализације” (Krstić, Jemović, 2015, p. 2). Принципи Вашингонског консензуса формулисани су од стране развијених земаља и уз подршку међународних финансијских институција: Светске банке (СБ), Међународног монетарног фонда (ММФ) и Светске трговинске организације (СТО). Пакет неолибералних економских предлога подразумева „буџетске дисциплине, усмеравање буџетске потрошње привредним гранама према широкој бази мера за економски раст и подршку сиромашном становништву, пореске реформе чији је циљ смањивање пореза, пореских стопа усмерених ка подржавању привреде, компетитивних девизних курсева, трговинске либерализације, односно смањења или укидања пореза и царина, либерализације страних инвеатиција, приватизације државне својине, дерегулације и законске заштите приватне својине“ (Rodrik, 2008, str. 143). Како би се остварила потпуна усмереност монетарне политике централних банака на остваривање циља стабилности цена, у оквиру Вашингтонског консенсуза, поред ових десет правила предвиђена је и неутралност монетарне политике. Ригидност овог концепта огледа се кроз имплементацију наведених принципа у земљама у развоју. Ради се о томе да су једна правила важила за земље у развоју, које су у страху да се не нађу у ситуацијама „без излаза“ приморане да се строго придржавају свих наведених правила како би осигурале подршку међународне заједнице. Са друге стране, имамо развијене земље, које, прво

[9] John Williamson је енглески економиста рођен 1937. године који је противник капиталне либерализације и биполарног курса (Ficher, 2001).

одређују правила, а затим их се не придржавају. Развијене земље се у „зависности од услова“ ослањају на државну регулацију и примењују нетржишне инструменте монетарне политике у спровођењу развојне политике како би умањиле негативне ефекте кризе. Најновија финансијка криза из 2008. године још једном је потврдила да „развијени никад нису радили оно што саветују неразвијенима“ (Krstić, Jemović, 2015, p. 2).

1.2.3. Релативизирани концепт независности централне банке у условима финансијске глобализације

Битна компонента у грађењу глобалног финансијског тржишта је либерализација домаћих финансијских тржишта све већег броја земаља, у смислу омогућавања апсорпције финансијских ресурса са међународног тржишта, али и уједначавање праксе и метода пословања финансисјских посредника (Грачанац, 2007, стр. 176-180). До успостављања либералног кретања капитала, људи и ииформација, као економске димензије глобализације дошло је крајем 80-тих година 20. века, управо упоредо са успостављањем Вашингтонског консензуса који се поред приватизације државне својине, заснивао и на либерализацији економских односа са иностранством. Слободно кретање роба, услуга и капитала, као и слободно формирање девизног курса и каматних стопа представљало је мере економске политике за привреде које нису функционисале у оквирима тржишних принципа. Вашингтонски консензус уобличен је захтевима развијених земаља да се у неразвијеном свету испроба деловање „невидљиве руке тржишта“, и то у домету који превазилази његову примену у развијеном делу света.

„Глобализам означава схватање да законитости светског тржишта радне снаге, роба, услуга, новца, девиза и капитала потискују све недостатке национално хетерогених и интересно конфронтираних државних власти и законодавних регулатива“ (Ђукић, Бјелица, Ристић, 2003, стр. 263). Стога, глобализација подразумева повезаност, интеграцију и међузависност земаља у економском, социјалном, технолошком, културном, па и политичком смислу. Савремени развој финансијских и банкарских односа у међународним оквирима праћен је глобализацијом финансијског и банкарског тржишта, а самим тим и глобализацијом светске привреде и трговине, као и дерегулацијом у економским и финансијским системима и финансијским и технолошким иновацијама. Основна функција финансијског тржишта у посредовању између финсијски суфицитних и дефицитних трансактора подигнута је на знатно виши ниво, с обзиром да „глобализација означава свесно усмерен и организован процес којим се националне економије суверених држава непосредно повезују путем међународних или институционалних посредника“ (Ђукић, Бјелица, Ристић, 2003, стр. 263). Понуда и тражња за финансијским ресурсима и услугама има важан утицај на глобализацију тржишта, због одржавања крупних неравнотежа у текућим платним билансима појединих развијених земаља и највећег броја земаља у развоју. За финансирање неравнотежа платнобилансних позиција биће неопходна масивнија финансијска преливања капитала на међународном тржишту (Грачанац, 2007, стр. 176-180).

Поред несумњивих позитивних ефеката, пре свега финансијске глобализације, глобализација светске економије узрок је бројних и све учесталијих економских и

финасијских криза. Актуелна финансијска криза сигурно је резултат великог броја фактора, али је несумњиво да су неадекватне домаће политике биле праћене неконтролисаним међународним кретањем капитала. Дошло је до веће макроекономске нестабилности и проблема у вођењу монетарне политике због колебљивих краткорочних токова капитала, с једне стране и већег нето одлива капитала, с друге стране. Такође, превремена либерализација која прати развој глобалне економије може иницијално да доведе до апрецијације валуте у земљи која је суочена са структурним и транзиционим променама, а која даље утиче на умањен извоз, повећан увоз и тиме угрожава платни биланс. Прилив капитала може да изазове изражен пораст цена и формирање спекулативног мехура.

Процеси глобализације финансијских односа различитих земаља и интернационализације финансијских тржишта као неопходност су поставиле међусобно усклађивање стандарда функционисања финансијског система и циљева монетарне политике, при чему се као примарни циљ издваја ценовна стабилност уз настојање остваривања и очувања финансијске стабилности и привредног раста као осталих циљева. Глобална финансијска криза је додатно нагласила повезаност земаља у данашњој светској економији. Убрзан процес финансијске глобализације омогућио је кризи, иницираној у САД-у, да се прошири и на остале делове света у кратком року. Централне банке широм света успеле су да адекватним и правовременим мерама монетарне политике спрече понављање Велике депресије. Циљање инфлације, као монетарна стратегија, омогућило је централним банкама да остваре неопходни кредибилитет као независне институције, те да правовремно реагују како би ублажиле кризни удар. Подршка јавности за независно вођење монетарне политике представља једну од основних предности режима циљања инфлације, јер јој омогућује тренутно деловање, што се у конкретном случају показало као одлучујуће. „У 2008. и 2009. години такве агресивне акције централних банака спречиле су колапс који је могао да буде у рангу са Великом депресијом“ (Orphanides, 2013, p.5).

Глобална светска и финансијска криза релативизирала је ортодоксни концепт независне централне банке који је институционализован законом о централној банци. Актуелни концепт независности при овако промењеним околностима довео је до тога да се законске одредбе о независности централне банке различито тумаче и примењују у земљама са различитим степеном развијености тржишта. Класичан тржишни концепт независности централних банака, настао у условима пуног националног монетарног суверенитета, трансформисан је у глобализациони концепт у чијој основи је ограничени монетарни суверенитет великог броја земаља. Поставља се питање да ли се у овако измењеним условима може на исти начин анализирати независност централних банака као битан предуслов њиховог ефикасног функционисања. Имајући у виду суштину глобализације, поставља се проблем преиспитивања великог броја економских појмова, категорија, инструмената и институција (Cukierman, 2013).

Наиме, централне банке развијених земаља представљају политичке, економске и финансијске „моћнике“, те су у могућности да еластичније тумаче основе концепта независности у зависности од проблема са којима се суочавају у датом тренутку. У том контексту уводе се нови појмови и категорије. Појмови „исувише велика да би пропала“ (*too big to fail*) и „системски важна банка“ (*systemically important financial institution – SIFI*) односе се на финансијске институције чији би евентуални колапс могао угрозити

стабилност читавог финансијског система, због чега су државне и монетарне власти често спремне да интервенишу кроз различите облике подршке и ликвидносне помоћи, иако таква пракса може подстаћи проблем моралног хазарда (Bernanke, 2013; Blinder, 2012). Разлог за овакво поступање лежи у чињеници да би крах ових институција могао изазвати банкарску панику, домино ефекат и ширење кризе на читав финансијски систем.

Истовремено, глобална финансијска криза довела је до значајног проширења улоге централних банака и примене такозваних нестандардних инструмената монетарне политике. Под овим појмом подразумева се увођење нових или адаптација постојећих тржишних и нетржишних инструмената, као што су програми квантитативног попуштања, куповина државних и корпоративних хартија од вредности, дугорочне операције рефинансирања и различити облици ванредне ликвидносне подршке, са циљем ублажавања негативних последица кризе и очувања финансијске стабилности (Mishkin, 2019; Bernanke, 2013). На тај начин дошло је до постепеног замагљивања границе између монетарне и фискалне политике, што је поново отворило питање стварног обима независности централних банака у савременим условима функционисања глобалне економије (Cukierman, 2013).

1.2.3.1. Концепт експлицитне независности у земљама у развоју

Концепт експлицитне независности у земљама у развоју Независност централне банке је концепт пренет из развијених земаља у којима не постоји потреба за наглашеном развојном политиком. Привредна структура је изграђена, привреди је доступан капитал по разумној цени, а централне банке се, пре свега, старају да се одржи финансијска стабилност уз ниску инфлацију. Приоритети неразвијених држава су битно другачији и захтевају снажну и координирану развојну политику. У том контексту, централна банка мора стално сарађивати и усаглашавати своју политику са развојном политиком владе. Централна банка земље у развоју не сме игнорисати кретања у реалној економији (пре свега стопу привредног раста и стопу незапослености), што значи да уз бригу о инфлацији, она мора давати и подршку развојној политици државе.

Позитивни макроекономски ефекти остварују се у условима одговорног понашања и централне банке и националне владе. Влада је непосредно одговорна за економску политику земље, док је посредно одговорна и за монетарну политику. С обзиром да је у надлежности владе вођење економске политике, а централне банке монетарне политике, као дела укупне економске политике, свако од њих извршавајући своје обавезе доприноси остваривању циљева и економске и монетарне политике: релативна стабилност цена и финансијска стабилност, уз планиране и прихватљиве стопе привредног раста; пуну запосленост; равнотежу у државном буџету и платном билансу. При томе, и влади и централној банци су на располагању моћни финансијски инструменти – влади буџет, а централној банци девизне резерве. У супротном, уколико се дође до преоптерећења монетарне политике у условима када влада не извршава своје обавезе, дугорочно посматрано, уместо очекиваних позитивних ефеката на макроекономске показатеље, доћи ће до негативних тенденција у овим показатељима, пад стопе привредне активности или привредне стагнације, до повећања стопе незапослености, до све већег дефицита у

платном билансу, повећање јавног дуга. „Преоптерећена монетарна политика може да смањи и угрози независност и кредибилитет централне банке, и тиме смањи њену ефективност у очувању стабилности цена и допринос у управљању кризом“ (Orphanides, 2013, p. 6-7).

Процес финансијске глобализације подразумева постојање одређене институционалне структуре међународног финансијског система која поред међународног финансијског тржишта, мултинационалних корпорација, централних банака, домаћих финансијских тржишта, пословних банака захтева и постојање наднационалних институција као што су Светска банка и Међународни монетарни фонд. Као разлог за оснивање Светске банке, као међународне институције била је потреба финансирања обнове разорених привреда европских земаља током Другог светског рата. Међународни монетарни фонд залаже се за подстицање глобалне монетарне сарадње, обезбеђења финансијске стабилности, међународне трговине, промовише високу запосленост и одржив економски раст и тежи смањењу сиромаштва широм света.

Да би се процес глобализације финансијских тржишта једноставније пратио потребно је имати у виду следећу институционалну структуру међународног (глобалног) финансијског система (Грачанац, 2007, стр.176): међународно финансијско тржиште, мултинационалне корпорације, централне банке, домаћа финансијска тржишта, пословне банке и наднационалне институције. „Светска банка (The World Bank) и Међународни монетарни фонд (IMF - International Monetary Fund) формирани су 1944. године у Бретон Вудсу (Bretton Woods, New Hampshire) ради стабилизације светских девизних курсева и обнављања глобалне економије“ (Khambata, 1996, стр. 254). Кејнз је указао на потребу за глобалном кооперацијом, иницирајући оснивање Светске банке и Међународног монетарног фонда, као „међународне клириншке уније (International Clearing Union) како би се генерализали есенцијални принципи банкарства. Његова идеја била је стварање светске централне банке (коју је он назвао *Bancor*) која би издавала сопствене новчанице и посредовала између развијених земаља и земаља у развоју. Средства *Bancor*-а би била употребљена за финансирање базичних развојних пројеката, стабилизацију цена робе и олакшање трговинских циклуса“ (Allen, 1997, str.60). Основана 1944. године Светска банка за обнову и развој (у даљем тексту IBRD - International Bank for Recostruction and Development) је једна од 5 институција које чине групацију Светске банке[10] која сарађује са сиромашним земљама на промовисању одрживог, правичног и креативног раста и чији је циљ решавање питања од регионалног и глобалног значаја. Као разлог за оснивање Светске банке, као међународне институције била је потреба финансирања обнове

[10] Групација Светске банке (The World Bank Group) обухвата: Светску банку за обнову и развој (**IBRD** - International Bank for Recostruction and Development), „са циљем финансирања обнове привреда европских земаља разорених или ослабљених током Другог светског рата“ (Ацин, Тодоровић и Ацин-Сигулински, 2006, стр.141); Међународно удружење за развој (**IDA** - International Development Association), Међународна финансијска корпорација (**IFC** - International Finance Corporation), Мултилатерална агенција за гарантовање инвестиција (**MIGA** - Multilateral Investment Guarantee Agency) и Међународни центар за решавање инвестиционих спорова (**ICSID** - International Centre for Settlement of Investment Disputes) (TWB, 2018).

разорених привреда европских земаља током Другог светског рата. Задаци Међународног монетарног фонда су подстицање глобалне монетарне сарадње, обезбеђења финансијске стабилности, међународне трговине, промовише високу запосленост и одржив економски раст и тежи смањењу сиромаштва широм света.

Приликом оснивања ММФ-а дефинисана је његова улога која поред позајмљивања новца земљама са проблемима платнобилансне равнотеже, подразумева и саветодавне услуге како би се спречиле евентуалне будуће кризе. У систему фиксног девизног курса, инфлација чини страну робу јефтинијом за домаће потрошаче, док истовремено извозна роба постаје скупља за иностране потрошаче, што резултира већим увозом у односу на извоз. Овакав сценарио доприноси стварању платнобилансне неравнотеже, где ће земља са оваквим проблемом морати да обезбеди додатна средства за финансирање. У крајњем, доћи ће до кризе ликвидности, где се земља која не може отплатити своје дугове обраћа ММФ-у за захтевом за додатним средствима за финансирање. У том тренутку, ММФ наступа као међународни зајмодавац у крајњој инстанци (Cecchetti, 2006). Фонд, поред краткорочне позајмице коју даје земљи са платнобилансним дефицитом пружа и савет у структуирању макроекономске политике како би се предупредила дугорочна неравнотежа. Временом је међународни финансијски систем еволуирао, а ММФ се мењао у складу са тим. Како су земље либерализовале своја тржишта капитала, повећававао се међународни проток капитала, а тиме и карактер кризе. Оно што је некада представљала платнобилансна неравнотежа, када земље нису биле у могућности да отплате сву робу коју су увезле, данас је криза капиталног биланса, када се земље суочавају с немогућношћу сервисирања потраживања иностраних зајмодаваца.

Доктрина Међународног монетарног фонда, у коме САД имају право вета[11], базира се на неолиберализму и Вашингтонском консензусу, где се, између осталог, тражи свођење државе на минимум регулаторних функција у области привреде. Вашингтонски консензус уобличен је захтевима развијених земаља да се у неразвијеном свету испроба деловање „невидљиве руке тржишта“, и то у домету који превазилази његову примену у развијеном делу света. Многа питања која нису предмет Вашингтонског консензуса могла су донети и већи раст и већу једнакост, као што је питање регулисања финансијског тржишта (Štiglic, 2002). Став ММФ-а је да су кризе широм света изазване неодговарајућом фискалном политиком и релаксираном монетарном политиком. Међутим, ове кризе указале су на још један проблем, а то је неадекватна регулација финансијског сектора, иако ММФ и даље инсистира на смањењу државне интервенције. “Неосновано је гледиште да тржиште може само да реши кризу коју је изазвало уз краткорочне губитке, без интервенција државе и институционалног прилагођавања које је неопходно ради повећања ефикасности и стабилности тржишта и квалитета економске политике” (Тодоровић, Марковић, 2013, стр.527).

[11] САД је једина чланица ММФ-а са правом вета и највећим процентом гласачких права од 16,7%.

ММФ је, са друге стране фокусиран на остваривање ниских стопа инфлације, што доводи до високих каматних стопа и девизних курсева, па либерализација финансијског сектора без одговарајуће регулативе води укидању радних места и већој стопи незапослености. Упркос овоме, политика ММФ-а усмерена је на решавање смањења сиромаштва. Ова настојања наишла су на различите сценарије: бржи раст довео је до смањења сиромаштва у појединим земљама, као што су Кина и Источна Азија, док је у неким земљама раст довео до пораста сиромаштва, као и ситуација у којој је мали или непостојећи раст довео до повећања неједнакости између богатих и сиромашних. „Дебата о расту и сиромаштву је дебата о развојним стратегијама, тј. о стратегијама које захтевају политике које смањују сиромаштво док промовишу раст, које избегавају политике које повећавају сиромаштво уз мали или никакав добитак у расту, и које велику тежину стављају на ефекат по сиромашне“ (Štiglic, 2002). ММФ је у скорије време уложио напоре како би се извршила реформа „у економској филозофији коју је ова институција заступала од свог оснивања, а то је да уместо слободног деловања тржишта, то треба да буде комбинација тржишта и државне регулативе...која би донела праведнију дистрибуцију прихода и већу улогу централних банака у спречавању финансијских криза“ (Јововић, 2014).

Независност, односно, самосталност централне банке је један од темељних постулата и захтева које ММФ поставља пред државе које траже финансијску помоћ.

ММФ промовише економску стабилност и глобални раст подстичући земље чланице да усвоје одговарајуће економске и финансијске политике, тако што редовно прати економски развој на глобалном, регионалном и националном нивоу. Такође, настоји да оцени утицај политике појединих земаља на остале привреде, што представља процес билатералног надзора ове институције. На редовној основи, углавном годишњој, спроводи процене економског стања сваке земље чланице, док се у предлагању програма мера земљама са финансијским и структурним потешкоћама ослања на искуства земаља чланица чије политике највише доприносе стабилности и просперитету њихових економија. Мултилатерални надзор Фонда подразумева спровођене опсежних анализа глобалних и регионалних економских кретања. ММФ предузима одређене акције у циљу унапређења мултилатералног, финансијског и билатералног надзора које подразумевају упознавање са ефектима преливања и процену постојећих и потенцијалних ризика и јачање утицаја политичких савета које пружа земљама чланицама (IMF, 2018a). Фонд обезбеђује техничку помоћ земљама чланицама са сврхом јачања њихових привредних капацитета и спровођења ефикасних политика, укључујући монетарну и фискалну политику, политику девизног курса и питања из области банкарства и надзора финансијског сектора. Финансијска подршка ММФ-а условљена је ефикасним спровођењем конкретног програма мера које дефинишу националне власти у блиској сарадњи са Фондом. Најновије реформе ММФ-а крећу се у правцу унапређења инструмената кредитирања у циљу обезбеђења адекватних и флексибилних мера за превазилажење криза (IMF, 2018a). Фонд прати економски и финансијски напредак у свету, пружа савете на основу спроведених детаљних анализа и прогноза на финансијским тржиштима и обезбеђује финансијска средства земљама чланицама, а пре свега замљама са недовољно развијеним тржиштима.

Битно је разумети да се све земље које траже помоћ од ММФ-а не суочавају са истим проблемима, или су ти проблеми различитог интензитета, па тако ни програми за њихово

решавање не би требало да буду исти, већ се пакет мера треба прилагодити специфичности сваке земље. Ова тврдња представља једну од најчешће упућених критика ММФ-у, где је његова политика усмерена ка остваривању макроекономске стабилности и занемаривању привредног развоја. Такође, тврди се да је "основни рестриктивни монетаристички приступ ММФ-а усмерен на то како ће задужена земља да враћа дугове, а не занима их развојна компонента и питање запослености" (Јовановић, 2015). Поред осталих који не подржавају политику "стезања каиша" коју промовише Фонд, професор Штиглиц указује на то да "програми штедње и смањења трошкова фонда нису дали позитивне резултате, већ воде паду привредне активности и рецесији" (Štiglic, 2002). Као примери којима се доказује заснованост оваквих критика наводе се, с једне стране Индонезија, Тајланд, Јужна Кореја, Бразил и Аргентина где мере ММФ-а нису успеле да допринесу адекватном степену развоја ових привреда. Са друге стране, наводе се Словенија, Чешка и Словачка које су успешно спровеле транзицију примењујући сопствене моделе развоја, као и Русија, чији је развој почео убрзано да напредује у тренутку прекида сарадње са ММФ-ом.

Груба критика која се упућује Фонду је да се генерално занемарују специфичне потребе земаља у развоју и да је политика ММФ-а "у функцији глобалног капитала… и да највећу корист од условљавања земаља у развоју да спроводе политику неолибералне економске доктрине имају велике мултинационалне компаније и банке, а не грађани земаља које спроводе транзицију" (Јовановић, 2015). Постоји и друга страна медаље где поједини аутори сматрају да су "у питању дубоко укорењене предрасуде још из времена „хладног рата" о вечитој супротстављености капитализма и социјализма потврђеној и кроз оснивање ММФ-а према концепту САД, као предводнику западног света" (Петровић, Ануфријев, Петровић, 2012, стр.41). Систем одлучивања и услови кредитирања ММФ-а засновани су на доминантном учешћу развијених земаља у укупном кредитном потенцијалу којим Фонд располаже. Кредитори или инвеститори нису спремни да уступају средства уколико се не изврши процена кредитне способности тражиоца кредита. Стога се услови кредитирања које ММФ поставља земљи зајмотражиоцу дефинишу према њеном учешћу у укупном кредитном потенцијалу конкретне земље и на основу процене њене кредитне способности, односно анализи њене солвентности.

Званични став ММФ-а је да он "пружа широку подршку земљама са ниским приходима кроз активности надгледања и изградње капацитета, као и субвенционисану финансијску подршку како би им помогла да постигну, одрже или обнове стабилну и одрживу макроекономску позицију у складу са снажним и трајним смањењем сиромаштва и континуираним растом" (IMF, 2018б). Услови повлачења средствава од ММФ-а разликују се од земље до земље у зависности од величине квоте одређене земље, која представља најважнији извор финансирања Фонда.

Међутим, код позајмљивања средстава од ММФ-а постоје принципи који су јединствено усвојени и који важе и транспарентно се примењују за све земље чланице.Услови и обим условљавања земље тражиоца кредита од ММФ-а зависи од њене способности сервисирања обавеза према Фонду. Став ММФ-а по питању условљености је да када земља позајмљује средства од Фонда, влада те земље је сагласна да прилагоди економску политику како би превазишла проблеме који су иницијално довели до тога да она буде

приморана да тражи финансијску помоћ. Такође се условљеношћу Фонд осигурава да ће земља бити у могућности да сервисира своје обавезе, како би се та средства ставила на располагање другим земљама чланицама када су им потребна (IMF, 2018б). Аранжманима које земље закључују са ММФ-ом, поред техничке, финансијске и саветодавне подршке, потврђује се кредитна способност конкретне земље. На овај начин се и међународној заједници, уопште, ставља до знања да је конкретна земља економски и кредитно способна, да је спремна на сарадњу, што ће јој гарантовати сарадњу са међународним кредиторима, приступ међународном тржишту и прилив страних инвестиција. „Одбијање ММФ-а, па и само пролонгирање да некој земљи одобри кредит, може да укаже страним кредиторима и инвеститорима на озбиљност економске ситуације у земљи чланици Фонда" (Петровић, Ануфријев, Петровић, 2012, стр. 40-41).

Висок ниво јавног и спољног дуга представља оправдање међународних финансијских институција, првенствено ММФ-а, за инсистирањем на усвајању и дословној примени ортодоксног концепта независности централних банака земаља у развоју од својих законодавних и извршних власти.

Мање развијене земље су у периоду пре почетка II светског рата бележиле стопу привредног раста од око 1%. У послератном периоду све земље су настојале да се, између осталог, и у економском смислу опораве од штета нанетих ратом. Неразвијене земље су у ту сврху настојале да поспеше привредни развој финансирањем иностраним капиталом. Ова стратегија показала се успешном, јер су поједине земље до 50-их и 60-их година XX века успеле да своје стопе привредног развоја доведу до двоцифреног нивоа. Међутим, превелико задуживање неразвијених земаља почело је да сигнализира прве знакове кризе. Наиме, дугови према иностарним повериоцима су се увећавали, а способност сервисирања обавеза се смањивала. Такође, обавезе према иностраним повериоцима по основу отплате дуга негативно се одражавају на привреде земаља корисника кредита. "Превасходна потреба неразвијених земаља је била изградња инфраструктуре која споро враћа уложена средства и није извозно оријентисана" (Тодоровић, Марковић, 2013, стр. 250). Позајмице из иностранства сервисирају се средствима од дела националног дохотка и то оног дела који је створен извозом, у супротном је немогуће обезбедити конвертибилна средства за отплату дуга према иностранству. У настојању да животни стандард становништва прати убрзани привредни развој довео је до тога да се део акумулације позајмљених иностраних средстава, уместо за инвестирање, употребљава за потрошњу.

Примарни циљ политике управљања јавним дугом јесте обезбеђивање финансијских средстава за подмирење потреба државних издатака. При томе се води рачуна да се минимизирају ризици задуживања у смислу „снижавања трошкова камата на јавни дуг и и избегавања великих флуктуација у кретању тих трошкова" (Распудић Голомејић, 2007, стр. 153). Циљ је, такође и подршка макроекономске и пореске политике земље, јер „постојање дуга осигурава држави већи степен слободе у вођењу економске политике и смањењу утицаја дисторзивних пореза и раста новчане масе, посебно у раздобљима економских шокова" (Распудић Голомејић, 2007, стр.153).

Проблем презадужености и даље остаје нерешен. Поред проблема развоја које имају недовољно развијене економије из претходно изнетих података се види да су се и развијене земље значајно задужиле. „Покушаји да се беспоштедном експлоатацијом природних

ресурса сервисира спољни дуг не даје резултате, јер спољну задуженост не може санирати природа, већ привреда. Усложњавање проблема долази и са либерализацијом спољне трговине коју је донела глобализација“ (Тодоровић, Марковић, 2013, стр. 271-272).

Независност централне банке, као концепт посебно је значајан за земље које су пролазиле (и још увек пролазе) кроз процес транзиције, јер се показало да су земље које су имале независније централне банке, пролазећи кроз процес трансформације од административног управљања до тржишног модела, остариле боље макроекономске резултате. Овај процес је захтевао промену институционалних решења и изградњу новог система прилагођеног принципима на којима почива централно банкарство развијених земаља, што је довело до показивања одређених слабости приликом примене у пракси. „Промена институционалног статуса централних банака земаља у транзицији одвијала се као део целокупне реформе институционалног оквира ових земаља, с једне стране, и као део напора чињених да се испуне Мастрихтски захтеви у овом погледу, са визијом будућег чланства у ЕУ, с друге стране“ (Милосављевић, 2009, стр. 60).

Разлчити аспекти независности, као што су независност циља и инструмената, као и легална и стварна независност „се преклапају и блиско су повезане, па их треба схватити условно“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр. 158). „Сама независност се никада не посматра као апсолутна, нити она треба да буде апсолутна (и „најнезависније“ централне банке морају да прате глобалну економску политику)“ (Милосављевић, 2009, стр. 62). Проблеми у функционисању економских и финансијских система повремено настају у свим привредама, иако је на делу концепт институционалне и фактички независне централне банке. Глобална финансијска и економска криза релативизирала је значај ортодоксног концепта апсолутне независности централне банке. То значи да је различита његова суштина и садржина у развијеним тржишним привредама у односу на његову суштину и садржину у земљама у развоју. Домети овог концепта, такође се разликују у различитим привредним моделима. Још један аспект представља и разлика у степену одступања нормативног (институционалног) и фактичког концепта чак и код оних економија које су најразвијеније. У транзиционим економијама са тржиштима у настајању постоје проблеми са којима се развијене привреде не суочавају, те са њихове позиције изгледа лако наметати као примат остваривање институционалног и фактичког концепта независности централних банака. Земље у развоју рангирају се у односу на њихову способност остваривања позитивних макроекономских резултата, односно монетарне и финансијске стабилности. Проблем настаје када дође до нестабилности ових макроекономских показатеља у развијеним земљама. У том случају, и поред наводне пуне, како институционалне, тако и фактичке, независности централних банака, централне банке земаља у развоју аутоматски бивају угрожене и доводи се у питање њихова способност да одрже стабилним монетарни и финансијски систем.

Уколико банка остварује већи степен независности, остварује и боље макроекономске резултате, с обзиром на улогу и значај које има за функционисање, како финансијског, тако и реалног сектора. „Зависне централне банке имају веома мали степен самосталности. Готово све њихове одлуке су под јаким утицајем државе, при чему оне само спроводе владину политику“ (Ђуровић-Тодоровић, 2010, стр. 156). „Влада је, нарочито у предизбоеном периоду, склона да врши притисак на централну банку да води експанзивну

монетарну политику, да монетизује јавни дуг, да одобри одређени износ кредита на основу планираних буџетских прихода, да откупи обвезнице државе под повољнијим условима“ (Милосављевић, 2009, стр. 62). Савремене независне централне банке, као прво, углавном имају законом дефинисану забрану кредитирања државе. Друго, високи степен независности обезбеђује им кредибилитет да се одупру оваквим захтевима државе.

Међутим, несумњиво је да у поступку дефинисања циљева монетарне политике, централне банке своје циљеве усклађују са захтевима државе и економском политиком земље. С обзиром да се финансинсијака и монетарна нестабилност негативно одражавају на реални сектор, потребно је успоставити динамичну равнотежу између реалног и финансијског сектора, уз краткорочна одступања која ће се брзо уравнотежавати симултаним деловањем и централне банке и владе.

1.2.3.2. Концепт арбитрарне реализације независности "зависно од услова” у развијеним тржишним привредама

Када је у питању неолиберална парадигма, поставља се логично питање: уколико постоји драстично одступање од суштине неолибералног концепта у пракси најразвијенијих привреда, које су га промовисале, како се могло очекивати да га потпуно примене привреде у развоју?

Пре глобализације постојали су периоди са доминирајућим проблемима, чије решавање је захтевало нову теоријску елаборацију: незапосленост, рецесија, инфлација, стагфлација, криза дугова земаља у развоју, растући јавни дуг и дефицит платног биланса, чак и најразвијенијих земаља. „Глобализам означава схватање да законитости светског тржишта радне снаге, роба, услуга, новца, девиза и капитала потискују све недостатке национално хетерогених и интересно конфронтираних државних власти и законодавних регулатива“ (Ђукић, Бјелица и Ристић, 2003, стр. 263). Стога, глобализација подразумева повезаност, интеграцију и међузависност земаља у економском, социјалном, технолошком, културном, па и политичком смислу. Тиме глобализација представља мач са две оштрице, јер је процес глобализације омогућио да почетни кризни удари убрзо поприме светске размере.

У глобализованом свету све се дешава брзо и истовремено – и незапосленост, и инфлација и привредна рецесија и задуженост – појединачне парадигме постају неефикасне. Негативни сигнали се брзо преносе, чак добијају убрзање. Нема чистих и искључивих теорија, све је у међусобном прожимању. Треба користити аналогију са маркетингом, где је све подређено диференцијацији производа према појединачном купцу. Аналогно томе, и теоријско-политички концепти треба да буду специфични за сваку ситуацију, или земљу.

Потребна је цивилизацијска синтеза досадашњих парадигми, при чему би се манифестовали синергетски ефекти ове синтезе. Парадигме би добиле атрибуте “система који уче”. Подсистеми универзалне парадигме добијали би већи пондер у одређеној економији, зависно од доминирајућег фактора нестабилности. То значи да не постоји “panaceа”, односно универзални лек, јер нису исте “болести” у свим економијама, с обзиром на различите факторе нестабилности. Међутим, спирала узрока и последица је иста, само

се разликује почетни део спирале. Глобална финансијска криза показала је да јединствени институционални модели и универзална правила не могу у потпуности одговорити на различите изазове са којима се суочавају националне економије. Због тога се у савременој литератури све више говори о потреби прилагођавања институционалних решења специфичностима сваке земље, при чему се независност централне банке не посматра као статична категорија, већ као концепт чији се садржај и практична примена мењају у зависности од економских и финансијских околности (Cukierman, 2013; Blinder, 2012).

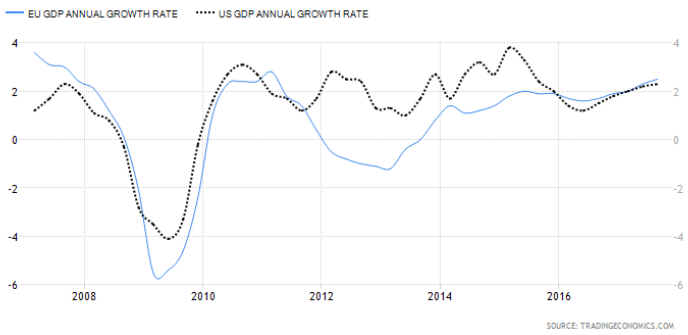
Историјски посматрано, постоји "вербална акробатика" у формирању, наводно, оригиналних, односно чистих модела. Супротно очекивањима, глобализована економија не трпи чисте моделе, с обзиром на бројне узрочно-последичне везе. Информатичка револуција, без обзира ко је покреће и усмерава, брзо демаскира крајње циљеве, јер је све доступно и брзо се одвија у реалном времену.

Традиционални највећи извозни производи најјачих економија, као што су: "људска права", "демократија", "светске валуте", "либерална економија", "конкуренција", "слобода и независност медија", "невладине организације", "независне централне банке", „нестандардне мере монетарне политике", брзо се демаскирају. Све је већа спознаја да главни делови владајућих парадигми спадају у корпус апстртактних вредности, којима се стално тежи, а никада се не достижу у пуном капацитету. Они који намећу наведене цивилизацијске вредности, захваљујући свом високом степену развоја у највећој мери их и конзумирају, с једне стране и, по том основу и дефинишу степен њиховог остварења у осталом делу света. Они који намећу, имају у виду пуно значење наведених вредности у односу на оне кјима се намеће. Они који намећу релативизирају наведене појмове зависно од конкретног проблема. На пример, да би прикрили државну интервенцију у спашавању великих банака, која је неспојива са неолибералним парадигмом, они користе вербалну акробатику уводећи појам "сувише велика да би пропала" и „системски важна банка". То је концепт за легалну државну интервенцију, да се не би скинула маска са неприкосновеног неолибералног концепта.

Криза која је иницирана на субпримарном хипотекарном тржишту у САД-у брзо се прелила и на америчко финансијско тржиште, али и на финансијска тржишта осталих земаља, с обзиром на висок степен финансијске глобализације, чиме је добила глобалне размере (Mishkin, 2019; Blinder, 2012). Имајући у виду да су штедионице и инвестиционе банке биле највише изложене субпримарном тржишту хипотекарних кредита, оне су у самом почетку кризе биле и институције које су највише погођене. Након неколико неуспелих покушаја да се извуче из финансијских неприлика, у септембру 2008. године инвестициона банка Lehman Brothers Inc. објавила је највеће банкротство у историји Сједињених Америчких Држава (Bernanke, 2013). Услед значајног пада цена акција ове инвестиционе банке и немогућности да се њихова вредност увећа дошло је до наглог погоршања њене финансијске позиције и значајног пада кредитног рејтинга, што је додатно убрзало губитак поверења инвеститора и продубило кризу ликвидности (Gorton, 2010; Bernanke, 2013). С обзиром да је овај догађај потресао не само америчку него и светску јавност, на исти дан када је Lehman Brothers објавила банкротство, Bank of America преузела је Merryll Lynch. Ради се о још једној великој америчкој инвестиционој

банци са великим уделом MBS[12] и других финансијских инструмената који су настали на субпримарном хипотекарном тржишту у својој активи. Како су пре овог догађаја Систем федералних резерви у САД-у и америчко Министарство финансија утицали на то да се изврши аквизиција кризом угрожене инвестиционе банке Bear Stearns од стране JP Morgan, многи су се питали зашто америчка влада и ФЕД нису били пружили финансијску помоћ и Lehman Brothers (Sorkin, 2008). Према подацима о међугодишњем реалном БДП-у водеће светске привреде су ушле у рецесију у четвртом кварталу 2008. године (САД- 0,8% и ЕУ -1,4%, слика 1). Светска привреда ушла би дубље у рецесију да већина земаља није обезбедила фискалне и монетарне подстицаје у 2008. и 2009. години. Подстицајне мере које су предузете крајем 2008. и током 2009. године допринеле су ублажавању последица глобалне економске кризе, посебно заустављању дубљег пада привредне активности (Веселиновић, 2012, стр.438) .

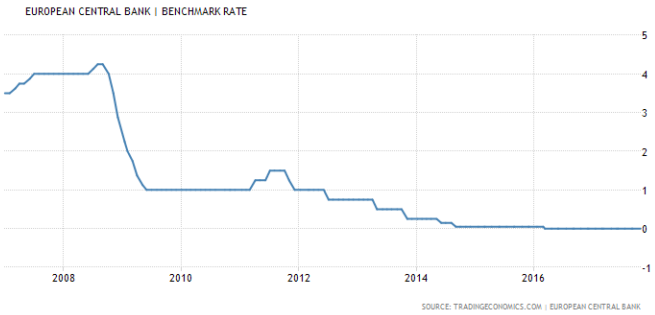
Банкротство Lehman Brothers представљало је прекретницу у предузимању мера монетарне политике у сузбијању кризе водећих светских централних банака попут ФЕД-а и ЕЦБ. „До тог догађаја, нестандардне мере односиле су се на квалитативне олаккшице, које претпостављају промену структуре, али не и величине биланса централних банака. Након тога дошло је до наглог повећања биланса, уз истовремену промену структура, чиме је дошло до комбинација квантитативних и квалитативних олакшица“ (Јовацаи, Стакић, 2013, стр. 68). Централне банке развијених земаља су најпре приступиле примени експанзивне монетарне политике како би обезбедиле адекватну ликвидност система. ЕЦБ и ФЕД су након неколико смањења, своје рефрентне каматне стопе смањили готово до нултог нивоа, тзв. зеро боунд (кретање референтних каматних стопа ЕЦБ и ФЕД-а приказана су на сликама 2 и 3).



Слика 1.5: Стопе раста ЕУ и САД у периоду од почетка глобалне финансијске кризе

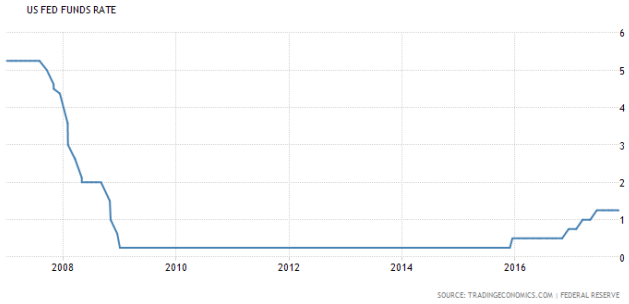
Извор: EU GDP Growth Rate, US GDP Growth Rate, Historical, Trading Economics, преузето са: https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual

[12] MBS (mortgage-backed security) - хипотекарне обвезнице са обезбеђењем су хартије од вредности које су покривене имовином и осигуране хипотеком, односно пакетом више хипотека. Ове обвезнице морају имати једну од две највише оцене које је утврдила акредитована рејтинг агенција, а хипотека мора да потиче од регулисане и овлашћене финансијске институције.



Слика1.6: Кретање референтне каматне стопе ЕЦБ у периоду од почетка глобалне финансијске кризе

Извор: Euro Area Interest Rate, Trading Economics, преузето са: https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate



Слика 1.7: Кретање референтне каматне стопе ФЕД-а у периоду од почетка глобалне финансијске кризе

Извор: United States FED Funds Rate, Trading Economics, преузето са: https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate

У тренутку када су каматне стопе доведене до нултог нивоа, преко канала каматне стопе није се више могла обезбедити неопходна ликвидност. Централе банке водећих светских економија приступиле су вођењу својих антикризних политика применом „нестандардних мера монетарне политике“. Нестандардне мере, заправо представљају већ постојеће, конвенционалне мере монетарне политике адаптиране на кризне услове смањивањем каматних стопа, продужавањем рокова аранжмана, мењањем колатералне политике и корисника аранжмана. Први пут је овај вид мера имплементирала централна банка Јапана (Bank of Japan) 2001. године, након смањивања каматне стопе, одговоривши тиме на дефлаторне притиске и евентуалну опасност од глобалне рецесије. У стручној јавности назване „квантитативне олакшице“ (quantitative easing) централна банка Јапана примењивала је до 2006. године. „Кључна особеност овог приступа била је у стварању вишка резерви комерцијалних банака, купујући првенствено државне обвезнице“ (Јовацаи, Стакић, 2013, стр. 64). Фед-ова примена нестандардних мера, названих „кредитне олакшице“ (credit easing) односи се на куповину државних обвезница и хипотекарних хартија од вредности државних агенција, као и откуп комерцијалних записа од

самих емитената или преко инвестиционих фондова (Neely & Fawley, 2013, p. 51-88). За овакав начин пружања подршке банкарком сектору Европска централна банка користи термин „појачана кредитна подршка“ (enhanced credit support). Без обзира на терминолошка одступања, у сва три случаја ради се о кредитним интервенцијама које за циљ имају повећање биланса банака.

У оквиру своје антикризне политике ФЕД је одмах након избијања кризе 2007. године развио две групе нових инструмената за подршку ликвидности појединачних финансијских институција и кључним тржишним сегментима. У оквиру групе инструмената за подршку ликвидности финансијских институција ФЕД је у првом налету кризе приступио модификацији дисконтног шалтера (discount window) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026а), као традиционалном инструменту за гарантовање ликвидности депозитним институцијама у виду продужења рока расположивости кредита и смањењу каматне стопе. Због изложености репутационом ризику приликом оваквог начина задуживања депозитне институције одлучиле су се за облик позајмљивања на новчаном тржишту. У ту сврху ФЕД је креирао потпуно нови инструмент: Term Auction Facility (TAF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026б), мера која је омогућила институцијама да обезбеде додатна средства аукцијским механизмом са унапред дефинисаним обимом кредита и рочношћу, као и ширим скупом колатерала. Затим је, у наставку кризе, ФЕД одлучио да ширем кругу финансијских институција обезбеди приступ дисконтном шалтеру уводећи још два инструмента: Primary Dealer Credit Facility (PDCF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026в) и Term Securities Lending Facility (TSLF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026г), чиме је први пут у историји извршио директно кредитирање инвестиционих банака које су изван његове контроле. Крајем 2008. године ФЕД је био суочен са значајним системским ризиком, те је у оквиру мере за подршку ликвидности кључних тржишних сегмената увео другу групу инструмената како би пружио подршку зајмопримцима и инвеститорима. Ради се о олакшицама при куповини високо рангираних комерцијалних папира – Commercial Paper Funding Facility (CPFF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026д) и заједничких фондова новчаног тржишта- Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Funds Liquidity Facility (AMLF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026ђ), фонд за финансирање инвеститора на новчаном тржишту- The Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2026е) и кредитне олакшице за секјуритизоване хартије од вредности- Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (Federal Reserve Bank of New York, 2026).

Један од сетова програма нестандардних мера монетарне политике за ублажавање кризе састојао се од куповине имовине великих размера (LSAP- Large-Scale Asset Purchases), с обзиром на ниску каматну стопу. У оквиру овог програма ФЕД је купио дугорочне хартије од вредности издатих од стране америчке Владе и дугорочне хартије од вредности које издаје или за које гарантују владине агенције, као што су Fannie Mae i

Freddie Mac[13]. Овим је Фед утицао на редуковање расположивости хартија од вредности на тржишту што је довело до повећања цена ових хартија од вредности и смањења њиховог приноса. Нижи принос на хипотекарне хартије од вредности смањио је и стопе на ова средства. Укупан ефекат који је ФЕД желео да постигне LSAP-ом био је да изврши притисак на приносе широког спектра дугорочних хартија од вредности, подржи хипотекарно тржиште и промоција јачег економског опоравка.

У последњих неколико година ЕЦБ је у склопу нестандарних мера редовне операције допунила дугорочним операцијама (LTROs - Longer-term refinancing operation) (European central bank, 2026). Од 2009. године имплементирано је неколико програма трајне куповине активе (APP-asset purchase programme**)** у циљу одржања раста широм еврозоне и у доследности са постизењем циља инфлације на ниво до 2%. Рефинансирајуће операције са дужим роковима доспећа (TLTROs-The targeted longer-term refinancing operations) обезбеђују финансирање кредитних институција за период до четири године у циљу даљег олакшавања услова кредитирања приватног сектора и стимулисања банака да кредитирају реалну економију. У току 2010. године како је забринутост у погледу задужености постајала све израженија, водећи европски министри финансија су на изазов кризе реаговали тако што је у мају исте године креиран Европски финансијски стабилизациони фонд (EFSF) који је финансиран од стране земаља чланица Еурозоне и ММФ-а у у износу од 750 милијарди € (European Stability Mechanism, 2010). У току кризе ЕЦБ је, попут ФЕД-а смањивала референтну стопу и повећавала интензитет куповине обвезница на секундарном тржишту и одобравала позајмице банкама у значајним износима, а све у циљу осигурања ликвидности и стабилности финансијског система. Највећи износи појединачних транши позајмица банкарском систему су били у децембру 2011. године када је на аукцији одобрена позајмица од 429 милијарди € (529 банака Еурозоне је добило позајмицу), као и у фебруару 2012. године када је одобрено укупно 529 милијарди € (800 банака). На овај начин повећана је и билансна сума Европске централне банке (Ремиковић, М 2012).

Глобална финансијска криза у Србији погодила је најпре финансијске институције манифестујући се кроз повлачење девизне штедње из банака у Србији. Као одговор на такву ситуацију, а у циљу одбране банкарског сектора Народна банка Србије је у октобру 2008. године донела Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге хартија од вредности и дефинисала услове по којима пословна банка од централне банке може затражити кредит за ликвидност (Народна банка Србије, 2010). Ради ублажавања ефеката светске финансијске и економске кризе и очувања стабилности финансијског система, Народна банка Србије се у 2009. и 2010. години (Народна банка Србије, 2009) обавезала на спровођење неопходних мера из своје надлежности. Како би допринела јачању отпорности на финансијске

[13] Fannie Mae i Fraddie Mac су државне агенције које су прве банкротирале, али их је америчка Влада финансијски подржала (Тасић, 2014). Око 12 милијарди $ краткорочног дуга ових агенција је откупљено од септембра 2008. године како би се обезбедила ликвидност тржишта (Rich, 2013)

ризике и потресе из окружења НБС је у сарадњи са Владом РС настојала да одржи постојање здравих и стабилних финансијских институција, ефикасно спровођење финансијског посредовања и поверење у укупан финансијски систем; координацију фискалне и монетарне политике ради остваривања ниске и стабилне инфлације делујући, при томе транспарентно и одговорно према јавности. Са овим циљем, а по угледу на економије развијеног дела света НБС је ублажила монетарну политику и извршила значајно обарање референтне каматне стопе (слика 4). У складу са тим НБС је у оквиру функције последњег уточишта банака, утицала на јачање ликвидности банкарског сектора, снизивши камату на кредите за ликвидност и продуживши рочност ових аранжмана. Гувернер НБС у вези са антикризним мерама наводи да: „Чињеница је да антикризне мере треба у првом реду да обухвате државу и да је влада суочена са значајним ограничењима, јер се структурне реформе не могу извести преко ноћи, а конкретни ефекти су потребни одмах. Зато је од пресудне важности да мере буду конзистентне и усмерене на макроекономску стабилност и одрживи економски раст. У постизању тога у наредном периоду пре свега се мора обезбедити координирано и стратешки усклађено деловање фискалне и монетарне политике“.

Прва фаза подршке ликвидности економија захваћених кризом подразумевала је да централне банке спроводе своју стандардну улогу зајмодавца у крајњој инстанци (лендер оф ласт ресорт), где су централне банке биле у могућности да „стерилишу“ (Rochon & Rossi, 2015, p. 465-466) своје вишкове ликводности. Међутим ескалација кризе захтевала је измењену улогу централних банака, то јест да оне иступе као креатори тржишта у последњој инстанци (market maker of last resort). У овом случају постојала је немогућност стерилисања извесног вишка ликвидности, што је у комбинацији са каматним стопама на нултом нивоу довело до раста биланса Европске централне банке и Система федералних резерви. Негативни ефекти примене нестандардних мера монетарне политике свакако се односе на експанзију биланса централне банке, али и на повећаној зависности централне банке од законодавне и извршне власти, што се ефектуирало у расту фискалног дефицита и јавног дуга. Међутим, потреба увођења нестандардних мера у кризним условима јавља се јер омогућује повећање расположивости банкарских кредита за финансирање привредне активности и омогућава задуживање по повољнијим каматним стопама са дужим роковима доспећа (Hlebik & Verga 2015, p. 425-451).

Препоруке су ММФ-а и Светске банке да се свуда реализује концепт самосталне и независне централне банке, по сваку цену. Ако се не би маскирало оно што се стварно жели, довољно би било да се каже: Централна банка треба да буде самостална у оквиру законских овлашћења. Ако, би се захтевало да буде и независна, онда би то била флоскула за земље у развоју и транзиционе привреде, јер је то део неолибералне парадигме која се у чистом облику намеће презадуженим земљама, а фактички се не примењује у развијеним земљама. При елаборацији овог става полазимо од премисе да сви суштински проблеми у реалном сектору добијају свој појавни облик у финансијском сектору, настанак и развој глобализационих процеса најлакше је анализирати преко глобализације финансијског тржишта. Суштина глобализације финансијског тржишта јесте денационализација финансијских трансакција које не познају временске и просторне баријере, јер се међународне финансијске трансакције јављају у виду електронског импулса, што значи да је брзина њиховог одвијања једино ограничена пропусном моћи компјутерских

система. Финансијску глобализацију омогућиле су трансформације појавних облика новца – преко њихове дематеријализације, чиме је новац изгубио обележје материјалне опипљивости и денационализације, у оквиру које је новац пробијао националне баријере несметаног функционисања, с једне стране, уз истовремено губљење монетарног суверенитета појединих земаља.

Имајући у виду суштину глобализације, поставља се проблем преиспитивања великог броја економских појмова, категорија, инструмената и институција. Поред осталог, поставља се питање да ли се може на исти начин анализирати независност централних банака, као битан предуслов њиховог ефикасног функционисања. Генерално се може рећи да је класичан тржишни концепт независности централних банака, настао у условима пуног националног монетарног суверенитета, трансформисан у глобализациони концепт у чијој основи је ограничени монетарни суверенитет великог броја земаља.

Позитивни макроекономски ефекти концепта независне централне банке могу да се ефектуирају једино у условима одговорног понашања националне владе. Ради се о томе да је влада непосредно одговорна за економску политику земље, осим за монетарну политику, где постоји посредна одговорност. С обзиром да је у надлежности владе вођење економске политике, а централне банке монетарне политике, као дела укупне економске политике, односно да су влада и централна банка два таса на ваги интегралне економске политике, свако од њих би морао да извршава своје обавезе да би се остваривали циљеви и економске и монетарне политике:релативна стабилност цена и финансијска стабилност, уз планиране и прихватљиве стопе привредног раста; пуну запосленост; равнотежу у државном буџету и платном билансу. При томе, и влади и централној банци су на располагању моћни финансијски инструменти – влади буџет а централној банци девизне резерве. Уколико то није случај, нарочито ако влада не користи своје надлежности у пуном капацитету, а централна банка једнострано истрајава на стабилности цена и финансијског система, поготову ако се то одиграва на средњи и дуги рок, имаћемо растућу дискрепанцу између релативно стабилног финансијског система и све слабијег реалног сектора: мале или опадајуће стопе привредног раста; растуће стопе незапослености; све већи буџетски и платни дефицит. После одређеног времена то ће повратно негативно деловати и нарушити финансијску стабилност.

1.3.Фактори независности централне банке

1.3.1. Независност централне банке у односу на друштвено-политичко уређење земље

Према степену сложености организационе структуре, у складу са друштвено-политичким уређењем, као релевантног фактора за тему која се обрађује у овом раду, постоје два облика државног уређења: унитарне и федералне државе. У уставноправном смислу, унитарна држава представља државу у којој постоји јединствена суверена власт. Са друге стране, федерална држава представља савез држава, федерација. У овом сложеном државном уређењу савезне државе, односно административне јединице, такође имају свој суверинитет али је он у складу са федералним нивоом.

Унитарне државе у данашњем свету преносе права и обавезе, сходно одредбама закона, на регионалне и локалне нивое. Већина држава данас је унитарног карактера. Европска унија, као заједница, не може се посматрати у овом својству, али њене државе чланице могу бити државе унитарног уређења, као што је Велика Британија и федералне државе, као што је Савезна Република Немачка. Иако унија земаља Енглеске, Велса, Шкотске и Ирске, Велика Британија, или Уједињено краљевство Велике Британије и Северне Ирске, представља унитарну монархију под једном Владом са седиштем у Лондону (Gordon, R 2014). Примарни циљ централне банке Енглеске је ниска и стабилна инфлациона стопа. Влада Велике Британије представља орган који одлучује о таргету инфлације и он је постављен на ниво до 2%. Централна банка Енглеске, такође подржава Владу у спровођењу економске политике и остваривању циљева раста и запослености. Комитет монетарне политике Централне банке Енглеске (Monetary Policy Committee-MPC) доноси и објављује одлуке о акцијама које се предузимају како би се остварили циљеви (Bank of England, 2026). Према Закону о Централној банци Енглеске из 1998. године, Централна банка Енглеске је независна у одлучивању о висини каматне стопе (Bank of England, 1998). Промене тржишних каматних стопа позитивно, или негативно утичу на вредност богатства становништва. Ниже каматне стопе доводе до повећања потрошње, док више каматне стопе изазивају супротан ефекат, односно, доводе до повећања штедње. Стога је намера централне банке приликом дефинисања висине каматне стопе (у овом случају каматне стопе Централне банке Енглеске, *Bank Rate*) која утиче на формирање и висину тржишних каматних стопа, да одржи циљани ниво инфлације тако што ће проценити, сходно конкретним условима, колико је становништво склоно штедњи, а у којој мери је оријентисано на потрошњу.

Централна банка Енглеске примењује систем минималне (добровољне) резерве, операције на отвореном тржишту и сталне олакшице, као инструменте монетарне политике за остваривање дефинисаних циљева. Такође, почевши од 2008. и 2009. године, неки од ових инструмената су модификовани и прилагођени последицама финансијске кризе, а уведени су и нови инструменти у оквиру нестандардних мера. Изабрани премијер 1997. године Гордон Браун је Централној банци Енглеске дао независност од политичке контроле изјавивши „Желим да успоставим дугорочни оквир за економски просперитет ... Желим да ослободим економију бумске кризе из претходних година" (BBC, 1997). Како би се испунили захтеви из Мастрихтског споразума Централна банка Енглеске је добила оперативну независност, односно независност инструмената монетарне политике. Међутим, Централна банка Енглеске и даље нема независност циља, имајући у виду да циљану инфлацију одређује парламент.

За разлику од Велике Британије, која је још увек чланица Европске уније и представља унитарну монархију, Савезна Република Немачка, такође чланица Европске уније је федерација према друштвено-политичком уређењу коју чине 16 држава. Централна банка Савезне републике Немачке (Central bank of the Federal Republic of Germany) или Немачка Бундесбанка (Deutsche Bundesbank) је формални члан Евросистема од 1999. године. Основни циљ је одржавање монетарне стабилности у еврозони делећи ту одговорност са другим централним банкама земаља чланица и са Европском централном банком. Оквир монетарне политике Евросистема дефинише инструменте монетарне политике за остваривање ниске и стабилне стопе инфлације, где је дефинисани опсег

инфлације од 0% до 2%, као примарни циљ и подршка општој економској политици у заједници, што подразумева, пре свега, одржив раст и ниску стопу запослености. „Операције монетарне политике Евросистема извршавају се под јединственим условима у свим државама чланицама. Немачка Бундесбанка је одговорна за спровођење мера монетарне политике Евросистема на територији Савезне Републике Немачке“ (Deutsche Bundesbank, 2017). Управни одбор ЕЦБ дефинисао је операције на отвореном тржишту, стално олакшице и одржавање минималне резерве кредитних институција на рачунима у Евросистему као инструменте монетарне политике које ЕЦБ и Евросистем користе у пракси. У Европи су креатори монетарне политике у 2008. години приступили имплементацији и примени нестандардних мера како би умањили негативне консеквенце светске финансијске кризе. Монетарни оквир који примењују централне банке земаља чланица ЕУ подразумева и институционалну и фактичку независност централне банке од законодавне и извршне власти. „Инсистирање на независности централне банке долазило је од стране немаца, а посебно званичника Бундесбанке, пре свега захваљујући оштрој немачкој традицији неинфлаторне монетарне политике и независне централне банке“ (Марковић, Фуртула, 2010), стр. 115). Принцип независности централне банке, који подразумева институционалну, функционалну, финансијску и персоналну независност, утврђен је и Мастрихтским споразумом и Статутом Европске централне банке и Европског система централних банака.

Када се помене систем федералног уређења државе прва асоцијација су, наравно, Сједињене америчке државе. У САД-у је власт подељена између федералне владе и влада свих 50 држава које деле суверинитет са федералном владом. Систем федералних резерви у САД-у представља „банкарски систем који функционише као централна банка; састоји се из 12 области федералних резерви са Банком федералних резерви као зајмодавцем“ (Mischkin, 2004, p. 335). Примарни циљеви монетарне политике ФЕД-а су стабилност цена и максимална стопа запослености, што значи да ФЕД има дуалан мандат када су циљеви у питању. За остваривање ових циљева ФЕД примењује како тржишне, тако и нетржишне инструменте монетарног регулисања: дисконтна стопа (discount window), операције на отвореном тржишту и обавезна резерва. У оквиру нестандардних мера које су ФЕД предузимале како би ублажиле финансијску кризу насталу на територији САД-а 2007. године, која се до 2008. године проширила на остатак света, издвојена је *камата на резерве*.

„Камата на резерве (Interest on Reserves**)** је најновији и најчешће коришћени инструмент који је Конгрес одобрио на коришћење Фед-у након финансијске кризе 2007-2009. Камате на резерве исплаћују се на вишак резерви које се налазе на рачунима федаралних резерви“ (Federal Reserve Bank of St. Louis, n.d.). Чињенице да одлуке везане за монетарну политику ФЕД-а не морају бити одобрене од стране законодавне и извршне власти САД-а; да ФЕД не добија средства од конгреса, као и да чланови Борда гувернера имају мандат од 14 година који се не поклапа са председничким изборним терминима указује на то да ФЕД представља независну монетарну институцију.

Када су у питању земље у развоју, а у наредном тексту изнећемо податке о циљевима, инструментима и независности централних банака Хрватске и Србије, које представљају унитарне државе, установљено је да су начиниле значајне напоре да иду у корак са

централним банкама најразвијенијих и финансијски и економски најмоћнијим државама у свету, како унитарног, тако и федералног уређења. Хрватска је унитарна парламентарна држава у којој премијер и председник државе представљају извршну власт и државу у земљи и иноземству. Структура власти заснива се на раздвајању законодавне, извршне и судске власти. Парламент има законодавну власт и контролише извршну власт (European Union, n.d.). Хрватска народна банка је централна банка Републике Хрватске која је самостална и независна у свом раду. Основни циљ ХНБ је одржавање ценовне стабилности, при чему, не доводећи у питање остваривање основног циља ХНБ подржава општу економску политику Владе РХ у складу са циљевима Европске уније, што се односи на остваривање уравнотеженог и одрживог привредног раста и високе стопе запослености. Такође, задатак ХНБ је и одржавање стабилности финансијског система у земљи. При остваривању ових циљева и задатака ХНБ на располагању има основне и остале инструменте монетарног регулисања. Основни инструменти пометарне политике су операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезна резерва. У оквиру осталих инструмента дефинисана су минимално потребна девизна потраживања (Хрватска народна банка, n.d.).

Политички систем Србије заснован је на начелу поделе власти на извршну, законодавну и судску власт. Носилац законодавне власти је Народна скупштина, а носилац извршне власти је Влада Републике Србије. Народна банка Србије је врховна монетарна институција у Републици Србији. Основни циљ НБС је постизање и очување стабилности цена. Поред монетарне стабилности, НБС је надлежна и за очување и јачање финансијског система, као и за пружање подршке Влади РС у остваривању циљева опште економске политике земље, уколико се тиме не угрожава оносвни циљ НБС. Као основни инструмент за остваривање циљева НБС користи референтну каматну стопу НБС. Поред референтне стопе, НБС примењује и операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезну резреву како би испунила задатке из своје надлежности. У складу са Законом о НБС, Народна банка Србије је самостална и независна институција.

Досадашња анализа изабраних централних банака и развијених и земаља у развоју показала је да, када је у питању монетарна политика, постоје приближно исти ставови везани за неопходност оставривања високе стопе независности централне банке како би се остварили циљеви. Консенсуз, такође постоји и код избора циљева и инструмената за њихово остваривање. Као оносвни циљ детерминисано је остваривање и одржавање ниске и стабилне стопе инфлације. Секундарни циљеви, који не угрожавају остваривање основног циља су финансисјка стабилност и подршка влади конкретне земље у остваривању циљева опште екномске политике земље, што се односи на одржив раст и високу стопу запослености. Ово је случај, што се из предходне елаборације види и код Велике Британије, Хрватке и Србије, као унитарних држава, али и код Савезне републике Немачке, као федерације. Централне банке ових земаља су самосталне и независне у остваривању овако детерминисаних циљева по њиховом приоритету. Међутим, Систем федералних резерви у САД подлеже надзору Конгреса, који има за циљ да осигура да се остваре економски циљеви максималне запослености и стабилних цена. То значи да се по питању дефинисања и спровођења одређеног режима монетарне политике, као и степена независности централне банке, као врховне монетарне институције, не може

одредити као образац утицај друштвено-политичког уређења земље на независност централне банке у спровођењу режима циљања инфлације.

1.3.2. Утицај модела организовања и функционисања централне банке на њену независност

Имајући у виду друштвено-политичко уређење, односно да ли се ради о унитарним или државама федералног устројства, и централне банке могу бити организоване као јединствене или као сложени систем. Са формирањем најпре Европске уније, а затим и Европске монетарне уније, конституисана је и наднационална централна банка, односно Европска централна банка 1999. године. Преовлађујући модел организационе структуре представља јединствена централна банка, која је карактеристична за унитарне државе и уједно најзаступљенији модел у свету. Према овом моделу, централна банка представља јединствену, врховну монетарну институцију надлежну за утврђивање и спровођење монетарно-кредитне политике једне државе.

У циљу сагледавања утицаја различитих организационих модела на степен независности централне банке, у наставку рада биће анализиране централне банке према три основна модела организације. Модел јединствене централне банке биће приказан на примеру Банке Енглеске, Народне банке Србије и Хрватске народне банке. Модел сложеног система биће анализиран на примеру Система федералних резерви Сједињених Америчких Држава и Бундесбанке као централне банке федерално уређене Немачке, док ће наднационални модел бити представљен кроз Европску централну банку као централну банку Европске монетарне уније. Оваква класификација омогућава поређење начина организовања и функционисања централних банака, као и сагледавање њиховог утицаја на степен институционалне и фактичке независности.

До настанка централних банака какве данас познајемо дошло је тако што је међу „привилегованим банкама“ које су постојале у не тако давној историји и које су имале право емитовања новца, једна међу њима добила је монопол над овом функцијом. „До настанка и развоја емисионих банака у Западној Европи дошло је непосредно пре индустријске револуције, што може упутити на закључак да су оне биле предуслов за убрзани индустријски развој. Институционализацијом емисионих банка започиње развој модерног банкарства у свету“ (Крстић, 2003, стр. 46). Иако је прва централна банка, као таква, била Шведска Риксбанка (Riksbank of Sweden), основана 1656. године, најутицајнија централна банка била је Централна банка Енглеске (Bank of England) која је основана 1694. године. Централна банка Енглеске је основана као приватна банка и представљала је банку државе чија је основна сврха била јавно добро и корист енглеског народа. Данас је то централна банка Уједињеног краљевства која се залаже за добробит енглеског народа одржавањем монетарне и финансијске стабилности (Bank of England, n.d.-a). Циљеви Банке утврђени су Статутом Централне банке Енглеске, а Комитет монетарне политике Банке формулише монетарну политику. Гувернера Централне банке Енглеске именује Краљица на предлог премијера. Према Закону о Централној банци Енглеске из 1998. године, гувернер и заменик гувернера имају мандат од 5 година са могућношћу реизбора (House of Commons Treasury Committee, 2011). Гувернер Енглеске

банке је и председавајући Комитета монетарне политике. У оквиру Централне банке Енглеске постоји Управни суд Банке (Bank's Court of Directors) и представља јединствени одбор који одређује стратегију и буџет организације и доноси кључне одлуке о ресурсима и именовањима (Bank of England, n.d.-b). Чланове суда именује Круна. Постоји пет извршних чланова: гувернер и четири заменика гувернера. Суд доноси одлуке о кључним питањима, док је на гувернеру свакодневно управљање Банком, укључујући и извршавање статутарних функција. Заменици гувернера одговорни су за монетарну политику, финансијску стабилност, тржишта и банкарство и пруденцијалну регулативу (Bank of England, 2018).

Оваква организациона структура Централне банке Енглеске доприноси високом степену њене институционалне независности. Разграничење надлежности између Комитета за монетарну политику, Управног суда Банке и гувернера, уз законом утврђене мандате руководства и самосталност у спровођењу монетарне политике, смањује могућност непосредног политичког утицаја на доношење одлука и обезбеђује кредибилитет Банке у остваривању њеног основног циља – очувања монетарне и финансијске стабилности.

Уставом Републике Хрватске који је донет 1990. године чланом 53. Хрватска народна банка одређена је као централна банка Републике Хрватске. Статут ХНБ уређен је Законом; ХНБ је самостална у свом раду и одговорна Хрватском сабору, а као основни циљеви детерминисана је одговорност Банке за стабилност националне валуте и обезбеђивање неопходне ликвидности за плаћања, како у земљи, тако и према иностранству. На снагу је1991. године ступила „Одлука о замени југословенксог динара хрватским динаром“. Ово је представљало прелазно решење све до 1994. године када је уведена куна као званично средство плаћања Републике Хрватске. Република Хрватска је званично постала чланица Европске уније 1. јула 2013. године (European Union, 2019). Како би дошло до приступања Републике Хрватске Европској унији, најпре је 2006., а затим и 2008. године дошло до измена и допуна Закона о ХНБ како би постала део Европског система централних банака и почела са обављањем својих задатака у складу са Статутом Европског система централних банака и Европском централном банком. Овим изменама утврђен је правни оквир деловања Хрватске народне банке у коме се посебно инсистирало на повећању степена независности ХНБ од законодавне и извршне власти, као и дефинисању ценовне стабилности као примарног циља монетарне политике ХНБ (Хрватска народна банка, 2019). Савет Хрватске народне банке састоји се од осам чланова, а чине га гувернер, заменик гувернера и шест вицегувернера. Савет је највише тело Хрватске народне банке и одговоран је за остваривање циља и извршавање задатака ХНБ-а. Председник Савета је гувернер (Хрватска народна банка, 2015). Према Закону о Хрватској народној банци (члан 80.1. и 80.4.) „Гувернера бира Скупштина на предлог Одбора за избор, именовања и управне послове, уз мишљење Одбора за финансије и државни буџет на период од 6 година“ (Хрватска народна банка, 2019).

„Народна банка краљевине Србије основана је 1884. године…по угледу на Белгијску народну банку, која је у то време важила као образац савременог организовања банкарске институције“ (Народна банка Србије, n.d.-a). Имајући у виду бурну историју Србије и Југославије па све до коначног распада Југославије, Банка се мењала упоредо са датим

околностима. Основана је као приватна акционарска установа која је била под непосредном државном контролом и у њеним почецима представљала је само кредитну установу. Привилегована народна банка краљевине Србије мења свој назив након I светског рата у Народну банку краљевине Срба, Хрвата и Словенаца, а затим 1929. године делује под називом Народна банка Краљевине Југославије кад јој се додељује улога старања о националној валути и њеној стабилности. Почевши од 1931. године Банка добија функцију спровођења монетарне и кредитне политике. Након II светског рата 1946. године Банка је национализована и наставља са радом под називом Народна банка Југославије. Овај назив се задржао све до коначног распада Југославије, са отцепљењем Црне Горе 2003. године када су Законом о Народној банци Србије утврђени положај, организација, овлашћења и функције Народне банке Србије Народна банка Србије, n.d.-a). НБС је 2006. године напустила режим руковођеног девизног курса, чиме су смањене и њене итервенције на девизном тржишту, а у августу исте године отпочела је са применом новог оквира монетарне политике који се односи на остваривање и одржавање ценовне стабилности.Стратегија монетарне политике коју је НБС спроводила у периоду од 2006. до 2008. године представља тзв. имплицитно таргетирање инфлације (Ивковић, 2016). Монетарни одбор НБС је 22. децембра 2008. године усвојио Меморандум којим је дефинисана формална примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. године у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Србије о циљању (таргетирању) инфлације. Поред дефинисања ценовне стабилности као основног циља, у настојању да оствари пуноправно чланство у Европској унији, Република Србија је усклађивала Закон о Народној банци Србије са Статутом Европског система централних банака и Европске централне банке законским одредбама које се односе на институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност где је дефинисано да је Народна банка Србије самостална и независна у обављању функција утврђених законом. Извршни одбор, гувернер и Савет гувернера представљају органе НБС (Народна банка Србије, 2008). **Извршни одбор** утврђује монетарну и девизну политику, као и активности ради очувања и јачања стабилности финансијског система. Чланови Извршног одбора су гувернер и вицегувернери. Народном банком Србије руководи **гувернер**, који заступа и представља Народну банку Србије. Према Закону о Народној банци Србије (члан 19.2.) гувернер се бира на шест година, с правом поновног избора, а бира га Народна скупштина на предлог председника Републике Србије (члан 19.1.) (Закон о Народној банци Србије, 2003). **Савет гувернера** чине пет чланова, укључујући и председника, које бира Народна скупштина на предлог одбора Народне скупштине надлежног за послове финансија. Чланови Савета бирају се на пет година, с правом поновног избора (Народна банка Србије, n.d.-b) .

Савезна Република Немачка и Сједињене америчке државе су државе федералног устројства, тако да немачка Бундесбанка и Систем федералних резерви представљају централне банке сложеног организационог система. „Централизација монетарне власти на федералном нивоу у СР Немачкој је извршена у јулу 1957. године доношењем Закона о немачкој Бундесбанци“ (Ђукић, 2006, стр. 64). Централа Бундесбанке налази се у Франкфурту на Мајни, док су регионалне канцеларије смештене у девет градова у Немачкој: Франкфурту, Хамбургу, Берлину, Хановеру, Диселдорфу, Лајпцигу, Мајнцу, Штутгарту и Минхену. Од 2007. године мрежу Бундесбанке чини укупно 47 филијала и

једна оперативна јединица, чији је територијални распоред приказан на слици у наставку текста. Организациона структура Бундесбанке заснива се на Извршном одбору који има шест чланова, централној канцеларији организованој кроз 14 департмана, девет регионалних канцеларија, 18 сервисних центара и разгранатој мрежи филијала, што омогућава ефикасно спровођење функција централне банке на целокупној територији Немачке.



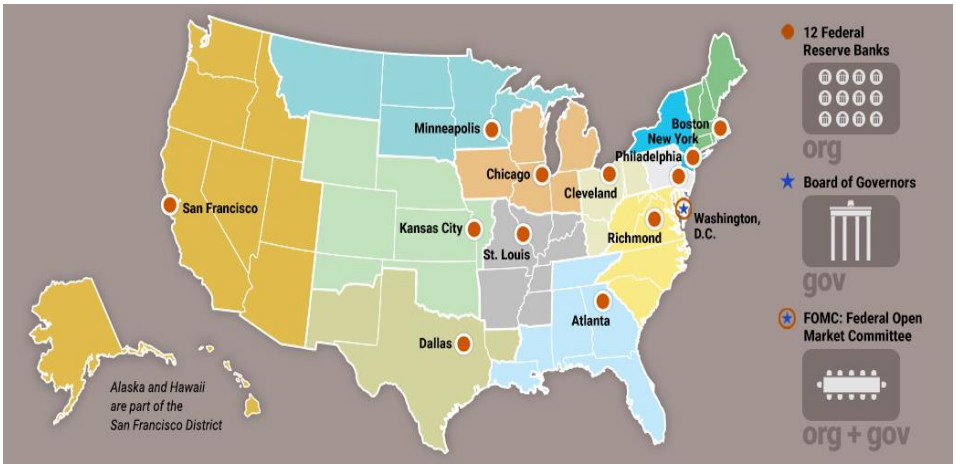
Слика 1.8: Локације централне и регионалних канцеларија и филијала немачке Бундесбанке У СР Немачкој

Извор: Deutsche Bundesbank. (n.d.). *Regional offices and branches of the Deutsche Bundesbank*. https://www.bundesbank.de/en/bundesbank/regional-offices-branches/regional-offices-and-branches-of-the-deutsche-bundesbank-617098

Задаци регионалних институција Бундесбанке у оквиру банкарске супервизије подразумевају мониторинг кредитних институција и пружаоца финансијских услуга у својим регионима и информисање шире јавности о питањима везаним за новац, монетарну политику и финансијска тржишта, док су филијале подређене регионалној канцеларији у оквиру регије којој припадају (Deutsche Bundesbank, n.d.-b) . Извршни одбор управља Бундесбанком и састоји се од председника, потпредседника и још четири члана. Чланове Извршног одбора именује председник Савезне Републике Немачке. Председника, потпредседника и још једног члана именује Савезна влада; остала три члана именује горњи дом парламента који представља савезне државе у договору са Савезном владом (Deutsche Bundesbank, n.d.-c). Поменули смо у претходном поглављу да је немачка Бундесбанка одговорна за спровођење монетарне политике Евросистема на територији Немачке, те да је ценовна стабилност дефинисана као оносвни циљ, а финансијска стабилност и подршка Влади у остваривању одрживог раста и високе стопе незапослености, као секундарни циљеви који не утичу на остваривање основног циља. Немачка Бундесбанка, као и централне банке свих земаља чланица ЕУ има висок ниво независности у свом раду. „Оквир монетарне политике Евросистема обухвата општа правила за

инструменте и процедуре монетарне политике Евросистема, који се користе за имплементацију одлука које доноси Управно веће ЕЦБ о монетарној политици у еврозони на децентрализован начин. Операције монетарне политике Евросистема извршавају се под јединственим условима у свим државама чланицама“ (Deutsche Bundesbank, n.d.).

Пре формирања Система федералних резерви, као централне банке САД-а, америчка економија била је ризична за улагања због честих банкарских паника, проузрокованих банкротствима истих. Радило се, дакле, о земљи која је била финансијски нестабилна. Како би се финансијска ситуација довела у ред, након неколико неуспелих покушаја, 23. децембра 1913. године донет је Закон о федералним резервама који је потписан од стране тадашњег председника САД-а Вудрова Вилсона (Woodrow Wilson) (Federal Reserve Bank of San Francisco, n.d.-a). Систем федералних резерви структуиран је тако да постоји Одбор гувернера, као централизована власт чије је седиште у Вашингтону и 12 банака федералних резерви које су децентрализоване и налазе се на територији САД (Минеаполис, Сан Франциско, Чикаго, Бостон, Њу Јорк, Филаделфија, Кливленд, Канзас Сити, Сент Луис, Ричмонд, Атланта, Далас и Вашингтон).Монетарну политику ФЕД-а формулише Комитет за отворено тржиште (FOMC). Позиције централне (где се налазе FOMC и Одбор гувернера) и децентрализованих резервних банака, односно организациона структура ФЕД-а приказана је на следећој слици:



Слика1.9: Организациона структура Система федералних резерви

Извор: Federal Reserve Bank of San Francisco. (n.d.-a). *What is the Fed? History*. https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2006/february/federal-reserve-history/

Одбор гувернера броји седам чланова које именује Председник САД-а и потврђује их Сенат на период од четрнаест година, што је знатно дуже од политичких мандата у циљу заштите од евентуалних политичких притисака. Председавајући Одбора и његов заменик имају мандат од четири године са могућношћу реизбора; њих, такође, именује Председник, а одобрава Сенат. „Резервне банке, познате и као дистриктне банке, су невладине организације, успостављене слично као приватне корпорације, али делују у јавном интересу“ (Federal Reserve Bank of San Francisco, n.d.-b). Регионалне банке Система

федералних резерви имају своје филијале које се налазе у 24 различита града на територији САД-а, а њихов задатак је спровођење свакодневних операција ФЕД-а. Федерални комитет за отворено тржиште има 12 чланова с правом гласа од којих је седам чланова Управног одбора и пет председника резервних банака ФЕД-а који се смењују. Регионална централна банка Њу Јорка је директно укључена у спровођењу операција монетарне политике. Законом о ФЕД-у дефинисани су пуна запосленост, стабилност цена и умерене дугорочне каматне стопе као основни циљеви монетарне политике, успостављени од стране америчког Конгреса. У остваривању ових циљева, FOMC настоји да што јасније објасни своје одлуке о монетарној политици јавности, да оствари пуну транспарентност и одговорност, како би се повећала делотворност монетарне политике (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019).

Европска централна банка по свом организационом моделу представља наднационалну централну банку, карактеристичну за земље које су удружене у монетарну унију. То значи да се државе монетарне уније одричу свог монетарног суверенитета, прихватају јединствену валуту, оснивају јединствену централну банку која спроводи јединствену монетарну и девизну политику (Марковић, Д, Фуртула, С, (2010), стр. 87). „Уговор о ЕЗ успоставио је ЕЦБ као специјализовану, независну организацију за вођење монетарне политике и обављање сродних функција. Организација ЕЦБ као централне банке одговара специфичној природи монетарне политике, тј. функцији јавне политике која се углавном спроводи путем операција на финансијском тржишту“ (Scheller, H, K, (2004), p. 43). „Структура централне банке осмишљена је налик Систему федералних резерви у САД у том смислу да централне банке сваке земље чланице имају улогу сличну улози банака Федералних резерви“ (Mishkin, F, S, (2004), p. 350). ЕЦБ се сматра најнезависнијом централном банком у свету, а основни циљ је остваривање стабилности цена. Чланови Извршног одбора ЕЦБ могу бити само држављани држава чланица а чине га председник, потпредседник и још четири члана, које именује и предлаже Европски савет након консулатције са Европским парламентом и Управним саветом ЕУ. Управни савет Европске централне банке чине чланови Извршног одбора ЕЦБ и гувернери националних централних банака држава чланица чија је валута евро.

На основу анализираних модела организовања централних банака може се закључити да степен њихове независности не зависи искључиво од организационог модела, већ пре свега од законског оквира, јасно дефинисаних надлежности, начина именовања и разрешења руководства, дужине мандата, институционалних механизама одговорности и степена заштите од политичког утицаја. Јединствени модел организације, карактеристичан за Банку Енглеске, Народну банку Србије и Хрватску народну банку, сложени модел, присутан код Бундесбанке и Система федералних резерви, као и наднационални модел Европске централне банке, показују да различита организациона решења могу обезбедити висок степен независности уколико су праћена одговарајућим институционалним и правним гаранцијама. Стога се може закључити да организациони модел представља важан институционални оквир за функционисање централне банке, али сам по себи није одлучујући фактор њене независности. Независност се пре свега остварује кроз квалитет законских решења, доследност њихове примене и институционалну праксу, што ће бити предмет детаљније анализе у наставку рада.

1.3.3. Макроекономске варијабле као фактор нивоа фактичке независности централне банке

Досадашње анализе узрочно-последичне везе инфлације и независности централне банке показале су да централне банке са већим степеном независности бележе ниже стопе инфлације, која је такође, стабилна. С друге стране, централне банке које успешно спроводе политику успостављања и одржавања ценовне стабилност имају кредибилитет који им омогућује да самостално доносе и спроводе одлуке монетарне политике. Неопходан услов ефикасне монетарне политике је независност централне банке. „Када имате независну централну банку готово је исто као да имате бесплатан ручак: постоје предности, али нема видљивих трошкова у погледу макроекономских показатеља“ (Grilli, Masciandaro, Tobellini, (1991), p. 375).

Приликом ових истраживања Grilli, Masciandaro, Tobellini, (1991) анализирали су утицај независности централне банке на стопу инфлације правивши разлику између две групе земаља: развијене и земље у развоју. Резултати су били различити за раличите групе земаља. У оквиру групе развијених земаља утврђено је да између независности и инфлације постоји обрнуто пропорционална веза. Прецизније, када су у питању развијене земље законом дефинисана независност је фактор који утиче на остваривање ниске и стабилне стопе инфлације. Ово није случај код земаља у развоју. „Највероватнији разлог за то је чињеница да је код земаља у развоју веза између стварне и законске независности једва постојала пре раних деведесетих госина“ (Cukierman, 2007, p. 14). У групи земаља у развоју битнија детерминанта инфлације је дужина мандата гувернера од законом дефинисане независности. „Укидање Бретонвудског система и инфлација 70-их година 20. века довело је до тога да институционалана независност има значајан негативана утицај на стопу депресијације реалне вредности новца у развијеним земљама, док промена гувернера централне банке има значајан позитиван утицај на ту стопу у земљама у развоју“ (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992, p. 372). „Поређењем новостворених централних банака у бившим социјалистим привредама са утицајем либерализације, дерегулације и ратова не проналази се однос између инфлације и законске независности током почетних фаза либерализације“ (Cukierman, Miller, Neyapti, 2002, p. 240-243). Међутим, када су ови процеси, карактеристични за финансијску глобализацију, прихваћени и одрживи у земљама које су успешно прошле кроз процес транзиције, појавила се веза, негативна, између стопе инфлације и институционалне независности.

„Између инфлације и независности централне банке постоји двосмерна каузалност“ (Cukierman, Webb & Neyapty, 1992, p. 376). Виша стопа независности гарантује остваривање и одржавање ниске и стабилне стопе инфлације. Са друге стране, висока инфлаторна стопа несумњиво ће утицати на смањење независности централне банке. Ово, пре свега из разлога што ће се централна банка наћи у проблему уколико не успе да у дужем временском периоду оствари и одржи ниску и стабилну стопу инфлације, што ће пољуљати поверење јавности, чиме ће централна банка изгубити свој кредибилитет и створити простора да се власти, с разлогом, умешају у њено пословање.

„Пораст независности централне банке доводи до остваривања ниже стопе инфлације, која, у дугом року, не иде на рачун економског раста“ (Fraser, 1994, p. 5-6). За разлику од утицаја централне банке на инфлацију, за утицај независности на економксе

макроекономске индикаторе, као што је стопа привредног раста није могуће успоставити јасну повезаност. Када се ради о развијеним земљама ова корелација уопште не постоји. Стога, имајући у виду да у развијеним земљама независност централне банке и реални раст немају узрочно-последичну везу, „независност централне банке карактерише се као „бесплатан ручак“ (Grilli, Masciandaro, Tobellini, 1991). Са друге стране, „земље у развоју не показују постојање везе између институционалне независности и стопе раста *per capita* дохотка, веза између привредног раста и стварне независности (као што показује политичка осетљивост централне банке и динамика промене гувернера) има позитиван утицај на стопу раста“ (Cukierman, A, (2007), p. 15).

Поред организационог модела, степен независности централне банке у савременим условима зависи и од ширег макроекономског и институционалног окружења у коме она послује. Висок ниво јавног дуга, развијеност и стабилност финансијских тржишта, степен отворености економије, интензитет међународних финансијских кретања, као и изложеност спољним економским и геополитичким шоковима могу значајно утицати на стварни степен независности централне банке (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Dincer & Eichengreen, 2014; Klomp & de Haan, 2010). Управо због тога се независност не може посматрати искључиво као правна категорија, већ као динамичан концепт чије остваривање зависи од интеракције институционалних решења, економских околности и кредибилитета монетарне политике (Klomp & de Haan, 2010). Ова питања биће предмет детаљније анализе у наставку рада кроз испитивање односа независности централних банака, инфлације, јавног дуга, финансијских тржишта и утицаја глобалних економских криза и међународних економских кретања на њихово функционисање.

1.3.3.1. Анализа односа институционалне независности централне банке и инфлације

Један од основних аргумената у прилог независности централне банке заснива се на претпоставци да институционално независна централна банка успешније остварује свој примарни циљ – очување ценовне стабилности. Управо због тога однос између независности централне банке и инфлације представља једно од највише истраживаних питања у савременој монетарној економији. Од краја осамдесетих година прошлог века до данас спроведен је велики број теоријских и емпиријских истраживања чији је циљ био да утврде да ли већи степен независности централне банке заиста доприноси нижој и стабилнијој инфлацији.

Највећи број ранијих истраживања полази од претпоставке да политички независна централна банка лакше одолева краткорочним притисцима извршне власти, што омогућава доследније спровођење монетарне политике усмерене ка очувању стабилности цена. Полазећи од концепта временске неконзистентности монетарне политике, бројни аутори указују да независност централне банке доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, стабилизацији инфлационих очекивања и смањењу инфлационе пристрасности, чиме се стварају услови за дугорочно очување ценовне стабилности.

Ипак, развој институционалних оквира централних банака, глобална финансијска криза из 2008. године, пандемија COVID-19 и снажан инфлаторни талас након 2021. године указали су да је однос између независности централне банке и инфлације сложенији него што су показивала ранија истраживања. Савремена литература све више наглашава да успешност независне монетарне политике зависи не само од законског степена независности, већ и од кредибилитета институција, транспарентности централне банке, квалитета управљања, фискалне дисциплине и способности да се очува стварна независност у условима снажних економских и финансијских поремећаја.

Полазећи од наведеног, у наставку ће најпре бити размотрени теоријски механизми посредством којих независност централне банке утиче на инфлацију, затим најзначајнија ранија и савремена емпиријска истраживања, а потом ће, на основу података који су предмет анализе ове докторске дисертације, бити приказан однос између институционалне независности централних банака и инфлационих кретања у посматраним развијеним и земљама у развоју.

У економској теорији независност централне банке представља један од најзначајнијих институционалних механизама за очување ценовне стабилности. Полази се од претпоставке да централна банка која је институционално и оперативно независна од краткорочних политичких интереса може доследније спроводити монетарну политику усмерену ка остваривању примарног циља – одржавању ниске и стабилне инфлације.

Теоријска основа овог приступа заснива се на проблему временске неконзистентности монетарне политике, који су развили Kydland и Prescott (1977), а касније унапредили Barro и Gordon (1983). Према овом приступу, владе су често склоне вођењу експанзивније монетарне политике ради остваривања краткорочних економских или политичких циљева, што може довести до повећања инфлације без трајног позитивног ефекта на економску активност и запосленост. Независност централне банке ограничава могућност таквог деловања и доприноси вођењу кредибилне и предвидиве монетарне политике.

Један од најважнијих канала преко којег независност централне банке утиче на инфлацију јесте формирање инфлационих очекивања. Уколико економски субјекти имају поверење да ће централна банка доследно спроводити политику усмерену ка очувању стабилности цена, инфлациона очекивања постају стабилнија, што олакшава контролу инфлације уз мање трошкове за реалну економију. На тај начин независност централне банке доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, смањењу инфлационе пристрасности и повећању поверења финансијских тржишта и јавности.

Истовремено, савремена литература указује да независност централне банке не треба посматрати као једини фактор који одређује кретање инфлације. На успешност монетарне политике утичу и бројни други фактори, као што су квалитет институција, транспарентност рада централне банке, координација са фискалном политиком, степен развијености финансијског система, као и глобални економски и геополитички шокови. Управо због тога новија истраживања све више анализирају независност централне банке као део ширег институционалног оквира који омогућава успешно очување ценовне стабилности.



Слика1.10: Канали посредством којих независност централне банке утиче на инфлацију

Извор: Сачинио аутор на основу: Kydland & Prescott (1977); Barro & Gordon (1983); Rogoff (1985); Alesina & Summers (1993); Eijffinger & De Haan (1996).

Шематски приказ показује да независност централне банке не утиче непосредно на кретање инфлације, већ посредством више међусобно повезаних механизама. Полазна претпоставка је да већи степен институционалне независности доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, што стабилизује инфлациона очекивања економских субјеката. У таквим условима централна банка је у могућности да доследније спроводи мере усмерене ка очувању ценовне стабилности, чиме се смањује инфлациона пристрасност и обезбеђује нижа и стабилнија стопа инфлације. Управо овај механизам представља теоријску основу већине емпиријских истраживања која су испитивала однос између независности централне банке и инфлације.

Однос између независности централне банке и инфлације представља једно од најинтензивније истраживаних питања у области монетарне економије. Још крајем осамдесетих и почетком деведесетих година прошлог века бројни аутори настојали су да емпиријски утврде да ли институционална независност централне банке доприноси успешнијој контроли инфлације. За разлику од истраживања која су се односила на економски раст, код којих нису добијени јединствени резултати, већина раних емпиријских студија потврдила је постојање негативне повезаности између степена независности централне банке и стопе инфлације.

Иако су се поједина истраживања разликовала у погледу избора узорка, временског периода и начина мерења независности централне банке, готово сва су указивала да већи степен институционалне независности доприноси нижој и стабилнијој инфлацији. Истовремено, поједини аутори указали су да се значај законске независности разликује између развијених земаља и земаља у развоју, те да је код земаља са тржиштима у настајању већи значај имала фактичка независност централне банке, која се најчешће мерила учесталошћу промене гувернера.

Најзначајнији резултати ранијих емпиријских истраживања о утицају независности централне банке на инфлацију приказани су у наредној табели.

Табела 1.4: Најзначајнија ранија емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на инфлацију

АУТОРИ	УЗОРАК	ГЛАВНИ РЕЗУЛТАТ
BADE & PARKIN (1988)	12 индустријских земаља	Земље са независнијим централним банкама у просеку остварују ниже стопе инфлације.
GRILLI, MASCIANDARO & TABELLINI (1991)	18 индустријских земаља	Виши степен политичке и економске независности повезан је са нижом инфлацијом, без негативног утицаја на привредни раст.
CUKIERMAN, WEBB & NEYAPTI (1992)	70 развијених и земаља у развоју	Законска независност значајно утиче на инфлацију у развијеним земљама, док је у земљама у развоју важнија фактичка независност (учесталост смене гувернера).
ALESINA & SUMMERS (1993)	16 развијених земаља	Потврђена је снажна негативна повезаност између независности централне банке и инфлације, без негативног утицаја на дугорочни економски раст.
EIJFFINGER & DE HAAN (1996)	Преглед емпиријске литературе	Већина дотадашњих истраживања потврђује да независност централне банке представља важну детерминанту ниске и стабилне инфлације.

Извор: Сачинио аутор на основу: Bade & Parkin (1988); Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991); Cukierman, Webb & Neyapti (1992); Alesina & Summers (1993); Eijffinger & De Haan (1996).

Анализа резултата приказаних у табели показује да је управо однос између независности централне банке и инфлације један од најдоследније потврђених налаза у савременој монетарној економији. Иако су поједина истраживања спроведена на различитим узорцима земаља, у различитим временским периодима и применом различитих индекса независности, већина аутора долази до закључка да већи степен независности централне банке доприноси нижој и стабилнијој инфлацији. Ови резултати представљали су основу за бројне институционалне реформе централних банака током деведесетих година прошлог века, када је значајан број држава законом ојачао институционалну, функционалну и персоналну независност својих монетарних власти (Alesina & Summers, 1993; Eijffinger & De Haan, 1996).

Рана емпиријска истраживања, попут студија Bade-a и Parkin-a (1988), Grilli-ja, Masciandaro-a и Tabellini-ja (1991), као и Alesina-е и Summers-a (1993), показала су да земље са већим степеном законске независности централних банака у просеку бележе ниже стопе инфлације, без негативног утицаја на дугорочне макроекономске перформансе. Посебан значај има истраживање Cukierman-a, Webb-a и Neyapti-ja (1992), које је показало да се

ефекти законске независности разликују у зависности од степена развијености земље. Док је у развијеним економијама законска независност снажно повезана са ценовном стабилношћу, у земљама у развоју значајнијим су се показали показатељи фактичке независности, пре свега учесталост смене гувернера централне банке, као индикатор изложености политичким притисцима.

Такође, резултати ових истраживања указују да се независност централне банке не може посматрати искључиво као формално-правна категорија. Законом утврђен висок степен независности не мора нужно значити да централна банка у пракси располаже истим степеном самосталности у доношењу одлука. Управо због тога, већ средином деведесетих година почињу да се развијају приступи који, поред законске независности, све више наглашавају значај стварне независности, кредибилитета институције и способности централне банке да одоли политичким притисцима.

Резултати ранијих емпиријских истраживања поставили су основу за прихватање става да независност централне банке представља један од кључних институционалних предуслова очувања ценовне стабилности. Међутим, значајне промене у глобалном економском окружењу током последње две деценије условиле су и развој нових истраживачких приступа. Глобална финансијска криза из 2008. године, дужничка криза у еврозони, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни шок након 2021. године показали су да однос између независности централне банке и инфлације не зависи искључиво од законског степена независности, већ и од способности централне банке да у пракси очува кредибилитет и отпорност на политичке и фискалне притиске.

Због тога се савремена литература све више удаљава од једноставног испитивања статистичке повезаности између независности и инфлације, а пажњу усмерава на анализу квалитета институционалног оквира, транспарентности, финансијске независности, одговорности централне банке и њене способности да успешно управља инфлационим очекивањима у условима изражених економских поремећаја. Истовремено, развијени су и нови индекси независности који превазилазе ограничења класичног CWN индекса и обухватају већи број институционалних елемената независности.

Најзначајнији резултати савремених емпиријских истраживања приказани су у наредној табели (1.5).

Анализа резултата приказаних у табели 1.5. показује да савремена литература у великој мери потврђује основни закључак ранијих истраживања – независност централне банке остаје један од најзначајнијих институционалних предуслова очувања ценовне стабилности. Међутим, за разлику од класичних студија, новија истраживања независност више не посматрају искључиво као формално-правну категорију, већ као сложен институционални концепт који обухвата кредибилитет, транспарентност, финансијску самосталност и способност централне банке да одоли политичким и фискалним притисцима.

Табела 1.5: Савремена емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на инфлацију

АУТОРИ	УЗОРАК / ПЕРИОД	ГЛАВНИ РЕЗУЛТАТ
KLOMP & DE HAAN (2010)	Метаанализа емпиријских студија	Потврђују да независност централне банке у просеку доприноси нижој инфлацији, али је јачина ефекта условљена институционалним окружењем.
DINCER & EICHENGREEN (2023)	Проширена база независности централних банака	Независност остаје важан фактор контроле инфлације, али је неопходно анализирати и стварну примену законских решења.
ROMELLI (2024)	Глобална база података о реформама централних банака	Земље које су спровеле институционалне реформе независности остариле су већи кредибилитет монетарне политике и успешније контролисале инфлациона очекивања. (SUERF)
ADRIAN, KHAN & MENAND (2024)	Нови глобални индекс независности централних банака	Класични CWN индекс више не обухвата све елементе независности. Нови индекс укључује финансијску независност, буџетску аутономију, састав управљачких тела и транспарентност, што омогућава прецизнију анализу утицаја независности на инфлацију. (IMF)
JUNG, FARVAQUE & ROMELLI (2025)	155 земаља (1972–2023)	Реформе које јачају независност централне банке доприносе већој монетарној дисциплини и успешнијем очувању ценовне стабилности, посебно у земљама са развијеним институцијама. (European Central Bank)

Извор: Сачинио аутор на основу: Klomp & De Haan (2010); Dincer & Eichengreen (2023); Romelli (2024); Adrian, Khan & Menand (2024); Jung, Farvaque & Romelli (2025).

Посебан допринос савременој литератури представља развој нових индекса независности централних банака. Рад Adrian-a, Khan-a и Menand-a (2024) представља прву свеобухватну ревизију мерења независности након више од три деценије и указује на ограничења класичног CWN индекса, који не обухвата бројне институционалне елементе значајне за савремено функционисање централних банака. Нови индекс проширује анализу укључивањем финансијске независности, буџетске аутономије, начина формирања управљачких тела и других институционалних карактеристика које су током последњих деценија добиле на значају.

Истовремено, резултати новијих истраживања указују да је након глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 дошло до постепеног померања фокуса са питања да

ли независност централне банке утиче на инфлацију ка питању под којим условима независна централна банка може успешно очувати ценовну стабилност. У том смислу, све већи значај добијају кредибилитет институција, транспарентност монетарне политике, квалитет управљања и координација са осталим носиоцима економске политике. Управо због тога савремена литература независност централне банке посматра као динамичан институционални концепт, чији се стварни ефекти могу разумети једино у ширем макроекономском и институционалном контексту.

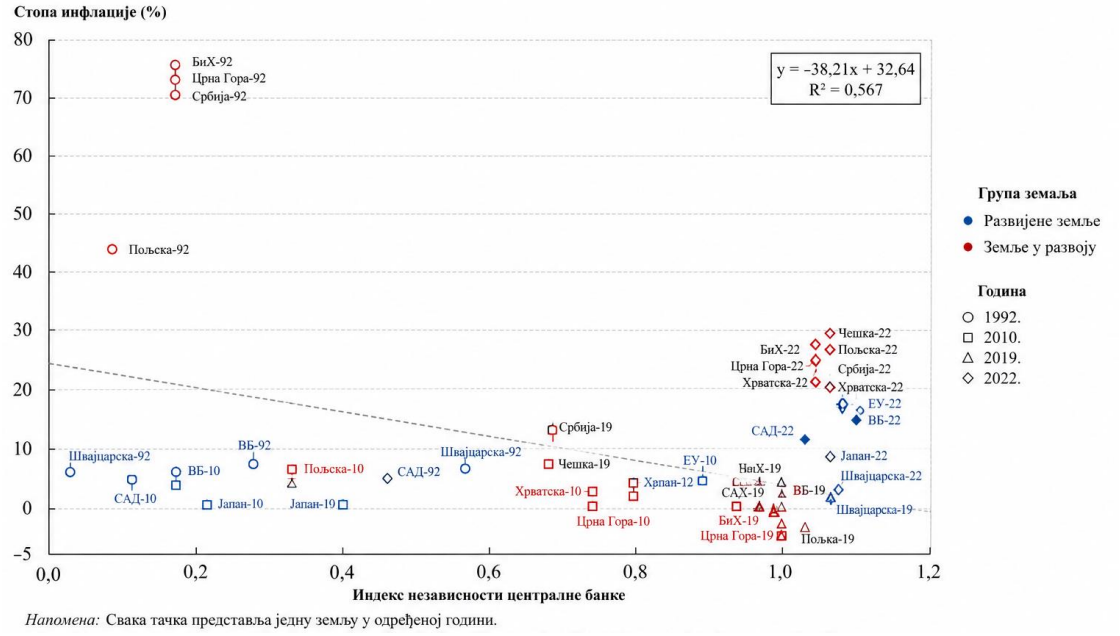
Иако су савремена истраживања развила нове приступе мерењу независности централних банака и указала на одређена ограничења класичних индекса, за потребе овог истраживања као основа за мерење институционалне независности примењена је методологија Cukierman-a, Webb-a и Neyapti-ja (1992). Избор наведене методологије заснива се, пре свега, на чињеници да она представља најшире прихваћен и најчешће примењиван оквир у компаративним истраживањима независности централних банака, што омогућава поређење добијених резултата са великим бројем претходних емпиријских студија.

Поред тога, CWN индекс омогућава доследно мерење институционалне независности у дужем временском периоду, што је од посебног значаја за ово истраживање, будући да обухвата анализу више земаља и више временских пресека (1992, 2010, 2019. и 2022. година). Примена новијих индекса независности, иако методолошки напреднијих, онемогућила би поређење резултата са ранијим истраживањима, јер за већину посматраних периода и земаља не постоје упоредиве временске серије.

Имајући у виду наведено, савремена истраживања у овој дисертацији имају улогу да прикажу развој научне мисли и нове приступе мерењу независности централних банака, док је емпиријски део истраживања заснован на CWN методологији, која и даље представља референтни оквир у великом броју компаративних анализа независности централних банака (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2023; Adrian, Khan & Menand, 2024).

Полазећи од наведених теоријских и методолошких поставки, а ради сагледавања односа између институционалне независности централне банке и инфлације у различитим макроекономским условима, у наставку је приказана компаративна анализа степена независности централних банака и стопе инфлације у одабраним временским пресецима. Анализа је заснована на CWN индексу независности, што омогућава упоредивост добијених резултата са класичним емпиријским истраживањима, али и критичко сагледавање њихове применљивости у савременим економским условима.

За разлику од претходно приказаних емпиријских истраживања, која су анализирала различите узорке земаља и примењивала различите методологије мерења независности централних банака, у наставку је приказана анализа заснована на подацима који су прикупљени и систематизовани за потребе овог истраживања.



Напомена: Свака тачка представља једну земљу у одређеној години.

Слика1.11: Компаративни приказ кретања институционалне независности централних банака и инфлације у одабраним земљама (1992, 2010, 2019. и 2022. година)

Извор: Сачинио аутор на основу података: Cukierman et al. (1992); Dincer & Eichengreen (2014); Adrian, Khan & Menand (2024); International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*.

Анализа података приказаних на графикону показује да, посматрано у целини, постоји тенденција да земље са вишим степеном институционалне независности централних банака остварују ниже и стабилније стопе инфлације. Такав налаз у великој мери је у складу са резултатима класичних и савремених емпиријских истраживања, која независност централне банке препознају као један од кључних институционалних предуслова очувања ценовне стабилности (Cukierman et al., 1992; Alesina & Summers, 1993; Klomp & De Haan, 2010).

Посматрано по временским пресецима, најизраженија повезаност уочава се 1992. године, када су земље са нижим степеном институционалне независности истовремено бележиле и највише стопе инфлације. У наредним деценијама постепено јачање институционалне независности централних банака било је праћено знатно нижим и стабилнијим стопама инфлације, што указује на значај институционалних реформи спроведених у великом броју земаља током деведесетих и почетком двехиљадитих година.

Међутим, резултати за 2022. годину показују да однос између независности централне банке и инфлације није линеаран нити искључиво условљен институционалним решењима. И поред високог степена институционалне независности, већина посматраних централних банака суочила се са снажним растом инфлације као последицом

глобалних поремећаја изазваних пандемијом COVID-19, прекидима у ланцима снабдевања, енергетском кризом и геополитичким тензијама. То указује да независност централне банке представља неопходан, али не и довољан услов за очување ценовне стабилности у условима снажних спољних шокова (Adrian, Khan, & Menand, 2024).

Приказани резултати потврђују да институционална независност централне банке представља важан предуслов за успешно спровођење монетарне политике и контролу инфлације. Истовремено, они указују да се ефекти независности не могу посматрати изоловано од ширег макроекономског и институционалног окружења, што потврђује потребу да се анализа независности централне банке прошири и на друге макроекономске показатеље. У том контексту, поред очувања ценовне стабилности, посебно је значајно испитати да ли и у којој мери независност централне банке доприноси динамици привредног раста, што представља предмет анализе наредног потпоглавља.

1.3.3.2. Анализа утицаја независности централне банке на ниво БДП-а

Након анализе односа између независности централне банке и инфлације, поставља се питање да ли виши степен независности има утицај и на реалну економску активност, односно на ниво и динамику бруто домаћег производа. За разлику од односа независности и инфлације, где већина истраживања указује на негативну повезаност између независности централне банке и стопе инфлације, веза између независности и привредног раста је сложенија и мање директна. Независност централне банке пре свега доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, стабилизацији инфлационих очекивања и очувању макроекономске стабилности, што посредно може створити повољније услове за дугорочни привредни раст (Alesina & Summers, 1993; Klomp & de Haan, 2010).

Ипак, независност централне банке не треба посматрати као фактор који самостално и непосредно доводи до већег раста БДП-а. На кретање БДП-а утичу бројни други фактори, као што су фискална политика, ниво јавног дуга, инвестиције, продуктивност, развијеност финансијских тржишта, спољнотрговинска кретања и глобални економски шокови. Новија истраживања управо наглашавају да ефекти независности централне банке зависе од ширег политичког, институционалног и макроекономског окружења, као и од начина на који је независност заштићена у пракси, а не само формално законом (Adrian et al., 2024; Jung et al., 2025).

Због тога се у наставку рада анализира да ли независност централне банке утиче на ниво БДП-а непосредно, или се њен значај пре свега испољава посредно — кроз стабилнију инфлацију, већи кредибилитет монетарне политике, ниже ризике и повољније услове за дугорочан економски раст.

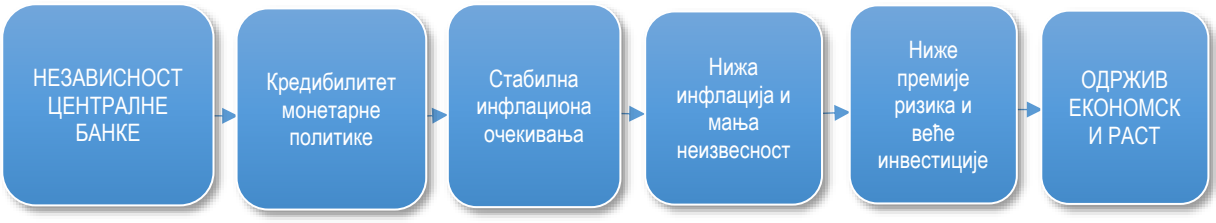
За разлику од односа између независности централне банке и инфлације, који је у економској литератури релативно добро потврђен бројним емпиријским истраживањима, веза између независности централне банке и економског раста далеко је сложенија и није дала јединствене закључке. Док већина аутора прихвата да већи степен независности доприноси очувању ценовне стабилности, постоје различита мишљења о томе да ли се овај ефекат директно преноси и на дугорочни привредни раст.

Основни разлог за непостојање јединствених резултата лежи у чињеници да независност централне банке не утиче непосредно на раст бруто домаћег производа, већ посредно, преко већег броја међусобно повезаних макроекономских механизама. Независна централна банка, ослобођена краткорочних политичких притисака, доследније спроводи монетарну политику усмерену ка очувању ценовне стабилности, чиме доприноси јачању кредибилитета монетарне политике и стабилизацији инфлационих очекивања. Последично, смањује се макроекономска неизвесност, опадају премије ризика, а економски субјекти лакше доносе одлуке о инвестицијама, штедњи и дугорочном финансирању.

У таквим условима ствара се повољније институционално окружење за привредни раст. Нижа и стабилнија инфлација доприноси ефикаснијем функционисању механизма цена, омогућава рационалнију алокацију ресурса и смањује дисторзије које настају услед нестабилног ценовног окружења. Истовремено, већа предвидивост монетарне политике повећава поверење инвеститора, смањује неизвесност у погледу будућих каматних стопа и подстиче дугорочна инвестициона улагања, што представља један од основних предуслова одрживог економског раста (Eijffinger & De Haan, 1996).

С друге стране, део литературе указује да претерано рестриктивна монетарна политика, која је често повезана са високо независним централним банкама, може краткорочно ограничити економску активност. Више реалне каматне стопе могу смањити инвестициону активност и агрегатну тражњу, што се неповољно одражава на привредни раст, нарочито у периодима економских криза или споријег привредног опоравка (Alesina & Summers, 1993). Из тог разлога поједини аутори сматрају да независност централне банке сама по себи није довољан услов за убрзање економског раста, већ да њени ефекти зависе од квалитета институција, фискалне дисциплине, степена развијености финансијског система и укупног макроекономског окружења.

Савремена економска литература све више напушта настојање да докаже постојање директне узрочно-последичне везе између независности централне банке и стопе раста бруто домаћег производа. Уместо тога, тежиште анализе помера се ка испитивању посредних ефеката независности, пре свега кроз очување ценовне и финансијске стабилности, јачање кредибилитета монетарне политике и стабилизацију инфлационих очекивања. Посматрано из тог угла, независност централне банке представља значајан институционални предуслов одрживог дугорочног економског развоја, иако сама по себи не гарантује више стопе привредног раста.



Слика 1.12: Канали посредством којих независност централне банке утиче на економски раст

Извор: Сачинио аутор на основу: Alesina & Summers (1993); Eijffinger & De Haan (1996); Fischer (1993); Rogoff (1985).

Питање утицаја независности централне банке на економски раст дуго је представљало једну од најзначајнијих тема у области монетарне економије. Док је већ почетком деведесетих година прошлог века успостављен релативно широк консензус да већи степен независности централне банке доприноси нижој и стабилнијој инфлацији, резултати истраживања која су испитивала њен утицај на привредни раст показали су знатно већу неуједначеност.

Највећи број раних емпиријских студија полазио је од претпоставке да независна централна банка, захваљујући већем кредибилитету монетарне политике и успешној контроли инфлације, може створити повољније услове за дугорочни економски раст. Међутим, резултати ових истраживања нису били једнозначни. Док су поједини аутори указивали на посредан позитиван утицај независности преко очувања макроекономске стабилности, други нису пронашли статистички значајну везу између институционалне независности централне банке и стопе раста бруто домаћег производа.

Разлике у добијеним резултатима последица су, пре свега, различитих методологија мерења независности централних банака, различитог временског периода анализе, избора узорка земаља, као и различитих макроекономских и институционалних услова у којима су истраживања спроведена. Управо због тога значајно је систематизовати најважније резултате ранијих емпиријских студија, које су поставиле теоријске основе за касније истраживања односа између независности централне банке и економског раста.

Табела 1.6: Преглед најзначајнијих емпиријских истраживања о односу независности централне банке и економског раста

АУТОРИ	УЗОРАК	ПОКАЗАТЕЉ НЕЗАВИСНОСТИ	ГЛАВНИ РЕЗУЛТАТ
DE LONG & SUMMERS (1992)	Индустријске земље	Индекс независности	Позитивна повезаност независности и продуктивности/раста.
ALESINA & SUMMERS (1993)	Развијене земље	Правна независност	Нема статистички значајне везе са просечним растом БДП-а; снажна негативна веза са инфлацијом.
CUKIERMAN ET AL. (1993)	Развијене и земље у развоју	Правни индекс и учесталост смене гувернера	У развијеним земљама нема јасне везе; у земљама у развоју већа фактичка независност повезана је са већим растом.
FISCHER (1993)	Више земаља	Индиректна анализа	Висока инфлација негативно утиче на раст, па независност посредно може подстаћи раст.
EIJFFINGER & DE HAAN (1996)	Преглед литературе	Компаративна анализа	Не постоји јединствен закључак о директном утицају независности на економски раст.

Извор: Сачинио аутор на основу резултата истраживања De Long & Summers (1992), Alesina & Summers (1993), Cukierman et al. (1993), Fischer (1993) и Eijffinger & De Haan (1996).

Анализа резултата приказаних у табели показује да ранија емпиријска истраживања нису довела до јединственог закључка о постојању директне везе између независности централне банке и економског раста. Иако се већина аутора слаже да независност централне банке има значајан допринос очувању ценовне стабилности, њен утицај на привредни раст остаје предмет бројних расправа.

Истраживања De Long-a и Summers-a (1992) указују на постојање позитивне повезаности између независности централне банке и економског раста у индустријским земљама. Насупрот томе, Alesina и Summers (1993) нису пронашли статистички значајну везу између институционалне независности централне банке и просечне стопе раста бруто домаћег производа, иако су потврдили снажан негативан однос између независности централне банке и инфлације. Ови резултати указују да успешна контрола инфлације не подразумева нужно и више стопе економског раста.

Сличне закључке износе и Cukierman и сарадници (1993), који истичу да се резултати разликују у зависности од степена развијености земље и начина мерења независности централне банке. Док у развијеним економијама није утврђена јасна повезаност између институционалне независности и економског раста, у земљама у развоју уочена је позитивна повезаност када се независност посматра кроз показатеље фактичке независности, пре свега учесталост смене гувернера централне банке.

С друге стране, Fischer (1993) указује да независност централне банке може имати посредан утицај на економски раст. Полазећи од чињенице да висока и нестабилна инфлација негативно утиче на инвестиције, продуктивност и ефикасност алокације ресурса, аутор закључује да мере усмерене ка очувању ценовне стабилности истовремено стварају повољније услове за дугорочни економски развој.

Најобухватнији приказ резултата раније литературе дали су Eijffinger и De Haan (1996), који су, анализирајући велики број емпиријских студија, закључили да не постоји јединствен научни став о директном утицају независности централне банке на економски раст. Према њиховом мишљењу, независност централне банке представља важан институционални предуслов макроекономске стабилности, али њен допринос привредном расту зависи од бројних фактора, као што су квалитет институција, вођење фискалне политике, развијеност финансијског система и укупан економски амбијент.

Иако су рана емпиријска истраживања поставила теоријске основе за анализу односа између независности централне банке и економског раста, значајне промене у глобалном економском окружењу условиле су и промену истраживачког приступа. Глобална финансијска криза из 2008. године, дужничка криза у еврозони, пандемија COVID-19 и снажан инфлаторни талас након 2021. године показали су да се улога централних банака више не може посматрати искључиво кроз традиционално вођење монетарне политике усмерене на очување ценовне стабилности. Централне банке су све чешће примењивале нестандардне инструменте монетарне политике, преузимајући и значајну улогу у очувању финансијске стабилности и ублажавању економских криза.

У складу са овим променама, савремена литература све мање настоји да докаже постојање непосредне везе између независности централне банке и стопе економског раста. Уместо тога, тежиште истраживања помера се ка анализи механизама посредством

којих независност доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, стабилизацији инфлационих очекивања, очувању финансијске стабилности и стварању институционалних предуслова за одржив дугорочни економски раст.

Истовремено, новија истраживања указују да ефекти независности централне банке нису једнаки у свим земљама. Њихова успешност зависи од квалитета институција, степена демократског развоја, фискалне дисциплине, режима девизног курса и укупног институционалног окружења. Због тога савремена литература независност централне банке све више посматра као један од елемената ширег институционалног оквира који омогућава стабилан и одржив економски развој, а не као изолован фактор привредног раста.

Најзначајнији резултати савремених емпиријских истраживања о утицају независности централне банке на економски раст приказани су у наредној табели.

Табела 1.7: Савремена емпиријска истраживања о утицају независности централне банке на економски раст

Аутори	*Узорак / период*	*Основни закључак*
Klomp & De Haan (2010)	Метаанализа више емпиријских студија	Не постоји јединствен доказ о директном утицају независности на економски раст; ефекти зависе од институционалног окружења.
Iwasaki & Uegaki (2017)	Транзиционе економије	Квалитет институција и владавина права имају значајнији утицај на раст од саме законске независности централне банке.
Romelli (2024)	Глобални индекс независности централних банака	Независност повећава кредибилитет монетарне политике, али се њен утицај на економски раст испољава посредно, преко стабилности цена и институционалног поверења. (Davide Romelli)
Jung, Romelli & Farvaque (2025)	155 земаља (1972–2023)	Реформе које повећавају независност централне банке јачају монетарну дисциплину и кредибилитет, а њихови ефекти су најизраженији у демократским земљама и земљама са флексибилним девизним курсом. (European Central Bank)

Извор: Сачинио аутор на основу: Klomp & De Haan (2010); Iwasaki & Uegaki (2017); Romelli (2024); Jung, Romelli & Farvaque (2025).

Анализа савремених емпиријских истраживања приказаних у табели показује да је током последње две деценије дошло до значајне промене у приступу проучавању односа између независности централне банке и економског раста. Док су ранија истраживања настојала да утврде постојање директне статистичке повезаности између независности и стопе раста бруто домаћег производа, новија литература све више указује да је овај однос знатно сложенији и условљен ширим институционалним и макроекономским окружењем.

Резултати савремених истраживања показују да независност централне банке сама по себи не представља довољан услов за остваривање виших стопа економског раста. Њен допринос економском развоју испољава се пре свега посредно, кроз очување ценовне и финансијске стабилности, јачање кредибилитета монетарне политике, стабилизацију инфлационих очекивања и смањење макроекономске неизвесности. Истовремено, квалитет институција, владавина права, фискална дисциплина и степен развијености финансијског система представљају факторе који у значајној мери одређују да ли ће независност централне банке дати очекиване макроекономске резултате.

Посебно је значајно што новија истраживања све више указују да је очување стварне независности централне банке у кризним периодима знатно сложеније него што је то указивала ранија литература. Глобална финансијска криза, пандемија COVID-19 и накнадни инфлаторни шокови довели су до широке примене нестандардних инструмената монетарне политике и интензивније координације монетарне и фискалне политике. Такве околности допринеле су јачању расправа о границама независности централне банке, јер су бројне монетарне мере биле усмерене не само на очување ценовне и финансијске стабилности, већ и на обезбеђивање повољних услова финансирања јавног сектора.

На основу анализиране литературе може се закључити да савремени приступ независност централне банке не посматра искључиво као правну или институционалну категорију, већ као динамичан концепт чија се стварна независност испољава управо у условима изражених економских и финансијских поремећаја. У том контексту, све већи значај добија питање односа између монетарне и фискалне политике, односно могућности да висока задуженост државе и потреба за сервисирањем јавног дуга ограниче самосталност централне банке у вођењу монетарне политике. Управо из тог разлога, у наредном поглављу посебна пажња биће посвећена анализи феномена фискалне доминације и подређености централне банке фискалној политици ради сервисирања јавног дуга.

1.3.3.3. Подређеност централне банке фискалној политици ради сервисирања јавног дуга

Питање односа између независности централне банке и фискалне политике посебно долази до изражаја у условима високог јавног дуга и повећаних потреба државе за финансирањем. Иако је независност централне банке најчешће повезана са способношћу да самостално води монетарну политику ради очувања ценовне стабилности, њена стварна независност у значајној мери зависи и од односа према фискалним властима. Уколико је централна банка изложена притисцима да директно или индиректно подржава финансирање буџетског дефицита и сервисирање јавног дуга, њена монетарна политика може бити подређена фискалним потребама државе (Cukierman et al., 1992; Sargent & Wallace, 1981).

Финансијска независност централне банке, у том смислу, подразумева ограничење или забрану директног кредитирања државе, као и јасно дефинисане услове под којима

централна банка може учествовати у операцијама са државним хартијама од вредности. Управо због тога Cukierman, Webb и Neyapti (1992) у оквиру мерења независности централне банке посебан значај придају ограничењима у кредитирању јавног сектора. Што су ова ограничења строжа, то је већи степен финансијске независности централне банке и мања могућност да монетарна политика буде употребљена за покривање фискалних неравнотежа (Cukierman et al., 1992).

Иако су савремени законски оквири већине централних банака формално забранили директно финансирање државе, искуства глобалне финансијске кризе, дужничке кризе у еврозони и пандемије COVID-19 показала су да се граница између монетарне и фискалне политике у пракси може значајно замаглити. Примена нестандардних инструмената монетарне политике, програми куповине државних обвезница и обезбеђивање повољних услова финансирања јавног сектора поново су отворили питање да ли централне банке у кризним условима остају потпуно независне или постају делимично подређене фискалним потребама државе (Blanchard, 2019; Goodhart, 2021; Adrian, Khan, & Menand, 2024).

Због тога се у савременој литератури све већа пажња посвећује феномену фискалне доминације, односно ситуацији у којој висок ниво јавног дуга и потреба за његовим сервисирањем ограничавају способност централне банке да самостално спроводи монетарну политику. У таквим околностима централна банка може бити суочена са притиском да одржава ниске каматне стопе, купује државне хартије од вредности или одлаже рестриктивније мере монетарне политике, како не би повећала трошкове задуживања државе (Sargent & Wallace, 1981; Leeper, 1991; Blanchard, 2019).

У теорији монетарне економије полази се од претпоставке да је очување независности централне банке један од основних предуслова успешног спровођења монетарне политике. Међутим, у условима високог јавног дуга и растућих буџетских дефицита може доћи до ситуације у којој фискалне потребе државе почињу да утичу на одлуке централне банке. У таквим околностима монетарна политика постепено губи самосталност и постаје подређена циљу обезбеђивања повољних услова финансирања јавног дуга (Sargent & Wallace, 1981; Blanchard, 2019).

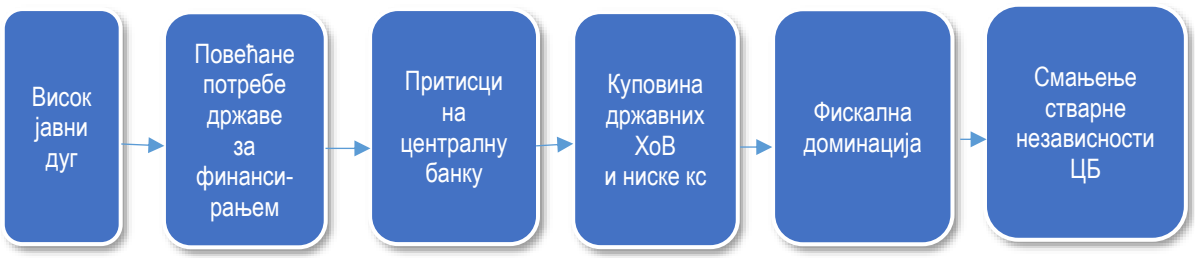
Основу оваквог приступа представља концепт фискалне доминације, који подразумева да висина јавног дуга и одрживост јавних финансија у значајној мери одређују простор за вођење независне монетарне политике. Уколико би централна банка у таквим условима повећала каматне стопе ради сузбијања инфлације, дошло би до раста трошкова сервисирања јавног дуга, што би могло угрозити фискалну одрживост. Због тога се централна банка може наћи под притиском да задржи ниже каматне стопе или да посредством куповине државних хартија од вредности обезбеди повољније услове задуживања државе (Leeper, 1991; Blanchard, 2019; Adrian et al., 2024).

Савремена литература указује да оваква координација монетарне и фискалне политике није нужно проблематична у условима дубоких економских криза, када заједничко деловање обе политике може допринети стабилизацији привреде. Међутим, уколико оваква пракса постане трајна, јавља се ризик од постепеног слабљења стварне независности централне банке, јер монетарна политика престаје да буде искључиво усмерена ка

очувању ценовне стабилности и све више постаје инструмент очувања фискалне одрживости (Goodhart, 2021; Adrian et al., 2024).

Сходно томе, савремени концепт независности централне банке подразумева не само законску забрану директног финансирања буџетског дефицита, већ и способност централне банке да, упркос високим нивоима јавног дуга и политичким притисцима, самостално доноси одлуке у складу са својим законом утврђеним циљевима. Управо због тога питање фискалне доминације данас представља један од најзначајнијих изазова за очување стварне независности централних банака (Adrian, Khan, & Menand, 2024; Jung, Farvaque, & Romelli, 2025).

На основу претходно изложених теоријских ставова може се уочити да однос између јавног дуга, фискалне политике и независности централне банке представља сложен процес који се одвија кроз више међусобно повезаних механизама. Ради лакшег сагледавања ових односа, на наредној слици приказан је механизам посредством којег повећање јавног дуга може довести до јачања фискалних притисака и постепеног слабљења стварне независности централне банке.



Слика 1.13: Механизам подређености централне банке фискалној политици

Извор: Сачинио аутор на основу: Thomas Sargent & Neil Wallace (1981); Alberto Alesina & Lawrence H. Summers (1993); Alex Cukierman, Webb & Neyapti (1992); Olivier Blanchard (2019); Adrian, Khan & Menand (2024).

Шематски приказ показује да подређеност централне банке фискалној политици не настаје као последица једног појединачног фактора, већ представља резултат постепеног јачања фискалних притисака услед раста јавног дуга и повећаних потреба државе за финансирањем. У таквим околностима централна банка може бити принуђена да монетарну политику прилагођава циљу очувања фискалне одрживости, што повећава ризик од фискалне доминације и слабљења њене стварне независности. Управо овај механизам представља полазиште већине савремених истраживања која анализирају однос јавног дуга, фискалне политике и независности централне банке.

Посматрано са становишта институционалне независности, највећи ризик за централну банку настаје онда када потребе финансирања јавног дуга постану доминантан фактор у креирању монетарне политике. У таквим условима циљ очувања ценовне стабилности може бити потиснут у други план, док одлуке о каматним стопама, програмима куповине

државних хартија од вредности и управљању ликвидношћу све више постају условљене потребом очувања фискалне одрживости државе (Sargent & Wallace, 1981; Leeper, 1991).

Савремена литература указује да се овај ризик нарочито испољава у условима дубоких економских и финансијских криза, када су централне банке принуђене да примењују нестандардне инструменте монетарне политике. Програми квантитативног попуштања, масовна куповина државних обвезница и дуготрајно задржавање ниских каматних стопа допринели су стабилизацији финансијских тржишта и ублажавању последица кризе, али су истовремено поново отворили питање границе између монетарне и фискалне политике (Blanchard, 2019; Goodhart, 2021; Adrian, Khan, & Menand, 2024).

Иако већина аутора не доводи у питање оправданост оваквих мера у ванредним околностима, истовремено се указује да њихова дуготрајна примена може постепено довести до јачања фискалне доминације и слабљења стварне независности централне банке. Управо због тога питање финансирања јавног дуга данас представља један од најзначајнијих аспеката анализе независности централних банака и једно од најактуелнијих питања савремене монетарне економије (Blanchard, 2019; Adrian, Khan, & Menand, 2024; Jung, Farvaque, & Romelli, 2025).

Питање начина финансирања јавног дуга и његовог утицаја на монетарну политику предмет је научних расправа више од два века. Од класичне политичке економије до савремене макроекономске теорије развијени су различити приступи који настоје да објасне да ли и у којој мери јавни дуг може утицати на привредну активност, кретање каматних стопа, инфлацију и независност централне банке. Док су ранији аутори превасходно анализирали економске последице различитих начина финансирања јавне потрошње, савремена литература све већу пажњу посвећује питању да ли висок јавни дуг може ограничити способност централне банке да самостално спроводи монетарну политику.

Најзначајнији класични теоријски приступи који су поставили основе савременог разумевања односа између јавног дуга, фискалне политике и независности централне банке приказани су у табели 1.8.

Анализа приказаних теоријских приступа показује да је разумевање односа између јавног дуга и монетарне политике током времена значајно еволуирало. Док су класични аутори пажњу усмеравали на економске ефекте различитих начина финансирања јавне потрошње, савремена теорија све више наглашава институционалне последице високог јавног дуга, пре свега по независност централне банке.

Полазиште ових расправа представља рад Ricardo-a (1817), који је указао да би, под претпоставком потпуно рационалног понашања економских субјеката, избор између финансирања јавне потрошње порезима или задуживањем био економски неутралан. Ову идеју је више од једног века касније формализовао Barro (1974), развијајући концепт Рикардијанске еквиваленције. Иако је ова теорија имала велики утицај на развој макроекономске мисли, каснија истраживања указала су да се њене основне претпоставке – потпуна рационалност, савршена тржишта капитала и једнак приступ информацијама – у пракси ретко у потпуности остварују.

Табела 1.8: Класични теоријски приступи финансирању јавног дуга и независности централне банке

АУТОР	ОСНОВНА ИДЕЈА	ЗНАЧАЈ ЗА НЕЗАВИСНОСТ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ
RICARDO (1817)	Начин финансирања државне потрошње не би требало да утиче на економску активност ако су економски субјекти потпуно рационални.	Представља теоријску основу каснијих расправа о финансирању јавног дуга.
BARRO (1974)	Развија Рикардијанску еквиваленцију и указује да је финансирање дефицита задуживањем економски еквивалентно будућем опорезивању.	Доводи у питање потребу монетарног финансирања јавног дуга.
SARGENT & WALLACE (1981)	Неодржива фискална политика временом може ограничити независност монетарне политике и довести до инфлације.	Уводе концепт фискалне доминације.
LEEPER (1991)	Монетарна и фискална политика морају бити међусобно усклађене како би се обезбедила макроекономска стабилност.	Истиче значај координације без нарушавања независности централне банке.

Извор: Сачинио аутор на основу: Ricardo (1817); Barro (1974); Sargent & Wallace (1981); Leeper (1991).

Најзначајнији помак у разумевању односа између јавног дуга и независности централне банке направили су Sargent и Wallace (1981), који су показали да неодржива фискална политика може ограничити могућност централне банке да самостално води монетарну политику. Њихов концепт фискалне доминације представља теоријску основу већине савремених истраживања која анализирају како високи нивои јавног дуга могу постепено довести до слабљења стварне независности централне банке. Leeper (1991) је овај приступ додатно развио указујући да макроекономска стабилност зависи од међусобне усклађености монетарне и фискалне политике, при чему очување независности централне банке остаје један од кључних предуслова дугорочне ценовне стабилности.

Иако су класични теоријски приступи поставили основе за разумевање односа између јавног дуга и монетарне политике, питање подређености централне банке фискалној политици добило је нову актуелност након глобалне финансијске кризе из 2008. године. До тада је у већини развијених земаља преовладавало становиште да законска забрана директног финансирања буџетског дефицита представља довољну гаранцију независности централне банке. Међутим, дубока финансијска криза, а потом и пандемија COVID-19, условиле су примену нестандардних инструмената монетарне политике који су поново покренули расправу о границама између монетарне и фискалне политике.

Централне банке водећих светских економија започеле су обимне програме куповине државних хартија од вредности, одржавање веома ниских, па чак и негативних каматних стопа, као и значајно повећање својих биланса стања. Иако су ове мере имале за циљ очување финансијске стабилности и подршку економском опоравку, истовремено су отвориле питање да ли су централне банке, поред спровођења монетарне политике, преузеле и значајну улогу у обезбеђивању одрживости јавних финансија (Blanchard, 2019; Goodhart, 2021; Adrian, Khan, & Menand, 2024).

Савремена литература не доводи у питање оправданост ових мера у условима изузетно снажних економских поремећаја, али истовремено указује да њихова дуготрајна примена може повећати ризик од фискалне доминације. Уколико очување ниских трошкова задуживања државе постане један од кључних критеријума за доношење одлука централне банке, постоји опасност да циљ очувања ценовне стабилности буде потиснут у други план. Управо због тога савремена истраживања све више наглашавају да се стварна независност централне банке не може оцењивати искључиво на основу законских решења, већ и кроз анализу њеног понашања у условима кризе, односа према јавном дугу и способности да одоли фискалним притисцима (Dincer & Eichengreen, 2023; Adrian, Khan, & Menand, 2024).

Табела 1.9: Савремени приступи анализи односа јавног дуга и независности централне банке

АУТОРИ	ОСНОВНИ НАЛАЗ
BLANCHARD (2019)	Ниски трошкови задуживања мењају приступ управљању јавним дугом, али повећавају значај координације монетарне и фискалне политике.
GOODHART (2021)	Након кризе улога централних банака постаје шира, а граница између монетарне и фискалне политике све мање јасна.
ADRIAN, KHAN & MENAND (2024)	Независност централне банке данас треба посматрати и кроз финансијску независност, управљање билансом стања и способност отпора фискалним притисцима.
JUNG, FARVAQUE & ROMELLI (2025)	Стварна независност зависи од институционалног оквира, али и од начина на који централна банка функционише у условима кризе и високог јавног дуга.

Извор: Сачинио аутор на основу: Blanchard (2019); Goodhart (2021); Adrian, Khan & Menand (2024); Jung, Farvaque & Romelli (2025).

Анализа резултата приказаних у табели показује да се савремена истраживања, за разлику од класичних теоријских приступа, више не усмеравају искључиво на питање начина финансирања јавног дуга, већ пре свега на његов утицај на стварну независност централне банке. Иако већина аутора прихвата да су програми куповине државних хартија од вредности и остали нестандардни инструменти монетарне политике били оправдани током глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19, истовремено

указују да овакве мере могу повећати ризик од постепеног јачања фискалне доминације уколико њихова примена постане трајна (Blanchard, 2019; Goodhart, 2021).

Посебно је значајан допринос новијих истраживања која указују да се независност централне банке више не може оцењивати искључиво на основу законских ограничења директног финансирања државе. Савремени концепт независности све више обухвата финансијску самосталност, кредибилитет институције, транспарентност, структуру биланса стања и способност централне банке да, чак и у условима високог јавног дуга и изражених фискалних потреба, доноси одлуке искључиво у складу са својим законом утврђеним циљевима (Adrian, Khan, & Menand, 2024; Jung, Farvaque, & Romelli, 2025).

Полазећи од наведеног, може се закључити да висок ниво јавног дуга сам по себи не подразумева губитак независности централне банке, али значајно повећава ризик од подређивања монетарне политике фискалним потребама државе. Управо због тога савремена анализа независности централних банака све већу пажњу посвећује питању фискалне доминације као једном од кључних показатеља стварне, а не само формалноправне независности. Овај приступ представља важан теоријски оквир за анализу институционалне и фактичке независности централних банака која ће бити предмет разматрања у наредним поглављима ове докторске дисертације (Cukierman et al., 1992; Adrian, Khan, & Menand, 2024).

1.3.4. Утицај развијености финансијског тржишта на независност централне банке

Централна банка представља врховну монетарну институцију једне земље и као таква треба да има суверенитет у одређивању количине новца у оптицају како би оптимизирала однос између финансијске и реалне сфере. Основни циљ централних банака у свету је, најпре, стабилност, монетарна и финансијска, а затим и пуна запосленост и привредни раст. Оваква хијерархијска одређеност циљева постоји код већине централних банака, било да се ради о развијеним или земљама у развоју. „Улога централне банке је прилагођена условима пословања и карактеристикама економских субјеката. Другим речима, каква ће бити улога централне банке, њена организација и степен независности у вођењу монетарне политике зависи од степена развијености финансијског и привредног система“ (Хаџић, Барјактаровић, 2015, стр. 227). Земље са тржиштима у развоју углавном немају одговарајући ниво тржишне ефикасности и строге стандарде у рачуноводству и регулативи хартија од вредности како би остварили исти ниво на коме су развијене економије, али обично имају физичку финансијску инфраструктуру, укључујући банке, берзу и јединствену валуту. Ипак, када је у питању финансијска инфраструктура земаља са тржиштима у настајању неопходно је континуирано радити на развоју одрживе инфраструктуре кроз унапређење финансијске, технолошке и техничке подршке кроз развој технологије, истраживања и иновација и повећање приступа информационим и телекомуникационим технологијама. Инвеститори сматрају да се улагања у земље са тржиштима у развоју могу значајно исплатити, иако се ради о земљама високог ризика због политичке нестабилности, домаћих инфраструктурних проблема и нестабилности валуте, јер могу остварити високе приносе због бржег економског раста израженог у БДП-у .

Када се ради о земљама са развијеним тржиштима, претпоставка је да она поседују пуну тржишну ефикасност, што значи да су у тржишне цене уграђене све релевантне информације, а да то није случај код земаља са тржиштима у развоју. Теорија ефикасност тржишта развијена је 1970. године од стране економисте Еугена Фаме. „Уопштено говорећи, теорија ефикасног тржишта се бави питањем да ли цене у сваком тренутку у потпуности одражавају доступне информације“ (Fama, 1970, p. 413). „Слабо ефикасним тржиштем називамо оно тржиште на коме цена финансијске активе непотпуно одражава раније објављене информације. Тржиште средњег нивоа ефикасности (полујака форма) ове информације укључује у потпуности, али спорије реагује на тек саопштене информације, док тржиште изразите ефикасности (јака форма) показује способност да моменталнo укључи све објављене и необјављене информације“ (Маринковић, 2011, стр. 447., цитирано према: Fama, 1970, p. 383). Тржишна ефикасност мери способност тржишта да угради информације које обезбеђују максималну количину могућности за купце и продавце хартија од вредности да изврше трансакције без повећања трошкова трансакције.

У истраживању о нивоу транспарентности и независности које су спровели Dincer и Eichengreen 2014. године (Dincer & Eichengreen, 2014, p. 209.), дошли су до закључка да су централне банке развијених земаља транспарентније од централних банака земаља са тржиштима у настајању (дефинисане као земље средњег дохотка са значајним везама са међународним финансијским тржиштима). При томе је овде усвојена „Dow Jones“ класификација земаља. S&P Dow Jones индекс (“S&P DJI”) спроводи годишњу класификацију земаља у консултацији са члановима инвестиционе заједнице. Постоје три главне класификације земаља - развијене, земље са тржиштима у настајању и граничне земље. Извесне земље не спадају ни у једну од ове три категорије и сматрају се "самосталним" земљама (S&P DJI, 2011). Поред ове, постоји још неколико институција које врше класификацију земаља према степену њихове развијености. Такође, постоји систем класификације земаља ММФ-а на развијене и земље у развоју, који се редовно спроводи, имајући у виду да су земље чланице дужне да дају економске и финансијске податке, а да Фонд делује као центар за прикупљање и размену података. Када су у питању развијене земље, њихов статус се, углавном не мења. Спорне су земље у развоју, чији се статус може променити, и не само то, већ се и институције које спроводе ову класификацију не слажу увек око тога која земља припада којој категорији.

С обзиром да смо у овом делу рада – *Фактори независности централне банке* - анализирали друштвено - политичко уређење и модел организовања и функционисања централних банака Уједињеног краљевства, Сједињених америчких држава и Савезне Републике Немачке, те да су то земље највишег степена развијености, у овом делу рада концетрисаћемо се на Републику Србију и Републику Хрватску, као и Македонију, Црну Гору и Босну и Херцеговину, као земље „бивше Југославије“. У класификацију коју је спровео ММФ 2011. године уврштене су и категоризоване ове земље као земље у развоју (Nielsen, L, (2011), p. 20-23). За разлику од класификације коју је извршио ММФ, према S&P Dow Jones индексу исте године, 2011., Хрватска, Македонија и Србија категоризоване су као земље са граничним тржиштем, док Црна Гора и Босна и Херцеговина уопште нису узете у разматрање. Према S&P Dow Jones класификацији земаља дефинисане су карактеристике нивоа развијености тржишта на следећи начин: „Развијена тржишта су

најприступачнија страним инвеститорима. Генерално, постоји висок степен конзистентности на овим тржиштима; тржишта у развоју углавном имају мање приступачности у односу на развијена тржишта, али показују одређен ниво отворености; гранична тржишта су обично много мање доступна страним инвеститорима, показују значајна ограничења у својим регулаторним и оперативним окружењима и обично су у раним фазама развоја“ . Класификација коју је ММФ спровео 2018. године опет укључује Србију, Хрватску, Црну Гору, Македонију и Босну и Херцеговину као земље са тржиштима у развоју где се посматра нето спољна позиција и која је дуговна у случају ових земаља (IMF, 2018). Према S&P Dow Jones индексу у 2018. години Република Хрватска је опет класификована у земље са граничним тржиштем (S&P DJI, 2018). У овој години је и Србија, поред осталих посматраних земаља у развоју изостављена из класификације, што доводи до закључка да РС спада у категорију „самосталних“ када је у питању изградња овог индекса.

Ови индекси и мерења, и уопште класификација земаља извршена на овај начин, служе инвеститорима да боље оцене ризике и перформансе и на тај начин имају бољи увид за управљање ризицима и перформансама у својим портфолијима. Бројне су институције које спроводе ову врсту класификације, Morgan Stanley Capital International (MSCI), Russell, Светска банка итд. За ову анализу изабрали смо институције чија се мерења, како смо видели, потпуно разликују за посматрану групу земаља у развоју. Док је ММФ класификовао све посматране земље у развоју као земље са тржштима у настајању, Dow Jones индекс је показао да су Хрватска (у обе посматране године 2011. и 2018.) и Србија (2011. године) класификоване као земље са граничним тржиштима, односно тржиштима у раној фази развоја. Како Србија у 2018. години није детерминисана од стране овог индекса ни као земља са тржиштем у настајању, ни као земља са граничним тржиштем, закључак је да у 2018. години она није била од релевантног значаја за изградњу овог индекса. Исто важи и за Македонију, Црну Гору и Босну и Херцеговину у обе посматране године. Класификација земаља врши се у односу на квантитативне и квалитативне карактеристике одређене земље. Постоје различити фактори и сврха одређивања нивоа развијености тржишта земаља што објашњава разлике у класификацији од стране различитих институција. ММФ прикупља и размењује информације са међународном заједницом где указује на ризик инвестирања и кредитни ризик земље. Dow Jones индекс указује на приступачност тржишта за стране инвеститоре, степен ограничења регулаторних и оперативних система у земљама у развоју и саму фазу развоја тржишта.

Суштина теорије ефикасности тржишта упућује на закључак, бар интуитивни, да у земљама у развоју може доћи до одступања између институционалне и фактичке независности њихових централних банака.

1.3.5. Међународна финансијска кретања као егзогени фактор нивоа независности централне банке

Ортодоксни или традиционални концепт независнисх централних банака подразумева институционалну инфраструктуру где постоје одређене обавезе централне банке према законодавној и извршној власти, али су оне информативног и консултативног

карактера. Реализација овог концепта предвиђа дуже мандате гувернера и чланове савета гувернера који се временски не поклапају са мандатима посланика и чланова владе. Такође, инсистира се не само на самосталности, већ и на транспарентности централне банке при утврђивању и спровођењу мера монетарне политике како би се остварили циљеви, а посебно када је у питању основни циљ, ценовна стабилност, што представља још једну кључну карактеристику овог концепта.

Овако дефинисан концепт централне банке представља неку врсту утопије, идеализма који није увек могуће спровести до краја, али који се као такав намеће централним банкама земаља у развоју од стране развијених земаља. Централне банке развијених земаља, с друге стране, су у могућности да, сходно променама услова, посебно када су ти услови неповољни и када се земље суочавају са повременим финансијским и економским кризама, еластично тумаче основе независности које су саме утврдиле. Овакву констатацију потврдиле су мере које су централне банке развијених земаља предузимале за за време и након глобалне финансијске кризе из 2008. године. У овом случају конкретно, ради се о нестандардним мерама монетарне политике, које су подразумевале примену и нетржишних инструмената како би се обезбедила неопходна ликвидност. Имајући у виду да се централним банкама земаља у развоју намеће статичан концепт независности преко Вашингтонског консенсуза, јасно је да се ради о двоструким аршинима. Наиме, у земљама у развоју постоји проблем недовољног економског раста, пада запослености, пораста јавног и спољног дуга, пада животног стандарда, уз истовремено пуно остваривање институционалног и фактичког концепта независности централних банака. Ово су проблеми који, углавном, заобилазе економски најразвијеније земље света, а за земље у развоју је то оно што је „константа“. Једини позитиван макроекономски показатељ је релативна ценовна стабилност и стабилност финансијског система. Међутим, тај показатељ је позитиван у наведеним земљама све док су стабилне економски најразвијеније привреде света. Када дође до њихове нестабилности, а уз пуну наводну институционалну и фактичку независност централних банака, нарушава се остваривање циљева централних банака привреда у развоју. Према томе, проблеми у функционисању економских и финансијских система повремено настају у свим привредама, иако је на делу концепт институционалне и фактички независне централне банке.

Ова констатација нема за циљ да негира до сада доказани изузетан значај независности централних банка и развијених и земаља у развоју за остваривање монетарне и финансијске стбилности и адекватно и правовремено реаговање на шокове и кризе. Напротив, циљ је да се укаже на релативност тог појма, да је различита његова суштина и садржина у развијеним тржишним привредама и привредама у развоју, да су различити домети овог концепта у различитим привредним моделима, да постоји различит степен одступања између институционалног и фактичког концепта независности чак и код оних економија које су најразвијеније и које га промовишу и намећу као апсолутну вредност. На основу претходно изнетих ставова закључак аутора је да су централне банке неразвијених земаља све независније (експлицитно) од својих парламената и влада, а све зависније (имплицитно) од међународних финансијских институција.

Међународни монетарни фонд, Светска банка, Федералне резерве, Европска централна банка су глобалне финансијске институције које, чини се, реагују релаксирано на почетне проблеме тржишта недовољно развијених земаља. Веома лако монетизују све промашаје у економској стратегији и политици влада наведених земаља, уз стално инсистирање на независности централне банке. ММФ се посветио реформи централног банкарства у земљама у развоју како би се остварио одговарајући степен независности. Такође се и од земаља потенцијалних чланица Европске уније захтева успостављање институционалне и фактичке независности као предуслов чланства у Европску монетарну унију. Тиме повериоци штите своја потраживања и интересе, а наведене привреде постају све задуженије и економски зависније. Привреде су све неразвијеније уз „утеху" да имају све независнију централну банку. На тај начин терминолошка збрка око функција и циљева централне банке и монетарне политике пружа већу оперативну могућност развијеним привредама да еластичније дефинишу циљеве својих централних банака и монетарних политика. С обзиром да оне дефинишу правила и да тумаче шта је у складу са нечим, према потреби могу да одступе од иницијалних решења и да та одступања прогласе иновацијама које су у функцији примарног концепта независне централне банке. Тако се уводе нови појмови и категорије: „исувише велика да би пропала", „системски важна банка[14]", или „нестандардни облици инструмената монетарне политике", који, са друге стране имају велику улогу у сузбијању кризних ситуација.

Глобална финансијска криза настала је 2007. године у Сједињеним америчким државама најпре на субпримарном тржишту хипотекарних кредита, да би се убрзо прелила на америчко финансијско тржиште. Финансијска тржишта осталих земаља, с обзиром на финансијску глобализацију, захваћена су већ 2008. године, чиме ова криза добија глобални карактер. До нестабилности на субримарном хипотекарном тржишту дошло је услед немогућности отплате дуговања од стране корисника зајмова. Немогућност отплате хипотекарних кредита негативно се одразила, пре свега, на штедионице и инвестиционе банке, имајући у виду да су то институције које су највише биле изложене субримарном хипотекарном тржишту.

Настанак кризе у Сједињеним америчким државама и осталим земљама које су прихватиле праксу ризичног кредитирања додатно је закомпликовала криза јавних дугова појединих европских земаља. Дужничка криза постепено је захватила све земље Еврозоне због високих буџетских дефицита насталих прекомерном потрошњом и недовољним пореским приходима. Оно што је довело до кризе глобалних размера је повезаност ова два феномена настала у готово истом тренутку, с обзиром да су европске банке своја средства држала у проблематичним америчким банкама. Ова ситуација подразумевала је

[14] Уколико су сврстане у групу банака које су „превише велике да би пропале"(то-биг-то-фаил), односно „системски важне банке", значи да ће надлежне институције увек бити спремне да им изађу у сусрет у смислу додатног кредитирања, и поред ризика суочавања са проблемом моралног хазарда. Разлог овоме је што би евентуални крах оваквих банака био јасан предуслов за настанак банкарске панике (домино ефекат).

предузимање хитних мера како би се спречио потпуни крах финансијског тржишта. Централне банке развијених земаља су најпре приступиле примени експанзивне монетарне политике како би обезбедиле адекватну ликвидност система. ЕЦБ и ФЕД су након неколико смањења, своје рефрентне каматне стопе смањили готово до нултог нивоа. Услед немогућности даљег обезбеђивања ликвидности систему путем традиционалних мера, централне банке су приступиле примени тзв. „нестандардних мера“ монетарне политике.

У тренутку када су каматне стопе доведене до нултог нивоа, преко канала каматне стопе није се више могла обезбедити неопходна ликвидност. Централе банке водећих светских економија приступиле су вођењу својих антикризних политика применом „нестандардних мера монетарне политике“. Нестандардне мере, заправо представљају већ постојеће, конвенционалне мере монетарне политике адаптиране на кризне услове смањивањем каматних стопа, продужавањем рокова аранжмана, мењањем колатералне политике и корисника аранжмана. Банкротство једне од највећх инвестиционих банака у Сједињеним америчким државама *Lehman Brothers* представљало је прекретницу у предузимању мера монетарне политике централних банака у сузбијању кризе. Нестандардне мере, како Европске централне банке и Система федералних резерви, тако и централних банака широм света у почетку су представљале квалитативне олакшице. Након овог банкротства приступило се комбинацији квантитавних и квалитативних олакшица, односно кредитним интервенцијама које за циљ имају повећање биланса банака.

У оквиру групе инструмената за подршку ликвидности финансијских институција ФЕД је у првом налету кризе приступио модификацији дисконтног шалтера, као традиционалном инструменту за гарантовање ликвидности депозитним институцијама у виду продужења рока расположивости кредита и смањењу каматне стопе. ФЕД-ова антикризна политика подразумевала је примену нестандардних мера под називом „кредитне олакшице“. ФЕД је одмах након избијања кризе 2007. године развио две групе нових инструмената за подршку ликвидности појединачних финансијских институција и кључним тржишним сегментима. ЕЦБ је у склопу нестандардних мера, названих „појачана кредитна подршка“ редовне операције допунила дугорочним операцијама рефинансирања. Такође, ЕЦБ је имплементирала неколико програма трајне куповине активе у циљу одржања раста широм Еврозоне и у доследности са постизањем циља инфлације на виво до 2%. Имајући у виду кризу задужености у Еврозони, креиран је и Европски финансијски стабилизациони фонд који је финансиран од земаља чланица Еврозоне и Међународног монетарног фонда. У току кризе ЕЦБ је, попут ФЕД-а смањивала референтну стопу и повећавала интензитет куповине обвезница на секундарном тржишту и одобравала позајмице банкама у значајним износима, а све у циљу осигурања ликвидности и стабилности финансијског система.

У циљу одбране банкарског сектора Народна банка Србије је 2008. године донела Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге хартија од вредности и дефинисала услове по којима пословна банка од централне банке може затражити кредит за ликвидност. Како би допринела јачању отпорности на финансијске ризике и потресе из окружења НБС је у сарадњи са

Владом РС настојала да одржи постојање здравих и стабилних финансијских институција, ефикасно спровођење финансијског посредовања и поверење у укупан финансијски систем; координацију фискалне и монетарне политике ради остваривања ниске и стабилне инфлације делујући, при томе, транспарентно и одговорно према јавности. Са циљем ублажавања ефеката светске финансијске и економске кризе и очувања стабилности финансијског система НБС је ублажила монетарну политику и извршила значајно обарање референтне каматне стопе. НБС је, такође, у оквиру функције последњег уточишта банака, утицала на јачање ликвидности банкарског сектора, снизивши камату на кредите за ликвидност и продуживши рочност ових аранжмана.

Негативни ефекти примене нестандардних мера монетарне политике свакако се односе на експанзију биланса централне банке, али и на повећаној зависности централне банке од законодавне и извршне власти, што се ефектуирало у расту фискалног дефицита и јавног дуга. Међутим, потреба увођења нестандардних мера у кризним условима јавља се јер омогућује повећање расположивости банкарских кредита за финансирање привредне активности и омогућава задуживање по повољнијим каматним стопама са дужим роковима доспећа.

ДРУГО ПОГЛАВЉЕ

НЕЗАВИСНОСТ ЦЕНТРАЛНЕ БАНКЕ У КОНТЕКСТУ ЊЕНИХ ДЕФИНИСАНИХ ФУНКЦИЈА, ЦИЉЕВА И ИНДИКАТОРА

Независност централне банке представља један од најзначајнијих институционалних принципа савременог централног банкарства, али истовремено и један од најсложенијих концепата економске теорије и праксе. Иако се независност најчешће посматра кроз правни положај централне банке и степен њене институционалне самосталности, њена суштина далеко превазилази нормативно уређење. Стварни значај независности огледа се у способности централне банке да, у складу са законом утврђеним надлежностима, самостално доноси одлуке, доследно спроводи монетарну политику и очува поверење јавности у монетарни и финансијски систем.

Развој савременог централног банкарства показао је да независност није сама себи циљ, већ институционални механизам који треба да омогући ефикасно остваривање функција и циљева централне банке. Управо због тога степен независности није могуће посматрати изоловано од улоге коју централна банка има у очувању ценовне и финансијске стабилности, обезбеђењу стабилности банкарског система и реаговању у условима финансијских криза. Истовремено, проширивање надлежности централних банака, нарочито након глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19, додатно је актуелизовало питање односа између независности, одговорности и ефикасности њиховог деловања.

Поред тога, искуства различитих земаља показују да независност централне банке није јединствена категорија коју је могуће оценити искључиво на основу законских решења. Идентичан нормативни оквир може у пракси давати различите резултате, у зависности од развијености институција, политичке културе, економског окружења и начина на који се законске одредбе примењују. Управо због тога савремена економска литература све више наглашава потребу да се независност централне банке анализира као вишедимензионалан концепт који обухвата њене функције, циљеве, институционални положај и стварно функционисање у пракси.

Полазећи од таквог схватања, независност централне банке у овом раду посматра се као динамичан институционални концепт чије је потпуно разумевање могуће једино кроз истовремено сагледавање њених нормативних, функционалних и практичних аспеката. Такав приступ представља теоријску и методолошку основу за даљу анализу институционалне и фактичке независности централних банака у наставку дисертације.

2.1. Независност централне банке са аспекта дефинисаних функција

2.1.1. Концепт независности централне банке у односу на функцију утврђивања и спровођења монетарне политике

Надлежност централне банке у вођењу монетарне политике огледа се у примени инструмената којима се утиче на количину новца у оптицају, услове кредитирања и кретање каматних стопа, са основним циљем очувања ценовне стабилности. Деловањем на

монетарне услове централна банка посредно утиче и на кредитну активност пословних банака, чиме ствара предуслове за стабилност финансијског система, континуитет привредне активности и одржив економски раст. Ипак, поједини аутори истичу да централна банка не одређује непосредно укупан обим новчане масе, већ на њега утиче посредно, с обзиром на то да новчана маса представља резултат интеракције привреде, становништва, пословних банака и централне банке. При томе се као једна од кључних детерминанти формирања новчане масе издвајају понуда и тражња банкарских кредита (Бјелица, 2005, стр. 60–67). На тај начин централна банка, посредством пословних банака и применом инструмената монетарно-кредитне политике, остварује значајан утицај на монетарна кретања и функционисање финансијског система.

У другој половини XX века дошло је до значајних промена у концепцији вођења монетарне политике, при чему су развијене економије постепено напуштале административно регулисање кредитног тржишта и прелазиле на тржишно оријентисан приступ. Овакве промене биле су условљене трансформацијама у међународном финансијском систему, јачањем процеса финансијске глобализације, развојем финансијских тржишта, дерегулацијом и интензивним финансијским иновацијама. Истовремено, технолошки напредак и повећана мобилност капитала допринели су интеграцији националних финансијских тржишта у јединствено глобално финансијско тржиште, што је захтевало модернизацију инструмената монетарне политике.

У таквим условима централне банке су постепено напуштале непосредно административно одређивање структуре кредитних пласмана и каматних стопа, а све већи значај добијали су индиректни, тржишно засновани инструменти монетарне политике. Посебно место добиле су операције на отвореном тржишту, које су постепено замениле реесконтне операције као примарни механизам управљања ликвидношћу банкарског система. Ова промена представљала је један од најзначајнијих корака у развоју савременог концепта монетарне политике, који се заснива на тржишним принципима, флексибилности инструмената и већој ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике.

Имајући у виду појам банке, за централну банку би се могло рећи да је „квази банка“ или „специфична државна институција“, која се јавља као банка банака и банка државе (Крстић, 2003, стр. 48). У функцији банке банака, централна банка обезбеђује ликвидност банкарском систему, одобрава кредите банкама, нарочито у условима поремећаја на финансијском тржишту, управља међубанкарским платним системом и врши супервизију пословања банака и других финансијских институција. Као банка државе, централна банка управља државним новчаним средствима, учествује у управљању јавним дугом, води рачуне државе и својим инструментима утиче на расположивост новца и кредита у економији (Cecchetti, 2006). Истовремено, централна банка представља дуалну институцију која је, са једне стране, новчана институција, јер емитује новац и регулише новчани оптицај, док је, са друге стране, банкарска институција која успоставља кредитне и депозитне односе са пословним банкама, државом и иностранством (Крстић, 2003, стр. 48).

Након глобалне финансијске кризе из 2008. године, а посебно током пандемијске кризе изазване вирусом COVID-19, улога централних банака значајно је проширена. Поред традиционалних функција очувања ценовне стабилности и стабилности платног

система, централне банке преузеле су активнију улогу у очувању финансијске стабилности, спровођењу макропруденцијалне политике, управљању системским ризицима и примени нестандардних инструмената монетарне политике ради очувања ликвидности финансијског система и подршке привредној активности. На тај начин, њихова улога више се не посматра искључиво кроз призму монетарне политике, већ и као један од кључних стубова отпорности укупног финансијског система (Borio, 2011; International Monetary Fund, 2013; Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2021).

Утврђивањем и јавним објављивањем нумеричког циља инфлације повећани су одговорност и транспарентност централне банке, док је редовном комуникацијом са јавношћу додатно ојачан кредибилитет монетарне политике и поверење економских субјеката у способност централне банке да оствари постављене циљеве. Управо захваљујући транспарентности и предвидивости одлучивања, централна банка добија неопходан степен оперативне независности у избору и примени инструмената монетарне политике. Аргументи који иду у прилог давању примата ценовној стабилности заснивају се на ставу да одржавањем макроекономске стабилности централна банка најбоље доприноси и остваривању осталих циљева економске политике. Насупрот томе, истовремено тежње ка више, међусобно супротстављених циљева могу довести до конфликта циљева и умањити ефикасност монетарне политике. Због тога дефинисање ценовне стабилности као примарног циља омогућава централној банци да, у складу са својим законом утврђеним мандатом, обезбеди дугорочну макроекономску стабилност и повољно окружење за одржив економски раст (Mboweni, 2000).

Искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године и пандемијске кризе изазване вирусом COVID-19 показала су да се очување ценовне стабилности више не може посматрати изоловано од очувања финансијске стабилности. Управо су ове кризе потврдиле да независна централна банка, уз јасно дефинисан мандат, представља један од кључних предуслова за благовремено реаговање на системске шокове, очување поверења финансијских тржишта и ефикасно спровођење конвенционалних и нестандардних мера монетарне политике (International Monetary Fund, 2020; European Central Bank, 2021).

Како је основни циљ монетарне политике Европске централне банке очување ценовне стабилности, која се, након ревизије стратегије монетарне политике из 2021. године, дефинише као остваривање симетричне стопе инфлације од 2% на средњи рок, мерене годишњом стопом раста хармонизованог индекса потрошачких цена (HICP – *Harmonised Index of Consumer Prices*) (European Central Bank, 2021), и Народна банка Србије је, у процесу приближавања институционалном оквиру Европске уније, постепено усклађивала свој режим циљања инфлације са европским стандардима. До 1. новембра 2016. године квантитативни циљ инфлације био је постављен на нивоу од 4%, уз дозвољено одступање од ±1,5 процентних поена, након чега је, у сарадњи са Владом Републике Србије, снижен на 3% ±1,5 процентних поена, са применом од 2017. године (Народна банка Србије, 2016).

Циљана стопа инфлације од 3%, уз дозвољено одступање од ±1,5 процентних поена, није накнадно мењана, већ је више пута потврђена меморандумима Народне банке Србије. Последњим Меморандумом о циљевима инфлације до 2028. године задржан је

исти циљ за период 2025–2027. године, уз образложење да је нешто виши од циља Европске централне банке због тога што се Србија, као економија у процесу конвергенције, и даље суочава са структурним карактеристикама које оправдавају виши средњорочни циљ инфлације. Истовремено, задржавање истог циља током дужег временског периода представља показатељ континуитета монетарне политике, стабилности институционалног оквира и јачања кредибилитета Народне банке Србије (Народна банка Србије, 2024).

Разлог за доношење овакве одлуке лежао је у чињеници да је Србија, упркос израженим неизвесностима у међународном окружењу и последицама глобалне финансијске кризе, успела да очува ценовну и релативну стабилност девизног курса, као и да значајно смањи унутрашње и спољне макроекономске неравнотеже (Народна банка Србије, 2016; International Monetary Fund, 2017). Истовремено, јачање екстерне позиције Србије било је резултат доследног спровођења мера договорених у оквиру стендбај аранжмана са Међународним монетарним фондом, које су се односиле на консолидацију јавних финансија, спровођење структурних реформи и јачање стабилности финансијског сектора (International Monetary Fund, 2017).

Остварени макроекономски резултати препознати су и у извештају агенције *Standard & Poor's Global Ratings*, која је крајем 2016. године ревидирала изгледе кредитног рејтинга Републике Србије са стабилних на позитивне, уз потврду кредитног рејтинга **BB−**, као последицу успешне фискалне консолидације, убрзаног спровођења структурних реформи, инвестицијама подстакнутог привредног раста и постепеног смањења спољних неравнотежа (Standard & Poor's Global Ratings, 2016).

Потврду оправданости спроведених мера дала су и касније макроекономска кретања. И поред изазова које су донели пандемијска криза изазвана вирусом COVID-19, глобални инфлаторни шок и геополитичке тензије након 2022. године, очуване су макроекономска и финансијска стабилност, док су благовременим мерама монетарне и фискалне политике ублажени ефекти спољних шокова на домаћу економију (International Monetary Fund, 2024; Народна банка Србије, 2025). Као резултат таквих кретања, Република Србија је у октобру 2024. године први пут стекла инвестициони кредитни рејтинг (BBB−) агенције *Standard & Poor's Global Ratings*, чиме је потврђена одрживост спроведених економских и монетарних политика, јачање институционалног оквира и повећано поверење међународних инвеститора (Standard & Poor's Global Ratings, 2024; Народна банка Србије, 2024).

Оправданост одлуке о снижавању циљане стопе инфлације може се оценити на основу остварених резултата режима циљања инфлације у периоду након 2017. године. Иако је светска економија у међувремену била изложена снажним шоковима, укључујући пандемију COVID-19, поремећаје у глобалним ланцима снабдевања, енергетску кризу и раст цена хране и енергената након 2022. године, Народна банка Србије успела је да очува кредибилитет монетарне политике и постепено врати инфлацију у оквир циљаног опсега применом рестриктивне монетарне политике и благовременим повећањем референтне каматне стопе (Народна банка Србије, 2025).

Посматрано у дужем временском периоду, може се уочити да је режим циљања инфлације значајно допринео јачању стабилности цена и повећању предвидивости монетарне политике. Иако је током 2022. године инфлација достигла највиши ниво услед глобалног инфлаторног шока, већ током 2024. године враћена је у границе циљаног опсега Народне банке Србије, док су средњорочна инфлациона очекивања остала стабилна. Остварени резултати указују да је независност централне банке, уз доследну примену режима циљања инфлације, представљала један од кључних предуслова очувања макроекономске и финансијске стабилности (Народна банка Србије, 2025; International Monetary Fund, 2024).



Слика 2.1: Кретање међугодишње инфлације у Републици Србији и циљ Народне банке Србије у периоду 2017–2025. године

Извор**:** Систематизовао и графички приказао аутор према подацима Народне банке Србије – Извештаји о инфлацији (2017–2025), Републичког завода за статистику и Европске централне банке – HICP статистика

На основу приказаних података може се закључити да је режим циљања инфлације током већег дела посматраног периода обезбеђивао стабилност цена и усидреност инфлационих очекивања. Највеће одступање од циљаног опсега забележено је током 2022. и почетком 2023. године, када су домаћу инфлацију превасходно одредили снажни трошковни притисци из међународног окружења, раст цена енергената и хране, као и последице геополитичких тензија. Међутим, постепеним пооштравањем монетарне политике, стабилизацијом глобалних тржишта и слабљењем увозних инфлаторних притисака, инфлација је током 2024. године поново враћена у циљани опсег, чиме је потврђена ефикасност режима циљања инфлације и кредибилитет Народне банке Србије (Народна банка Србије, 2025).

У циљу свеобухватније анализе ефеката режима циљања инфлације, у наредној Табели приказана су кретања циљане и остварене годишње стопе инфлације у Републици Србији, уз упоредни приказ HICP инфлације у еврозони за период 2017–2025. године.

Оваква анализа омогућава оцену успешности спровођења монетарне политике Народне банке Србије, као и сагледавање степена приближавања домаће инфлације инфлаторним кретањима у еврозони.

Табела 2.1: Циљана и остварена годишња стопа инфлације у Републици Србији и HICP инфлација у еврозони (2017–2025)

ГОДИНА	ЦИЉ НБС	ОСТВАРЕНА ИНФЛАЦИЈА (СРБИЈА, CPI)	HICP ИНФЛАЦИЈА (ЕВРОЗОНА)
2017	3,0% ±1,5%	3,0%	1,5%
2018	3,0% ±1,5%	2,0%	1,8%
2019	3,0% ±1,5%	1,9%	1,2%
2020	3,0% ±1,5%	1,6%	0,3%
2021	3,0% ±1,5%	4,1%	2,6%
2022	3,0% ±1,5%	12,0%	8,4%
2023	3,0% ±1,5%	12,4%	5,4%
2024	3,0% ±1,5%	4,7%	2,4%
2025*	3,0% ±1,5%	3,8%	2,2%

*Просечна годишња инфлација за 2025. према последњим расположивим подацима НБС

Извор: Систематизовао аутор према подацима Народне банке Србије (*Извештаји о инфлацији*, 2017–2025), Републичког завода за статистику и Европске централне банке (HICP статистика).

Подаци приказани у Табели 1 показују да је од 2017. године циљана стопа инфлације Народне банке Србије остала непромењена и износила 3%, уз дозвољено одступање од ±1,5 процентних поена, што указује на континуитет у спровођењу режима циљања инфлације и стабилност монетарног оквира (Народна банка Србије, 2024). Током периода 2017–2021. године инфлација се кретала углавном у оквиру циљаног опсега, док су значајнија одступања забележена током 2022. и 2023. године услед глобалног инфлаторног шока, раста цена енергената и хране, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања и последица рата у Украјини (International Monetary Fund, 2024). Пооштравањем монетарне политике и слабљењем екстерних инфлаторних притисака инфлација је током 2024. и 2025. године поново усмерена ка циљаном нивоу, чиме је потврђена ефикасност режима циљања инфлације и кредибилитет Народне банке Србије (Народна банка Србије, 2025).

Остваривање дефинисаног циља инфлације није могуће без адекватног избора и примене инструмената монетарне политике. Управо због тога, независност централне банке не огледа се само у самосталном утврђивању циљева, већ и у слободи избора инструмената којима ће ти циљеви бити остварени.

2.1.2. Улога централне банке као кредитора у крајњој инстанци за остваривање оптималног нивоа фактичке независности

Савремени развој финансијских и банкарских односа у међународним оквирима праћен је глобализацијом финансијског и банкарског тржишта, а самим тим и глобализацијом светске привреде и трговине, као и дерегулацијом у економским и финансијским системима и финансијским и технолошким иновацијама. Основна функција финансијског тржишта у посредовању између финансијски суфицитних и дефицитних трансактора подигнута је на знатно виши ниво, с обзиром да „глобализација означава свесно усмерен и организован процес којим се националне економије суверених држава непосредно повезују путем међународних или институционалних посредника“ (Ђукић, Бјелица, Ристић, 2003).

Националне централне банке тржишно развијених земаља могу ограничити степен нестабилности у банкарском систему делујући као зајмодавац у крајњој инстанци. Међутим, када су у питању земље са тржиштима у настајању, ова улога представља мач са две оштрице, јер финансијску кризу може подједнако подстаћи колико и спречити (Mishkin, Eakins, 2000). У земљама са тржиштима у настајању чије су позајмице углавном краткорочне, а штедња деноминована у страној валути, улога кредитора централне банке може појачати страх у јавности да ће инфлација измаћи контроли, што ће довести до депресијације националне валуте и дефицита у платном билансу. Када се ради о међународном кредитору, као што је ММФ, ситуација је другачија, јер је земља у развоју тада у могућност да спречи такве нежељене последице, с једне стране, док са друге стране ММФ на овај начин спречава ширење кризе на остале регионе.

Поред предности које функција зајмдавца у крајњој инстанци несумњиво поседује, она са собом повлачи и проблем моралног хазарда. Наиме, уколико су банке сигурне да ће приликом сваке финансијске потешкоће моћи да осигурају додатна средства путем реесконтних кредита, оне ће и у не тако кризним ситуацијама узимати кредите од централне банке и упуштати се у веће ризике ради остваривања веће добити. Посебно велики може бити проблем „моралног хазарда“ у случају великих банака, које су „превише велике да би пропале“. Овај проблем може створити велике потешкоће у једној земљи када функцију кредитора спроводи национална централна банка. Када се ради о међународном кредитору, морални хазард постаје глобални проблем. Када је међународна организација спремна да кредитира неодговорне финансијске институције, подстиче се упуштање у веће ризике, што финансијску кризу чини извеснијом. Економски критичари сматрају да на овај начин ММФ дозвољава инвеститорима и владама да избегну консеквенце ризика које су предузели. Као резултат, земље могу позајмљивати на међународном нивоу, а да се при том понашају неодговорно.

Међународни монетарни фонд има важну улогу у међународној финансијској заједници, али је питање која би то улога требало да буде. Глобална финансијска криза која је почела 2007. године указала је на немогућност решавања проблема неликвидности тржишта посредством улоге кредитора у крајњој инстанци. Сличне изазове донела је и пандемијска криза изазвана вирусом COVID-19, током које су централне банке поново биле принуђене да примене нестандардне инструменте монетарне политике и обезбеде високу ликвидност финансијског система, чиме је додатно потврђен значај функције

кредитора у крајњој инстанци (European Central Bank, 2021; International Monetary Fund, 2020). Функција централне банке као кредитора, претпоставља правовремено одобравање позајмица солвентним, али неликвидним депозитним институцијама које имају одговарајући колатерал, наплаћујући при том казнене стопе у циљу спречавања банкарске панике (Bagehot, 2008). Овиме би се анулирао негативан утицај ове функције централне банке на ефикасност монетарне политике, као и кумулирање губитака код централне банке. Међутим, у кризним условима време углавном не дозвољава да се врши оваква врста анализе, јер се одређене акције морају што пре предузети како би се спречило или ублажило даље ширење панике. Стога је у условима отказа међубанкарског тржишта, непотребно трошити време на утврђивање карактера проблема са којим се институција суочава, јер је у таквим условима неликвидна институција истовремено и фактички несолвентна, па „функција последњег уточишта треба бити обезбеђена и за несолвентне институције, и то у оном износу који је њима потребан и у време када је то њима потребно“ (Goodhart, 1999).

Званичници ММФ-а истичу да би централне банке своју улогу зајмодавца у крајњој инстанци требало да замене улогом креатора тржишта у крајњој инстанци (market maker of last resort) (Jones, (2015). У тржишно оријентисаном финансијском систему, централна банка се јавља у улози креатора тржишта у последњој инстанци, при чему се ова функција дефинише као јавно тело које се, на неконкурентској основи и без могућности остваривања профита, јавља у улози купца последњег уточишта са намером да, прихватајући „лошу имовину“ као колатерал, обезбеди континуитет тржишта у кризним условима (Chiu, Koeppel, 2009). У финансијским системима чије је тежиште на тржишту капитала долази до преливања финансијских средстава без посредовања банака, тако да небанкарске финансијске институције имају доминантну улогу. Стога, системска криза ликвидности захтева од централне банке да своје позајмице прошири и на небанкарске финансијске институције, прихватајући при том, као обезбеђење, финансијске инструменте сумњивог квалитета.

Позитивни макроекономски ефекти концепта независне централне банке остварују се у условима одговорног понашања националне владе. Влада је непосредно одговорна за економску политику земље, док је посредно одговорна и за монетарну политику. С обзиром да је у надлежности владе вођење економске политике, а централне банке монетарне политике, као дела укупне економске политике, свако од њих извршавајући своје обавезе доприноси остваривању циљева и економске и монетарне политике: релативна стабилност цена и финансијска стабилност, уз планиране и прихватљиве стопе привредног раста; пуну запосленост; равнотежу у државном буџету и платном билансу. При томе, и влади и централној банци су на располагању моћни финансијски инструменти – влади буџет, а централној банци девизне резерве.

Финансијска глобализација довела је до пораста фреквенције финансијских криза, а глобална економска и финансијска криза утицала је на централне банке да дефинишу очување финансијске стабилности као један од основних циљева, под условом да његово остваривање не угрожава остваривање ниске и стабилне стопе инфлације. Искуства из

пандемијске кризе додатно су потврдила да очување финансијске стабилности представља неопходан предуслов за ефикасно спровођење монетарне политике и очување ценовне стабилности.

Нестабилност финансијског система огледа се у: онемогућавању финасијског протока између финансијски суфицитних и дефицитних сектора и трансактора; повећању неликвидности и несолвентности финансијских институција; повећању буџетске потрошње и буџетског дефицита што утиче на дефицит у платном билансу земље. Из ове перспективе очување финансисјке стабилности изгледа као да је окренуто будућности - настојању да се идентификују слабе тачке у оквиру финансијског система и где је могуће, идентификују олакшавајуће мере. Неки од негативних ефеката могу бити: промена животног стандарда становништва и биланса привреде, спорији развој кредитних и робних тржишта, што значи све што има потенцијал да утиче на ниво и дистрибуцију финансијског ризика у привреди. Остале слабости односе се на начин на који финансијски посредници оцењују и управљају ризицима. Поред тога, отпоран финансијски систем је онај у коме је развијен аранжман кризног менаџмента за управљање проблематичним финансисјким институцијамама на такав начин да поверење јавности у финансијски систем не буде нарушено.

Финансијска стабилност представља динамичан и комплексан концепт који није отпоран на промене у финансијском систему које могу изазвати, како унутрашњи, тако и екстерни шокови. „Финансијски систем се налази у домету стабилности уколико утиче на побољшање перформанси економије и отпоран је на унутрашње и спољне шокове“ (Schinasi, (2004).

Финансијски систем обухвата финансијске институције, финансијску инфраструктуру и финансијско тржиште. Имајући то у виду, финансијска стабилност се не може оставрити уколико је угрожен било који од сегмената финансијског система. „Велика инфлација“ 70-их година XX века и повремене кризе у том периоду у фокус интереса централне банке ставиле су остваривање и очувања ниске и стабилне стопе инфлације. Преовлађујујући став је да монетарна стабилност гарантује финансијску стабилност (Goodhart, Tsomocos, D 2007), што је подразумевало да централне банке воде монетарну политику дефинисањем ценовне стабилности као основног циља и остваривање финансијске стабилности у мери у којој то не угрожава остваривање основног циља. Међутим, глобална финансијска криза из 2008. године, а потом и пандемијска криза изазвана вирусом COVID-19, показале су да ценовна стабилност сама по себи није довољна да обезбеди отпорност финансијског система, због чега је финансијска стабилност добила знатно значајније место у мандату савремених централних банака (Bank for International Settlements, 2023). Овако дефинисан мандат ценовне стабилности ставља финансијску стабилност у позицију секундарног циља централне банке, иако „финансијска стабилност, са друге стране, доприноси очувању монетарне стабилности, омогућавајући централној банци да преко банака, као интермедијарних финансијских институција, ефикасно спроводи монетарну политику“ (Маринковић, Јемовић, 2013).

За разлику од финансијске стабилности, ценовна стабилност је јасно и квантитативно дефинисана. Након ревизије стратегије монетарне политике из 2021. године, Европска централна банка дефинише ценовну стабилност као остваривање симетричне стопе

инфлације од 2% на средњи рок, мерене годишњом стопом раста хармонизованог индекса потрошачких цена (HICP – Harmonised Index of Consumer Prices) за еврозону (European Central Bank, 2021). Народна банка Србије дефинише ценовну стабилност као годишњи раст индекса потрошачких цена (Consumer Price Index – CPI) у средњем року, при чему циљ за инфлацију износи 3%, уз дозвољено одступање од ±1,5 процентних поена, што је потврђено и последњим Меморандумом о циљевима инфлације до 2028. године (Народна банка Србије, 2024).

Овако дефинисан циљ је јасан и нумерички конкретизован. Са друге стране, поред основног циља очувања ценовне стабилности, Народна банка Србије доприноси и очувању и јачању финансијске стабилности, коју дефинише као стање у којем финансијски систем – финансијски посредници, финансијска тржишта и финансијска инфраструктура – омогућава ефикасну алокацију финансијских ресурса и несметано обављање кључних макроекономских функција, како у редовним условима, тако и у условима финансијских неравнотежа или поремећаја у домаћем и међународном окружењу (Народна банка Србије, 2025). Европска централна банка финансијску стабилност посматра као стање у којем је финансијски систем способан да спречи настанак системског ризика, односно да обезбеди континуирано пружање финансијских производа и услуга неопходних за одржив економски раст и благостање (European Central Bank, 2024).

Уочљива је разлика између детерминација ценовне и финансијске стабилности, јер је дефинисање финансијске стабилности врло комплексно и због тога недовољно експлицитно. Такође, врло често се финансијска стабилност дефинише кроз призму обрнутог, или негативног, тј. дефинише се шта представља финансијску нестабилност. По питању монетарне стабилности постоји већи консензус која је улога централне банке у остваривању овог циља. Функција вођења монетарне политике по питању ценовне стабилности подазумева режим флексибилног девизног курса, високе стопе независности, транспарентности и одговорности централне банке; законом о централној банци дефинисан је нумерички циљ за инфлацију. „Када је у питању финансијска стабилност не постоји јасна дефиниција, нити јасно одређена варијабла или таргет; законска основа за улогу централне банке заснована је на интерпретацији закона; централна банка није у потпуности надлежна за цео финансијски систем, већ постоји подела одговорности са другим регулаторним телима" (Čihak, 2006).

2.1.3. Значај супервизорске функције централне банке у минимизирању дискрепанце између нормативне и стварне независности

Сам почетак 21. века био је обележен стабилним стопама економског раста развијених земаља. Нажалост, овај тренд није дуго опстао, јер је криза, инцирана 2007. године у САД-у врло брзо захватила и остатак света и довела до успоравања глобалног економског раста. Накнадно је и пандемијска криза изазвана вирусом COVID-19 потврдила да су ефикасна супервизија и благовремена регулаторна реакција један од кључних предуслова очувања отпорности финансијског система и успешног спровођења монетарне политике (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2020). Финансијска нестабилност, као негативна последица кризног удара отежала је адекватно

спровођење монетарне политике централних банака широм света у остваривању стабилности цена, као свог основног циља.

Глобална финансијска криза довела је до преиспитивања постојећег концепта супервизије и регулације банкарског система. Поједини аутори сматрају да у кризном периоду супервизија није адекватно извршена, те да није деловала превентивно. "Супервизори нису поклонили довољну пажњу системском ризику који је произашао као резултат интеракција регулисаних и нерегулисаних институција и активности" (Грубишић, Фабрис, Галић, 2011). Такође, с обзиром да је криза иницирана наглим растом трговине финансијским дериватима, као финансијским иновацијама, на нерегулисаном деривативном тржишту САД-а, поједини аутори сматрају да је „неосновано гледиште да тржиште само може да реши кризу коју је изазвало уз краткорочне губитке, без инстервенција државе и институционалног прилагођавања које је неопходно ради повећања ефикасности и стабилности тржишта и квалитета економске политике" (Бошњак, 2011, стр. 6).

Сматра се да би држава требало да има значајну улогу у разрешавању кризе, како би се повратило поверење у тржишне институције. Затим, указано је на могуће позитивне ефекте реинтеграције функције супервизије централним банкама у земљама где је ова традиционална функција измештена из надлежности централне банке. С обзиром да је недавна финансијска криза показала да очување финансијске стабилности представља тежак задатак као и очување стабилности цена, задржавањем функција монетарне регулације, последњег уточишта и супервизије у надлежности централне банке истовремено се остварују оба циља монетарне политике (Крстић, Маринковић, Јемовић, 2010).

Према томе, савремени кризни услови утицали су, с једне стране на реформу супервизорке инфраструктуре и на улогу централне банке, с друге стране, при чему чему се поставља питање у којој мери би она требало да буде укључена у обављању супервизорске функције. Аргументи који иду у корист институционалној сепарацији супервизорске функције односе се, пре свега на чињеницу да централна банка углавном није надлежна за небанкарске финансијске институције. Такође, може се јавити конфликт у циљевима монетарне регулације, с једне стране и функције надзора и последњег уточишта, с друге стране, јер је централна банка истовремено одговорна за монетарну и финансијску стабилност, те би у случају када су оба циља угрожена требало да донесе одлуку о приоритету (Крстић, Маринковић, Јемовић, 2010). Међутим, иако у савременој литератури постоје овакве дилеме, чињеница је да је приоритетни циљ већине централних банака у свету дефинисан законом. У случају Ребублике Србије и Европске уније, Законом о НБС и Статутом о Европском систему централних банака и Европске централне банке, као примарни циљ дефинисана је ценовна стабилност. Важно је и да је током времена централна банка постала институционално независна од законодавне и извршне власти, те би издвајање неке од њених традиционално дефинисаних функција био сигнал да је њен утицај ипак ограничен.

У складу са тим, Законом о НБС (члан 8а) у оквиру НБС образована је Управа за надзор над финансијским институцијама чији се положај, организација и начин рада ближе одређују Статутом, а тичу се следећих функција НБС (члан 4, тачка 6 до 11): НБС издаје и одузима дозволе за рад и врши контролу бонитета и законитости пословања банака, осигуравајућих друштава, лизинг компанија, добровољних пензијских фондова,

платних институција и институција електронског новца и обавља послове заштите права и интереса корисника услуга које пружају банке, друштва за осигурање, даваоци финансијског лизинга, друштва за управљање добровољним пензијским фондовима, пружаоци платних услуга и издаваоци електронског новца у складу са законом. У оквиру функције супервизије НБС у складу са Законом НБС (члан 65.) преко Управе за надзор сарађује са страним институцијама и домаћим органима и институцијама надлежним за надзор у области финансијског пословања (Закон о Народној банци Србије, 2025).

Као одговор на глобалну финансијску кризу, Европска унија је успоставила нову финансијску супервизорску инфраструктуру која је успостављена јануара 2011. године. Реформа је подразумевала формирање два стуба супервизије на микро и макро нивоу. Микропруденциона супервизија је дата у надлежност Европском одбору за супервизију финансијског система (European System of Financial Supervision – ESFS). Овај одбор укључује три Европска супервизорска тела (European Supervisory Authorities – ESAs): Европско тело за супервизију банака (European Banking Authorities - EBA), Европско тело за супервизију осигуравајућих компанија и пензионих фондова (European Insurance and Occupational Pension Authority – EIOPA) и Европско тело за супервизију хартија од вредности и тржишта (European Securitas and Markets Authority – ESMA) (European Commission, 2025). За супервизију на макро нивоу надлежан је Одбор за праћење системског ризика (European Systemic Risk Board – ESRB). Овај Одбор броји 8 чланова и то: 3 члана из Европског система централних банака укључујући и председника ЕЦБ; 3 представника Европског одбора за супервизију, 1 члана Европске комисије и председника Економског и финансијског комитета (Regulation (EU) No. 1092/2010, 2010). Оваква структура Одбора за праћење системског ризика указује на то да, иако функција супервизије није искључиво у надлежности ЕЦБ (укључује већи број институција) она и даље има значајну улогу и обележје макропруденционог супервизора. Даљи корак у јачању супервизорског оквира Европске уније представљало је успостављање Банкарске уније, у оквиру које је Европска централна банка од новембра 2014. године преузела директну супервизију над значајним банкама еврозоне кроз Јединствени супервизорски механизам (Single Supervisory Mechanism – SSM) (European Central Bank, 2024).

"Посебан проблем је и чињеница што је у претходном периоду банкарство све више постајало међународно, а супервизија и регулација национална" (Грубишић, Фабрис, Галић, 2011). Финансијска глобализација сама по себи захтева унификацију старда и регулативе, што се односи и на супервизију банкарског сектора. У циљу континуираног унапређења регулаторног оквира и усклађивања са међународним стандардима и регулативом ЕУ, Извршни одбор Народне банке Србије је на седници одржаној 17. децембра 2013. године усвојио Стратегију за увођење Базел III стандарда у Србији. Наиме, након избијања глобалне финансијске кризе у јесен 2008. године, започет је рад на измени међународног регулаторног оквира Базел II[15] кроз измене постојећих, односно

[15] Базел II стандарди су у Европској унији имплементирани кроз Директиве 2006/48/ES i 2006/49/EC (*Capital Requirements Directive – CRD*). Све земље чланице су биле дужне да ове директиве транспонују у националне прописе до краја 2006. године, при чему је примена Базел II стандарда у ЕУ почела 1. јануара

усвајање нових директива од стране Европске комисије како би се превазишле постојеће слабости финансијског система и базелских стандарда. Постојећи међународни регулаторни оквир за банке оставио је превише простора за неравномерну националну примену, односно за регулаторну арбитражу. Европска комисија је 2010. године узела у разматрање промене предложене од стране Базелског комитета које се односе на: стандарде ликвидности, дефиницију капитала, левериџ показатељ, ризик друге уговорне стране, контрацикличне мере, системски значајне финансијске институције и увођење тзв. „*single rule book*“ – максималне хармонизације регулативе на европском нивоу. Кључне и свеобухватне измене базелских стандарда – Базел III стандарди, предвиђене су сетом докумената који су објављени у децембру 2010. године и подразумевају новине, пре свега, у погледу показатеља адекватности капитала, и то у делу који се односи на регулаторни капитал (Basel Committee on Banking Supervision, 2011). Такође, први пут су уведени и минимални стандарди који се односе на захтеве у погледу ликвидности банака. У јуну 2011. године објављен је коначни ревидиран документ који се односи на Базел III стандарде –A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version, док је у јануару 2013. године објављен потпуни текст ревидираног документа који се односи на показатељ ликвидности– Basel III: The Liquidity Coverage Ratio (Basel Committee on Banking Supervision, 2010; Basel Committee on Banking Supervision, 2011; Basel Committee on Banking Supervision, 2013). Након иницијалног увођења Базел III стандарда, међународни регулаторни оквир је додатно унапређен кроз завршне реформе познате као „Basel III final reforms“, чија је примена започела у већини јурисдикција од 2023. године, са циљем јачања отпорности банкарског сектора (Bank for International Settlements, 2023).

У циљу максималне хармонизације регулативе на европском нивоу, што подразумева елиминисање било каквих одступања од онога што је предвиђено новим регулаторним оквиром, Европска комисија је 20. јула 2011. објавила предлог Директиве *CRD IV*, као и предлог Уредбе Европског парламента (*CRR*) које су почеле да се примењују од 01. јануара 2014. године, предвиђајући пуну имплементацију до 01. јануара 2019. године. Земље чланице Европске уније дужне су да директиву транспонују у национално законодавство, док су Уредбу дужне да директно (преводом на језик државе чланице) примењују у националном законодавству. Такође, не постоји могућност успостављања конзервативнијих правила на националном нивоу, већ је предвиђено да се ова правила примењују само на нивоу појединачних банака, односно кроз стуб II базелских стандарда.

Новине предвиђене Базел III стандардима односе се на: унапређење квалитета капитала и јачање капиталних захтева; увођење минималних стандарда за управљање ризиком ликвидности, као и минималних показатеља ликвидности; побољшање процеса управљања ризицима у циљу одговарајућег покрића свих ризика капиталом; увођење левериџ рација као додатног показатеља пословања банака који није заснован на степену

2007. године, док је коришћење напредних приступа за израчунавање капиталних захтева за кредитни и оперативни ризик, уз претходну сагласност супервизора, омогућено од 1.1.2008. године, детаљније на : www.nbs.rs.

ризичности активе и увођење низа мера у циљу формирања што адекватнијих резерви капитала (*capital buffers*) које би биле расположиве у периодима кризе. Стратегија увођења Базел III стандарда у Србији планирана је да се спроведе се у три фазе: (1) анализа усклађености домаћих прописа са међународним стандардима – прво тромесечје 2014. године, (2) процена ефеката и утврђивање динамике увођења нових стандарда – до краја 2014. године и (3) израда прописа којима ће Базел III стандарди бити уведени у Републици Србији – до краја 2015. Године (Народна банка Србије, 2013). Народна банка Србије је у наредном периоду наставила усклађивање домаће регулативе са стандардима Европске уније и Базел III оквиром кроз измене регулаторног оквира које су се односиле на капиталне захтеве, управљање ризицима и показатеље ликвидности.

Анализом усклађености домаћег регулаторног оквира са захтевима Базел III стандарда обухваћене су следеће области: дефиниција и елементи капитала, показатељи адекватности капитала; капитални захтеви за кредитни ризик – стандардизовани приступ; капитални захтеви за кредитни ризик – приступ заснован на интерним рејтинзима (IRB приступ); капитални захтеви за кредитни ризик – технике ублажавања кредитног ризика; капитални захтеви за кредитни ризик – секјуритизација; капитални захтеви за оперативни ризик; капитални захтеви за тржишне ризике; велике изложености; показатељ покрића ликвидном активом (LCR); заштитни слојеви капитала (*capital buffers*) и остало (ризик измирења/испоруке, ризик друге уговорне стране, ризик прилагођавања кредитном вредновању, објављивање података и информација) (Народна банка Србије, 2013; Basel Committee on Banking Supervision, 2011).

Акти домаће регулативе који су упоређени са наведеним међународним стандардима и прописима су: Закон о банкама, Одлука о адекватности капитала и Одлука о управљању ризицима банке. Наведеном анализом идентификовано је да се важећа регулатива у Републици Србији разликује у односу на прописе Европске уније којима се уводи Базел III, и то у већој мери у деловима који се односе на захтеве у погледу регулаторног капитала, капиталне захтеве за тржишне ризике и показатеље ликвидности, док мање разлике постоје у деловима прописа који се односе на капиталне захтеве за кредитни ризик и оперативни ризик. Такође, констатовано је да је неопходно усклађивање регулаторног оквира Републике Србије у области секјуритизације, показатеља левериџа и заштитних слојева капитала, с обзиром на то да домаћа регулатива у том периоду није прописивала наведене институте (Народна банка Србије, 2013).

Све је већа спознаја да главни делови владајућих парадигми спадају у корпус апстрактних вредности, којима се стално тежи, а никада се не достижу у пуном капацитету. Тако, апсолутна независност централних банака, попут апсолутно слободног тржишта, или не постоји у пракси, или не даје оптималне резултате (Goodhart, 2010; Borio, 2011). Међутим, сам процес глобализације намеће усвајање нових тенденција попут дерегулације тржишта, финансијских иновација и независности централне банке, без обзира на различите ефекте које оне могу имати у појединачним економијама (International Monetary Fund, 2013). Један од разлога је и тај што је у савременим условима једноставније дефинисати и имплементирати регулаторне стандарде који ће бити широко примењивани, него усклађивати појединачна законска решења прилагођена специфичностима сваке земље, без обзира на њен степен економског развоја. Такође, свака нова, као и свака

постојећа нормативна одредба, подложна је изменама и прилагођавању новонасталим условима. При томе је пожељно да земље са развијеним финансијским системима имају разумевања за постепено усклађивање стандарда у земљама у развоју, како би се они ефикасно прилагодили специфичностима њихових финансијских система (Bank for International Settlements, 2023). Функција супервизије омогућава централној банци да идентификује степен угрожености финансијског сектора и појединачних институција, чиме се успоставља информациона синергија са функцијом кредитора у крајњој инстанци у циљу спречавања или ублажавања потенцијалних кризних удара (Goodhart, 2010; Bank for International Settlements, 2023).

Искуства глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 потврдила су да правовремене информације добијене у процесу супервизије представљају један од најзначајнијих предуслова за благовремену реакцију централне банке и очување финансијске стабилности (European Central Bank, 2024). Такође, информације које генерише функција надзора су посебно важне и за функцију монетарне регулације у ситуацијама системских криза (Крстић, Маринковић, Јемовић, 2010). Процена нивоа угрожености финансијских посредника може помоћи у предвиђању будућих инфлационих притисака, што ће омогућити централној банци да правовремено реаугује у предузимању мера за држање инфлације у дефинисаним оквирима. С обзиром да ниска и стабилна инлација представља основ за остваривање функционалне независности, на овај начин супервизорска функција може допринети остваривању фактичке независности и смањивању одступања стварне од институционалне независности.

2.1.4. Анализа независности у контексту могуће институционалне сепарације функција централне банке

Циљеви монетарне политике које реализују централне банке јесу висока стопа запослености, економски раст и платнобилансна равнотежа, али је примарни циљ ценовна стабилност, јер остваривање овог циља доприноси остваривању свих осталих циљева. Финансијска стабилност углавном представља секундарни циљ, чије је остваривање могуће једино у мери у којој не утиче на остваривање примарног циља. Међутим, искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године, пандемијске кризе изазване вирусом COVID-19, као и глобалног инфлаторног шока и енергетске кризе након почетка рата у Украјини, показала су да су ценовна и финансијска стабилност међусобно снажно повезане, због чега је улога централних банака у очувању финансијске стабилности додатно добила на значају (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024; European Central Bank, 2025). Питање финансијске стабилности није у свим земљама у искључивој надлежности централних банака, с обзиром на то да ни све традиционалне функције централне банке (вођење монетарне политике, кредитор у последњој инстанци и супервизија) нису у свим земљама у њеној надлежности. Постоје разлози у корист, као и разлози против институционалне сепарације традиционалних функција централне банке. Као и код сваког другог осетљивог питања, ни овде се не може извршити генерализација у смислу оправданости или неоправданости издвајања појединих функција из надлежности централне банке. Оно што је битно јесте да и централне банке и друге институције задужене за наведене функције континуирано раде на њиховом

унапређењу како би се истовремено остваривали циљеви монетарне и финансијске стабилности.

„Хомогенизација у банкарству, интернационализација банкарских активности, ризик смањења кредибилитета централне банке и конфликт интереса“ (Крстић, Јемовић, 2010) представљају аргументе у корист институционалног раздвајања функција централне банке. До хомогенизације банкарских активности долази након 80-их година XX века услед дерегулације која је небанкарским финансијским институцијама омогућила да обављају банкарске послове. На ову ситуацију су банке одговориле преузевши на себе обављање небанкарских послова, како би, бар донекле, сачувале суверену позицију интермедијарних институција које су до тада имале. Имајући у виду да централне банке нису надлежне у супервизији небанкарских финансијских институција, ова улога је у многим земљама препуштена другим специјализованим институцијама за обављење ове функције. У Великој Британији и Јапану одговорност за надзор банака (као и финансијских институција и финансијских тржишта уопште) додељена је агенцији за финансијски надзор, а не централној банци. У Сједињеним Америчким Државама Федералне резерве имају делимичну надлежност у супервизији финансијског система САД сарађујући са бројним федералним и државним агенцијама, укључујући и друге банкарске агенције, Комисију за хартије од вриједности (Securities and Exchange Commission - SEC) и Комисију за трговање робним фјучерсима (Commodity Futures Trading Commission - CFTC). Надзорни орган ФЕД-а има значајне додатне погодности у пружању помоћи у извршавању одговорности за финансијску стабилност. Конкретно, информације, стручност и овлашћења које произлазе из ФЕД-овоф надзорног органа повећава способност да се допринесе напорима за спречавање финансијске кризе (Bernanke, B., (2007)).

Како би се ишло у корак са финансијском глобализацијом и остварила могућност интернационализације банкарских активности било је неопходно усаглашавање процедура и механизама на глобалном нивоу. У тој сфери централна банка, као таква, представља националну институцију чије су надлежности ограничене у области супервизије над пружањем финансијских услуга.

„Супервизорска функција показала се као критична у амбијенту глобалне финансијске кризе с обзиром да је, због непостојања адекватне супервизије и регулације банака и осталих финансијских институција, криза попримила глобални карактер, са значајним негативним импликацијама не само по финансијски, већ и по реални сектор“ (Krstić, Jemović, 2010). Овом тврдњом велика одговорност пребацује се на оног ко је задужен за регулацију банкарског и финансијског система. Уколико је за то задужена централна банка, њен кредибилитет може бити доведен у питање.

„Битан аргумент за раздвајање монетарне функције од функције супервизије банкарског сектора је што комбинација ових функција може да доведе до конфликта интереса“ (Bernanke, 2007). У фази привредне рецесије централне банке приступају строжој супервизији по основу критеријума кредитирања, чиме су банке приморане да побољшају квалитет своје активе. Са друге стране, централне банке у оваквим условима воде експанзивну монетарну политику како би, смањивањем каматних стопа, подстакле кредитну активност, што би довело до постепеног привредног раста. Експанзивна монетарна политика, пак, прети да доведе до повећања стопе инфлације, док би рестриктивне мере

централне банке продубиле проблеме банкарског сектора. Имајући у виду да је централна банка истовремено одговорна и за ценовну и за финансијску стабилност, у условима системске финансијске кризе оба циља су угрожена. Централна банка би морала да донесе одлуку о значају остваривања једног од ова два циља. „Због тога се препоручује издвајање функције којом се проблем идентификује и функције којом се тај проблем решава, али уз тесну сарадњу и размену информација између органа надлежног за надзор и централне банке“ (Крстић, Маринковић, Јемовић, 2010, стр. 483).

Искуства пандемијске кризе изазване вирусом COVID-19, као и глобалног инфлаторног шока и енергетске кризе након почетка рата у Украјини, додатно су потврдила да је у условима снажних системских поремећаја неопходна блиска координација монетарне политике, супервизије и макропруденцијалне политике, како би се истовремено очувале ценовна и финансијска стабилност (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

Међутим, током глобалне економске и финансијске кризе показало се да је кооперација функција супервизије и вођења монетарне политике била од великог значаја да се остваре и одрже оба циља монетарне политике, тј. и финансијска и монетарна стабилност. У том смислу, у даљем тексту представљени су аргументи против институционалне сепарације, а то су „информациона синергија и очување финансијске стабилности“ (Krstić, Jemović, 2010, стр. 279–290). Супервизорска функција централне банке прикупља информације које, између осталог, служе за идентификацију евентуалних проблема у банкарском сектору. Са друге стране, функције монетарне регулације и последњег уточишта користе те информације за доношење одлука везаних за монетарну и ширу економску политику. Уколико се искористе на прави начин, информације које обезбеђује функција регулације могу предвидети стопе инфлације и незапослености, те бити од пресудне важности у кризним условима. Управо су последње глобалне кризе показале да благовремена размена информација између супервизорске и монетарне функције представља један од кључних предуслова за ефикасно управљање системским ризицима и очување отпорности финансијског система (Bank for International Settlements, 2023).

Садејство функција централне банке посебно је битно у очувању финансијске стабилности. У том смислу, свака од функција једнако доприноси остваривању овог задатка. Супервизорска функција обезбеђује неопходне информације, док се експанзивном монетарном политиком поспешује привредна активност. Једино о чему се треба водити рачуна јесте да се повећана количина новца, с обзиром на промене тражње за њим, благовремено повуче из оптицаја како се не би угрозила ценовна стабилност као примарни циљ монетарне политике. Искуства глобалне финансијске кризе, пандемије COVID-19 и глобалног инфлаторног шока након почетка рата у Украјини показала су да је благовремено усклађивање монетарних, супервизорских и макропруденцијалних мера од пресудног значаја за очување отпорности финансијског система и стабилизацију привредних токова (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025).

Имајући у виду да је централна банка јавна институција, треба се осврнути и на њену друштвену одговорност. Она се огледа у прилагођавању функције последњег уточишта релаксирањем стандарда како би се превазишли већи финансијски поремећаји, чиме на

значају добија циљ очувања финансијске стабилности. На овај начин, деловањем централне банке у складу са друштвеном одговорношћу обезбеђује се неопходна подршка јавности за очување њене независности у остваривању законом утврђених циљева. У циљу очувања финансијске стабилности тешко је правилно оценити када дешавања у финансијском систему оправдавају државну регулацију и на који начин одговорност расподелити између јавног и приватног сектора. Због тога је неопходно континуирано унапређивати систем надзора како би он био ефикаснији, али истовремено и мање оптерећујући за учеснике на финансијском тржишту (Bernanke, 2007). Искуства последњих криза показала су да је правовремена регулаторна реакција, уз ефикасну координацију свих надлежних институција, један од кључних предуслова за очување поверења у финансијски систем и ублажавање системских ризика (International Monetary Fund, 2024).

Питање институционалне сепарације тиче се и организационе структуре централних банака у тржишно или банкарски оријентисаним системима. У тржишно оријентисаним системима, као што су Сједињене Америчке Државе и Уједињено Краљевство, постоји институционална сепарација, при чему је функција супервизије издвојена из оквира централне банке. У банкарски оријентисаним системима, који су карактеристични за већину земаља у развоју, таква институционална сепарација углавном не постоји. Међутим, након глобалне финансијске кризе успостављени су нови облици институционалне сарадње, попут Јединственог супервизорског механизма (Single Supervisory Mechanism – SSM) у Европској унији, који показују да, без обзира на организациони модел, ефикасна координација монетарне политике, супервизије и макропруденцијалне политике представља један од основних предуслова очувања финансијске стабилности (European Central Bank, 2024).

„Бројне институционалне промене нису битно измениле централно банкарство. Централна банка остаје врховна монетарна институција, која је у крајњем једина способна да истовремено осигура монетарну и финансијску стабилност“ (Крстић, Маринковић, Јемовић, 2010, стр. 496).

2.2. Независност централне банке у контексту детерминисаних циљева

2.2.1. Ценовна стабилност као основни циљ централне банке

Ценовна стабилност, у најширем смислу, подразумева да не постоје реалне претње из домаћег или међународног окружења, односно промене у националној економији у одређеном временском периоду (средњорочном) које би довеле, како до инфлације, тако и до дефлације. Током шездесетих година XX века економисти и креатори монетарне политике сматрали су да је основни циљ успостављање оптималног односа између стопе инфлације и стопе запослености, где виша стопа инфлације може допринети економском расту. Данас, осим Система федералних резерви који идентификује и ценовну стабилност и високу запосленост као основне циљеве, велика већина централних банака, како развијених тако и земаља у развоју, акценат ставља на ценовну стабилност као основни циљ.

После дугог низа година централне банке су се у већој мери сагласиле да би требало успоставити јасну хијерархију циљева монетарне политике и дефинисати основни циљ, односно циљеве (нпр. ФЕД – дуални циљеви ценовне стабилности и максималне запослености), као и да се остали циљеви остварују само уколико не угрожавају остваривање основног циља. Оваква конкретизација, у односу на период када су централне банке биле одговорне за велики број циљева – инфлацију, запосленост, стабилан девизни курс, стабилан финансијски систем, економски раст и уравнотежен платни биланс – без јасног приоритета у њиховом остваривању, омогућила им је бржи и адекватнији одговор на кризне ситуације почетком XXI века. Глобална финансијска криза из 2008. године, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни шок након почетка рата у Украјини додатно су потврдили значај јасно дефинисаног примарног циља монетарне политике, али су истовремено указали да очување ценовне стабилности захтева и блиску координацију са мерама усмереним на очување финансијске стабилности (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025).

„Наравно, централне банке нису индиферентне према циљевима као што су запосленост и економски раст, али преовлађујуће мишљење је да највећи допринос овим циљевима могу дати преко одржавања макроекономске стабилности. Стављање у фокус неког од ових циљева могло би бити конфликтно са основним циљем – очувањем ценовне стабилности“ (Фабрис, 2006, стр. 43).

Током историје улога централних банака, њихови циљеви и инструменти, као и преовлађујућа монетарна учења, мењали су се у складу са условима у привредном окружењу. По питању циљева монетарне политике постојала су неслагања у различитим деловима света, али и у оквиру једне националне привреде, између влада и централних монетарних институција. Теорија Џона Мејнарда Кејнза поставља високу стопу запослености и економски раст у средиште интересовања економске политике. Са друге стране, постулати савремене монетарне теорије, која у први план ставља монетарну стабилност, односно стабилност цена, најчешће се повезују са Милтоном Фридманом.

Кејнзијанска и монетаристичка теорија шездесетих година XX века заузимале су углавном супротне ставове у вези са питањима макроекономске политике. Ове две теорије слагале су се да монетарна неравнотежа настаје у условима прекомерног раста новчане масе. Према монетаристима, инфлацију узрокује раст агрегатне тражње праћен растом цена и трошкова производње. Са друге стране, кејнзијанци су узрок инфлације проналазили у расту трошкова производње који потом условљава раст цена и агрегатне тражње. Према кејнзијанској теорији, а у складу са Филипсовом кривом, сматрало се да монетарна политика може допринети смањењу незапослености уколико утиче на повећање агрегатне тражње и спроводи експанзивну монетарну политику, уз подршку експанзивне фискалне политике. Према томе, ова теорија заступала је став да постоји дугорочни trade-off између инфлације и запослености.

Монетаристи су, међутим, тврдили да дугорочни trade-off између инфлације и запослености не постоји. Милтон Фридман, као представник монетаристичке теорије, сматрао је да не треба у потпуности одбацити узрочно-последичну везу између инфлације и незапослености, али је истицао да је тај однос одржив само у кратком року (Friedman, 1977, pp. 451–472). Практична искуства из последњих криза додатно су

потврдила да покушаји дугорочног подстицања економског раста прекомерно експанзивном монетарном политиком могу довести до раста инфлаторних притисака, због чега савремене централне банке настоје да успоставе равнотежу између очувања ценовне стабилности и подршке економској активности (European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

Већина теоретичара савремене економске заједнице слаже се са ставовима монетариста о непостојању дугорочног *trade-off*-а између стопе инфлације и стопе запослености, док узимање у обзир краткорочног *trade-off*-а може довести до веће неизвесности по питању предвиђања инфлације у будућности. Обе теорије, и кејнзијанска и монетаристичка, слажу се још у једној ствари, а то је да монетарна политика треба да буде посвећена остваривању циља економског раста и развоја. „Прва теорија посматра ово као спремност монетарне политике да обезбеди повећање понуде новца у време успореног економског раста и растуће незапослености без претеране бриге о евентуалној растућој инфлацији… Друга теорија, међутим, сматра да је релативна стабилност цена циљ монетарне политике који ће на дуги рок осигурати пуну запосленост као резултат одрживих стопа привредног раста“ (Шошкић, 2014).

Примарна улога монетарне политике у савременој економској теорији и пракси јесте одржавање ценовне стабилности, јер омогућава централној банци да ефикасно спроводи своју основну функцију монетарног регулисања, олакшава контролу новчаног оптицаја и његове динамике. Тиме се посредно оптимизују и остале функције централне банке – функција кредитора у крајњој инстанци и супервизија финансијских институција које су у њеној надлежности. Овај став не искључује чињеницу да се приликом вођења монетарне политике мора узети у обзир и широк спектар макроекономских циљева. У већини централних банака јасно је утврђена хијерархија циљева, при чему ценовна стабилност има превасходни значај, јер њено остваривање омогућава повољан макроекономски амбијент, одржив економски раст и високу запосленост.

Одржавање ценовне стабилности представља предуслов за повећање економске добробити и дугорочног привредног раста, а истовремено доприноси финансијској сигурности. Адекватан ценовни механизам у условима стабилних цена омогућава економским субјектима да лакше препознају промене у релативним ценама, без неизвесности која произилази из промене општег нивоа цена. То доприноси доношењу рационалнијих потрошачких и инвестиционих одлука и ефикаснијој алокацији ресурса (European Central Bank, 2021). Такође, спречавањем произвољне прерасподеле богатства и дохотка ублажавају се негативни ефекти како инфлације, тако и дефлације. Смањење инфлаторних очекивања утиче и на ниже реалне каматне стопе, што позитивно делује на инвестиције и привредни раст. При томе не треба губити из вида да централне банке које ценовну стабилност дефинишу као примарни циљ истовремено настоје да очувају и финансијску стабилност и, без угрожавања свог основног мандата, пруже подршку општој економској политици државе.

Глобална финансијска криза, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни шок након 2022. године показали су да очување ценовне стабилности представља неопходан, али не и довољан услов за дугорочну макроекономску стабилност. Савремене централне банке су, поред контроле инфлације, све више усмерене и на очување финансијске

стабилности, управљање инфлаторним очекивањима и благовремену примену нестандардних инструмената монетарне политике у условима снажних спољних шокова (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025).

У другој половини XX века у економској теорији полемисало се о узрочно-последичном односу између инфлације и незапослености, да би се од деведесетих година XX века пажња све више усмеравала на испитивање односа између стопе инфлације и степена независности централне банке. „У овом периоду је преовладавало мишљење да монетарна политика није ефикасна и да она треба да подржава националну економију и већина централних банака није независна, већ је под неком врстом формалног или неформалног ауторитета фискалне политике“ (Фабрис, 2006, стр. 37). Овакав став мења се крајем XX века, када се истиче значај одржавања ниске и стабилне стопе инфлације и високог степена независности централне банке, као и њиховог међусобног односа који треба да обезбеди дугорочну макроекономску стабилност.

Овде је, пре свега, указано на значај остваривања ниске и стабилне стопе инфлације, упркос различитим ставовима појединих економиста о питању да ли ценовна стабилност треба да добије примат у вођењу монетарне политике, стављајући тиме остале циљеве у други план. Затим је указано на значај успостављања институционалних решења која подразумевају допуне и измене законских одредби које се односе на независност централних банака, како би се обезбедила институционална, функционална, персонална и финансијска независност. Такође, указује се на то да и поред настојања савремених централних банака да независност обезбеде законским одредбама, и даље постоји мањи или већи степен одступања фактичке од институционалне независности.

Висока инфлација током седамдесетих година XX века побудила је свест о размерама негативних последица континуиране ценовне нестабилности. Сходно томе, режим циљања инфлације од деведесетих година XX века представља доминантну стратегију у вођењу монетарне политике великог броја централних банака. Централна банка Новог Зеланда прва је усвојила овај режим 1989. године, чиме је започео процес шире примене инфлационог таргетирања у савременом централном банкарству. У истом периоду на значају добија и концепт независности централне банке, као један од основних институционалних предуслова за успешно спровођење режима циљања инфлације.

Искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године, пандемије COVID-19 и глобалног инфлаторног шока након 2022. године показала су да режим циљања инфлације задржава своју улогу као основни оквир вођења монетарне политике, али да његова успешност све више зависи од способности централних банака да истовремено очувају и финансијску стабилност, благовремено реагују на спољне шокове и очувају кредибилитет својих мера (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

Одржавањем ценовне стабилности централне банке доприносе остваривању осталих циљева монетарне политике, а самим тим и циљева економске политике земље. У том смислу, креатори монетарне политике требало би да имају законом утврђен степен аутономије, с обзиром на то да су њихове одлуке усмерене на дугорочно остваривање постављених циљева. Монетарне власти посредством интермедијарних таргета настоје

да обезбеде ценовну стабилност. Наиме, опасност вођења монетарне политике без јасно дефинисаног интермедијарног таргета огледа се у томе што монетарна политика може постати некохерентна и мање ефикасна у остваривању свог основног циља – очувања ценовне стабилности (Фабрис, Н., 2006).

Институционално независна централна банка има висок степен аутономије приликом дефинисања својих циљева, при чему је ценовна стабилност одређена као једини или примарни циљ уколико постоји више законски утврђених циљева. То представља основни предуслов за остваривање функционалне независности. У оквиру овога посебан значај има и независност у избору инструмената монетарне политике којима ће централна банка остваривати постављене циљеве.

У остваривању ценовне стабилности као основног циља, уз констатацију да је однос између инфлације и независности централне банке обрнуто пропорционалан, дошло се до закључка да је у развијеним земљама за остваривање ниске и стабилне инфлације од већег значаја висок степен институционалне независности. Код земаља у развоју, међутим, на очување ценовне стабилности значајан утицај има и фактичка независност централне банке, која се, између осталог, огледа и кроз стабилност мандата гувернера.

Поједини аутори ишли су и корак даље испитујући да ли постоји двосмерна каузалност између инфлације и независности централне банке. Већи степен независности, као што је претходно приказано, подстиче остваривање ниске и стабилне стопе инфлације. Међутим, постоје оправдане индиције да и виша стопа инфлације може негативно утицати на степен независности централне банке. Постоје два основна разлога: прво, висока инфлација подстиче процесе који омогућавају извршној власти већи утицај на монетарну политику, иако формални правни оквир није промењен; и друго, висока инфлација умањује способност централне банке да контролише новчану масу, што може нарушити њен кредибилитет и поверење јавности у односу на друге носиоце економске политике (Cukierman, A., Webb, S., & Neyapti, B., 1992). Ова питања поново су добила на значају током последњих глобалних криза, када су централне банке, упркос очувању своје институционалне независности, биле изложене снажним притисцима да координишу мере монетарне и фискалне политике ради ублажавања последица пандемије и енергетске кризе, што је додатно актуелизовало расправу о односу институционалне и фактичке независности централних банака (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025).

2.2.2. Централна банка као регулатор за обезбеђење монетарне стабилности

Централна банка је врховна монетарна институција јер је једина институција у држави која има законско овлашћење да издаје новац који представља законско средство плаћања. Имајући то у виду, она заузима централно место у финансијском систему, одакле и потиче назив „централна“ банка. У односу на „праве“ банке разликује се и по томе што представља непрофитну институцију и нема директне кредитне односе са небанкарским сектором, већ је њена надлежност усмерена на пословне банке и друге финансијске институције, државу и међународне финансијске институције. Задатак централне банке је да успостави оптималну количину новца у оптицају, пре свега преко

кредитне активности банака, чиме се „обезбеђује ликвидност макросистема, текуће финансирање привредне активности и оптимизација спољнотрговинских односа што се све скупа прелама кроз већу или мању стабилност националне валуте“ (Крстић, 2003, стр. 48). Како би остварила ове задатке, централна банка обавља функције које представљају основне функције у њеној надлежности: вођење монетарне политике, функцију кредитора у крајњој инстанци („последње уточиште банака“) и супервизорску функцију.

Централна банка, као надлежна институција за вођење монетарне политике, настоји да предузимањем одговарајућих мера оствари њене основне циљеве. Основни циљ је очување ценовне стабилности, док финансијска стабилност, у већини савремених монетарних оквира, представља секундарни циљ који се остварује без угрожавања примарног циља. Истовремено, монетарна политика пружа подршку општој економској политици државе, па се као њени дугорочни циљеви наводе и пуна запосленост, одржив економски раст и уравнотежен платни биланс. Надлежност централне банке у оквиру вођења монетарне политике огледа се у регулисању оптималне количине новца у оптицају, чиме посредно утиче и на кредитну активност пословних банака. На тај начин обезбеђују се услови за стабилно функционисање привреде и финансијског система. За остваривање ових циљева користе се различити инструменти монетарно-кредитног регулисања, који обухватају како тржишне инструменте, тако и кредитирање пословних банака као традиционални нетржишни инструмент.

Развој глобалних економских и финансијских кретања након 2008. године, а нарочито пандемија COVID-19 и рат у Украјини, условили су значајне измене у примени инструмената монетарне политике. Савремене централне банке данас, поред традиционалних, примењују и нестандардне инструменте како би истовремено очувале ценовну и финансијску стабилност (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

Кредитирање пословних банака од стране централне банке представља традиционални нетржишни инструмент монетарне политике, познат као дисконтна политика или дисконтни шалтер (*Discount Window*). Његова основна сврха јесте обезбеђивање краткорочне ликвидности банкарском систему путем одобравања кредита пословним банкама. За разлику од овог механизма, операцијама на отвореном тржишту ликвидност се регулише куповином и продајом државних хартија од вредности на секундарном тржишту.

У прошлости је избор између ова два инструмента у великој мери зависио од степена развијености финансијског тржишта. У земљама са мање развијеним финансијским системом кредитирање пословних банака представљало је значајан инструмент монетарног регулисања, док су се са развојем финансијских тржишта операције на отвореном тржишту постепено наметнуле као доминантан инструмент. Данас већина савремених централних банака, укључујући Европску централну банку и Народну банку Србије, монетарну политику спроводи пре свега посредством операција на отвореном тржишту и кључних каматних стопа, док Систем федералних резерви и даље користи дисконтни шалтер као важан инструмент обезбеђивања ликвидности депозитним институцијама (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025; European Central Bank, 2025; Народна банка Србије, 2024).

Поједини аутори указују да централна банка не може непосредно одређивати обим новчане масе, јер она настаје као резултат односа између привреде, становништва, пословних банака и централне банке (Бјелица, 2005, стр. 60–67). Имајући то у виду, централна банка преко пословних банака посредно утиче на кредитну активност и спровођење монетарне политике. Такође, истиче се да се најбољи резултати постижу комбиновањем тржишних и квантитативних инструмената, док прекомерно ослањање на селективно кредитирање може ограничити самосталност пословних банака и нарушити принципе тржишне економије (Крстић, 2003, стр. 54–61).

Редисконтне операције представљају класичан облик кредитирања пословних банака путем откупа краткорочних хартија од вредности, најчешће меница, пре њиховог доспећа. Овај механизам био је нарочито значајан у привредама у којима нису постојали услови за развијено тржиште државних хартија од вредности. Иако је његов значај данас знатно мањи, Систем федералних резерви га и даље користи као један од инструмената обезбеђивања ликвидности банкарском систему, док се у већини других развијених економија примењује само у изузетним околностима (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025).

Централне банке које користе овај инструмент регулишу обим кредитирања комбинацијом квантитативних и ценовних механизама. Квантитативни механизми односе се на утврђивање редисконтних квота, док се ценовни механизми заснивају на дисконтној стопи, чијим се променама утиче на тражњу пословних банака за средствима централне банке (Марковић, 2003, стр. 242–247).

Глобална финансијска криза из 2008. године, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни и енергетски шок након почетка рата у Украјини показали су да су традиционални инструменти монетарне политике, укључујући кредитирање пословних банака, задржали значај у условима кризе, али су били допуњени бројним нестандардним инструментима, као што су програми дугорочног финансирања, куповина финансијске активе и друге мере усмерене на очување ликвидности и стабилности финансијског система (Bank for International Settlements, 2023; Bernanke, 2022; European Central Bank, 2025).

Операције на отвореном тржишту представљају основни тржишни инструмент монетарне политике којим централна банка регулише количину новца и ликвидност финансијског система куповином и продајом хартија од вредности на секундарном тржишту. Њихов значај посебно је дошао до изражаја након Велике економске кризе тридесетих година XX века, када су постале један од кључних механизама за спровођење монетарне политике и подстицање економске активности. Најчешће се користе државне хартије од вредности, док се у појединим земљама користе и хартије од вредности које емитује централна банка или други висококвалитетни финансијски инструменти (Mishkin & Eakins, 2000).

Европска централна банка од самог почетка функционисања Евросистема операције на отвореном тржишту користи као свој основни инструмент монетарне политике. Оне се спроводе путем главних операција рефинансирања, дугорочних операција рефинансирања и других операција усмерених на управљање ликвидношћу и стабилизацију краткорочних каматних стопа. Савет гувернера Европске централне банке одлучује о

висини кључних каматних стопа и условима под којима се ове операције спроводе (Ayuso & Repullo, 2003; European Central Bank, 2025).

Након глобалне финансијске кризе из 2008. године улога операција на отвореном тржишту значајно је проширена. Поред обезбеђивања краткорочне ликвидности, Европска централна банка применила је и низ нестандардних мера, укључујући програме куповине активе (*Asset Purchase Programme – APP*) и *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, као и циљане дугорочне операције рефинансирања (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTROs*). Ови инструменти коришћени су ради очувања стабилности финансијског система, обезбеђивања кредитне активности и повратка инфлације ка средњорочном циљу (European Central Bank, 2021; European Central Bank, 2025).

Систем федералних резерви у Сједињеним Америчким Државама операције на отвореном тржишту користи као основни инструмент монетарне политике. Куповином хартија од вредности повећавају се резерве банкарског система и подстиче кредитна активност, док се продајом хартија резерве смањују. Одлуке о овим операцијама доноси Савезни комитет за операције на отвореном тржишту (*Federal Open Market Committee – FOMC*), који утврђује смернице монетарне политике ради остваривања максималне запослености и ценовне стабилности (Saunders & Cornett, 2009; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025).

Према Васиљевићу (2009, стр. 135), тржиште новца представља кључни институционални оквир за функционисање монетарне политике, јер се на њему формирају краткорочне тржишне каматне стопе. Операције на отвореном тржишту омогућавају централној банци да непосредно утиче на понуду и тражњу ликвидних средстава, а тиме и на кретање краткорочних каматних стопа и обим кредитне активности. Ове операције спроводе се искључиво на секундарном тржишту, што подразумева постојање развијеног тржишта државних хартија од вредности. Ефикасност овог инструмента зависи од ликвидности и дубине тржишта, као и од поверења инвеститора у државне дужничке хартије, које се сматрају једним од најсигурнијих финансијских инструмената (Васиљевић, 2009, стр. 148).

Промене у глобалном економском окружењу након кризе из 2008. године, пандемије COVID-19 и глобалног инфлаторног и енергетског шока након почетка рата у Украјини показали су да су операције на отвореном тржишту постале централни механизам примене нестандардних мера монетарне политике. Куповина финансијске активе, дугорочне операције рефинансирања и други програми обезбеђивања ликвидности омогућили су централним банкама да ублаже последице криза, очувају стабилност финансијског система и обезбеде постепени повратак инфлације ка циљаном нивоу (Bank for International Settlements, 2023; Bernanke, 2022; European Central Bank, 2025).

Референтна каматна стопа представља један од најважнијих инструмената савремене монетарне политике, посредством којег централна банка утиче на услове финансирања, кредитну активност и кретање инфлације. Променом референтне каматне стопе централна банка утиче на цену новца, каматне стопе на новчаном тржишту, као и на кредитне и депозитне каматне стопе пословних банака. На тај начин промене у монетарној сфери

постепено се преносе на инвестиције, потрошњу, производњу и инфлацију посредством монетарног трансмисионог механизма.

Како истичу Живковић и Кожетинац (2008, стр. 335–352), количина новца у оптицају није искључиво резултат активности централне банке, већ настаје као последица интеракције између централне банке, пословних банака и небанкарског сектора. Због тога централна банка своје циљеве остварује посредно, утичући на услове финансирања и понашање економских субјеката. Трансмисиони механизам представља процес преношења ефеката монетарне политике на реални сектор економије. У савременим тржишним привредама најзначајнију улогу има канал каматних стопа, посредством којег промене референтне каматне стопе утичу на краткорочне и дугорочне тржишне каматне стопе, инвестиције, потрошњу и инфлаторна очекивања (Ђорђевић, 2003, стр. 106). На овај начин централна банка посредно остварује свој примарни циљ – очување ценовне стабилности (Фуртула, 2008, стр. 71).

У Сједињеним Америчким Државама кључну улогу има Federal Funds Rate (FFR) – каматна стопа по којој депозитне институције међусобно позајмљују резерве преко ноћи. Циљани распон ове стопе одређује Federal Open Market Committee (FOMC), док се њена ефективна вредност формира на тржишту. Променама циљаног распона FFR-а ФЕД утиче на услове кредитирања, економску активност и инфлацију, а операцијама на отвореном тржишту обезбеђује да се ефективна стопа креће у оквиру утврђеног циљаног распона (Cecchetti, 2006; Mishkin, 2004; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025). Поред операција на отвореном тржишту, ФЕД у спровођењу монетарне политике користи и дисконтно кредитирање и инструмент обавезне резерве, чиме утиче на ликвидност банкарског система и понуду новца (Mishkin, 2004, стр. 393).

Промењени макроекономски и финансијски услови у којима су савремене централне банке спроводиле монетарну политику довели су до значајне промене улоге референтних каматних стопа. Након дужег периода изузетно ниских, па и негативних каматних стопа, водеће централне банке су од 2022. године започеле интензиван циклус пооштравања монетарне политике ради сузбијања инфлације и поновног успостављања ценовне стабилности (Bank for International Settlements, 2023; Bernanke, 2022; International Monetary Fund, 2024).

Европска централна банка операције на отвореном тржишту користи као основни инструмент спровођења монетарне политике. Њихова основна сврха јесте управљање ликвидношћу банкарског система, усмеравање краткорочних тржишних каматних стопа и сигнализирање става монетарне политике. Најзначајније операције обухватају главне операције рефинансирања (*Main Refinancing Operations – MRO*), дугорочне операције рефинансирања (*Longer-Term Refinancing Operations – LTRO*), операције финог подешавања (*Fine-Tuning Operations*) и структурне операције (Ayuso & Repullo, 2003; European Central Bank, 2025).

Главне операције рефинансирања представљају редовне недељне операције којима Европска централна банка обезбеђује ликвидност банкарском систему и усмерава кретање краткорочних каматних стопа. Поред њих, дугорочне операције рефинансирања

обезбеђују додатну ликвидност банкама на дужи рок, док се операције финог подешавања користе ради ублажавања краткорочних поремећаја ликвидности на новчаном тржишту. Структурне операције имају за циљ трајније прилагођавање ликвидносне позиције банкарског система (European Central Bank, 2025).

Након глобалне финансијске кризе, а посебно током пандемије COVID-19, Европска централна банка значајно је проширила оквир спровођења монетарне политике применом нестандардних инструмената. Поред класичних операција рефинансирања, уведени су програми куповине финансијске активе (*Asset Purchase Programme – APP*), *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* и циљане дугорочне операције рефинансирања (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO III*), чији је циљ био очување ликвидности банкарског система, несметано кредитирање привреде и домаћинстава и ублажавање последица кризе (European Central Bank, 2021; European Central Bank, 2025).

Управно веће Европске централне банке утврђује висину три кључне каматне стопе: каматне стопе на главне операције рефинансирања, каматне стопе на депозитне олакшице и каматне стопе на кредитне олакшице. За разлику од периода од 2016. до 2022. године, када је каматна стопа на главне операције рефинансирања износила 0%, а депозитна стопа била негативна (-0,50%), нагли раст инфлације условио је почетак циклуса пооштравања монетарне политике средином 2022. године. Европска централна банка је у наредном периоду постепено повећавала све три кључне каматне стопе ради сузбијања инфлаторних притисака, а током 2024. и 2025. године започела је њихово постепено снижавање, након што је инфлација враћена близу средњорочног циља од 2% (European Central Bank, 2025).

Сталне олакшице, које обухватају кредитне и депозитне олакшице, и даље представљају важан инструмент управљања дневном ликвидношћу банака. Кредитне олакшице омогућавају банкама преконоћно задуживање код националних централних банака, док депозитне олакшице омогућавају преконоћно депоновање вишкова ликвидних средстава. Заједно са операцијама на отвореном тржишту, ови инструменти представљају основне механизме посредством којих Европска централна банка спроводи монетарну политику Евросистема (European Central Bank, 2025).

У складу са Законом о Народној банци Србије, Извршни одбор Народне банке Србије утврђује висину референтне каматне стопе и других каматних стопа које Народна банка Србије примењује у операцијама на новчаном тржишту. Референтна каматна стопа представља основну сигнализирајућу каматну стопу монетарне политике и примењује се у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Истовремено, она представља основу за формирање коридора каматних стопа, који обухвата каматну стопу на депозитне и кредитне олакшице (Закон о Народној банци Србије; Народна банка Србије, 2025).

Током пандемије COVID-19 Народна банка Србије је, као и већина водећих централних банака, спроводила експанзивну монетарну политику ради ублажавања негативних последица кризе. Референтна каматна стопа постепено је снижена и од децембра 2020. године износила је 1,00%, што је у том периоду представљало њен историјски најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Истовремено су снижаване и каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице, чиме су створени повољни услови финансирања

привреде и становништва и обезбеђена додатна ликвидност банкарском систему (Народна банка Србије, 2021).

Међутим, нагли раст глобалне инфлације, поремећаји у ланцима снабдевања, енергетска криза и раст цена примарних производа условили су промену правца монетарне политике. Почев од априла 2022. године, Народна банка Србије започела је циклус постепеног повећања референтне каматне стопе, који је трајао до средине 2023. године, када је она достигла 6,50%. На тај начин монетарна политика прешла је из експанзивне у рестриктивну фазу, са циљем сузбијања инфлаторних притисака и очувања средњорочне ценовне стабилности (Народна банка Србије, 2023).

Након постепеног успоравања инфлације и њеног повратка у границе циљаног опсега, Извршни одбор Народне банке Србије започео је током 2024. године постепено ублажавање рестриктивности монетарне политике. Референтна каматна стопа тренутно износи 5,75%, док се све одлуке о њеној висини доносе у зависности од кретања домаће и међународне инфлације, инфлаторних очекивања, економске активности и ризика из међународног окружења (Народна банка Србије, 2025).

Спровођењем овакве монетарне политике Народна банка Србије настојала је да обезбеди равнотежу између очувања ценовне и финансијске стабилности и подршке привредном расту. Истовремено, координација монетарне и фискалне политике допринела је очувању макроекономске стабилности, кредитне активности и поверења инвеститора у условима изражене неизвесности на глобалном тржишту (International Monetary Fund, 2024; Народна банка Србије, 2025).

Кретање референтне каматне стопе Народне банке Србије у периоду од 2020. до 2025. године одражава промене у карактеру монетарне политике, од експанзивног приступа током пандемије до рестриктивне политике усмерене на сузбијање инфлације, а потом и њеног постепеног ублажавања након стабилизације инфлаторних кретања. Преглед кретања референтне каматне стопе дат је у наредној Табели (Народна банка Србије, 2025).

Табела 2.2: Кретање референтне каматне стопе Народне банке Србије (2020–2025)

Година	*Референтна каматна стопа*
2020.	1,00%
2021.	1,00%
2022.	1,00% → 5,00%
2023.	6,50%
2024.	6,50% → 5,75%
2025.	5,75%*

*Стање на крају посматраног периода.

Извор**:** Народна банка Србије (2025), Одлуке Извршног одбора о референтној каматној стопи.

Најнижи ниво референтне каматне стопе забележен је током пандемије, када је њеним смањењем Народна банка Србије настојала да обезбеди повољније услове финансирања привреде и становништва. Међутим, раст глобалне инфлације, поремећаји у ланцима снабдевања и енергетска криза условили су постепени прелазак са експанзивне на рестриктивну монетарну политику. Након што је инфлација почела да се враћа у границе циљаног опсега, започет је постепени циклус ублажавања монетарне политике, при чему се висина референтне каматне стопе и даље усклађује са кретањем инфлације и проценом ризика из домаћег и међународног окружења (Народна банка Србије, 2025; International Monetary Fund, 2024).

Обавезна резерва представља један од традиционалних квантитативних инструмената монетарне политике којим централна банка утиче на кредитни потенцијал пословних банака и ликвидност банкарског система. Она подразумева обавезу пословних банака да одређени део прикупљених депозитних средстава издвајају и држе на рачуну код централне банке, чиме се посредно утиче на количину новца у оптицају и кредитну активност банкарског сектора. Иако је првобитна улога обавезне резерве била очување ликвидности банака, након Велике економске кризе овај инструмент добија значајну улогу у регулисању понуде новца и спровођењу монетарне политике (Крстић, 2003; Mishkin, 2004).

Променом стопе обавезне резерве централна банка утиче на расположива средства пословних банака и, посредно, на вредност монетарног мултипликатора. Повећање стопе обавезне резерве смањује кредитни потенцијал банака и доводи до успоравања кредитне активности, док њено смањење повећава расположиву ликвидност и ствара услове за кредитну експанзију. Због тога се овај инструмент најчешће користи као допуна осталим инструментима монетарне политике, пре свега операцијама на отвореном тржишту и политици референтне каматне стопе (Бјелица, 2005; Mishkin, 2004).

У савременој монетарној пракси централне банке примењују различите моделе обрачуна обавезне резерве, у зависности од структуре депозитне основице и карактеристика финансијског система. Најчешће се примењују јединствене или диференциране стопе обавезне резерве, при чему се више стопе углавном примењују на краткорочне и нестабилније изворе финансирања, а ниже на дугорочне депозите, како би се подстакло стабилније финансирање банкарског сектора (Cecchetti, 2006; European Central Bank, 2025).

У развијеним финансијским системима значај обавезне резерве постепено је смањен развојем тржишно оријентисаних инструмената монетарне политике, пре свега операција на отвореном тржишту и политике кључних каматних стопа. Ипак, обавезна резерва и даље представља важан инструмент управљања ликвидношћу и очувања финансијске стабилности, посебно у земљама са мање развијеним финансијским тржиштима (Bank for International Settlements, 2023).

Народна банка Србије примењује диференцирани систем обавезне резерве, при чему се стопе разликују у зависности од валутне структуре и рочности извора средстава. Према важећој Одлуци о обавезној резерви банака, примењују се следеће стопе: 5% на динарске обавезе са рочношћу до две године, 0% на динарске обавезе преко две године, 20% на девизне обавезе са рочношћу до две године и 13% на девизне обавезе преко две

године, док се на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом примењује стопа од 100% (Народна банка Србије, 2025).

Народна банка Србије, такође, плаћа камату на издвојена средства обавезне резерве у складу са важећим прописима. Каматна стопа на издвојену динарску обавезну резерву тренутно износи 0,75% на годишњем нивоу, што представља измену у односу на претходни период када је она била значајно нижа и када су, током пандемије COVID-19, примењиване додатне мере подршке ликвидности банкарског сектора (Народна банка Србије, 2025).

Иако се у савременој монетарној политици обавезна резерва све ређе користи као примарни инструмент регулисања понуде новца, она и даље представља важан допунски инструмент очувања ликвидности и финансијске стабилности. Њена ефикасност остварује се у комбинацији са операцијама на отвореном тржишту и политиком референтне каматне стопе, што омогућава централној банци да истовремено утиче и на монетарну базу и на монетарни мултипликатор (Mishkin, 2004; Bank for International Settlements, 2023; Народна банка Србије, 2025).

2.2.3. Стабилност финансијског система као додатни циљ централне банке

Приоритети монетарне политике мењају се у складу са променама у економском и финансијском окружењу. Глобална финансијска криза из 2008. године, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни и енергетски шок након почетка рата у Украјини показали су да очување ценовне стабилности само по себи није довољан услов за стабилно функционисање финансијског система. Због тога је финансијска стабилност добила знатно значајније место у мандату савремених централних банака (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

Још након глобалне финансијске кризе поједини аутори указивали су да би у условима снажних криза требало преиспитати досадашњи концепт искључивог фокусирања на ниску инфлацију. Тако Жугић и Фабрис (2010, стр. 15–17) разматрају могућност вишег инфлационог циља ради већег простора за снижавање номиналних каматних стопа у кризним условима, док Сиљковић и Милановић (2015) истичу да се све већи значај придаје подршци привредном расту и запослености, уз очување ценовне стабилности.

Истовремено, процеси дерегулације, либерализације и глобализације довели су до снажног развоја финансијских тржишта и повећања међузависности финансијских институција. Иако су ови процеси допринели ефикаснијој алокацији капитала и нижим трошковима финансирања, повећали су и изложеност системским ризицима и могућност брзог преношења финансијских поремећаја између националних економија (Cecchetti, 2006; Bank for International Settlements, 2023).

Стабилан финансијски систем подразумева ефикасно функционисање финансијских посредника, финансијских тржишта и финансијске инфраструктуре, тако да се несметано врши алокација финансијских ресурса и обезбеђује подршка економском расту. Насу-

прот томе, финансијска нестабилност доводи до поремећаја финансијске интермедијације, повећања системског ризика и негативних последица по реалну економију (Schinasi, 2004; European Central Bank, 2025).

У зависности од степена развијености финансијског тржишта, разликују се банкарски и тржишно оријентисани финансијски системи. У тржишно оријентисаним системима значајну улогу имају тржишта капитала и небанкарске финансијске институције, док је у банкарски оријентисаним системима тежиште на универзалним банкама и банкарској интермедијацији (Крстић, 2003, стр. 24–25; Ћировић, 2007, стр. 6–7). Ова разлика има значајне импликације и на начин очувања финансијске стабилности, јер су инструменти и институције задужене за управљање системским ризицима различито организовани.

Питање финансијске стабилности у већини земаља није искључиво у надлежности централне банке, већ подразумева поделу одговорности између централне банке, министарства финансија и надзорних институција (Фабрис, 2006, стр. 45–49). Управо због тога након глобалне финансијске кризе значајно је ојачан макропруденцијални институционални оквир, како на националном, тако и на међународном нивоу, кроз оснивање нових тела за праћење системског ризика и координацију финансијске стабилности (European Commission, 2024; Regulation (EU) No. 1092/2010).

Иако финансијска стабилност и даље у већини земаља није формално дефинисана као примарни циљ централне банке, савремена пракса показује да она представља неопходан предуслов ефикасног спровођења монетарне политике. Због тога централне банке све чешће, поред традиционалних инструмената, примењују и макропруденцијалне мере ради спречавања акумулације системских ризика и јачања отпорности финансијског система (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

Савремено централно банкарство полази од става да су ценовна и финансијска стабилност међусобно повезани и комплементарни циљеви. Иако је очување ценовне стабилности и даље примарни циљ већине централних банака, искуства последњих криза показала су да стабилна инфлација сама по себи није довољна гаранција стабилности финансијског система. Финансијски поремећаји могу настати и у условима ниске инфлације, што је посебно потврђено током глобалне финансијске кризе 2008. године (Borio, 2011; Bank for International Settlements, 2023).

Из тог разлога, након 2008. године дошло је до значајног јачања макропруденцијалне политике и институционалног оквира за очување финансијске стабилности. У Европској унији основан је Европски одбор за системски ризик (European Systemic Risk Board – ESRB), са задатком праћења системских ризика и издавања препорука ради очувања стабилности финансијског система (Regulation (EU) No. 1092/2010; European Commission, 2024).

Истовремено, Базел III стандарди значајно су ојачали регулаторни оквир банкарског сектора увођењем виших капиталних захтева, заштитних слојева капитала, показатеља ликвидности и других макропруденцијалних инструмената који имају за циљ повећање отпорности финансијског система на системске шокове (Bank for International Settlements, 2011; Bank for International Settlements, 2013).

У Републици Србији Народна банка Србије постепено је усклађивала домаћи регулаторни оквир са Базел III стандардима и прописима Европске уније, при чему је значајан корак представљало усвајање Стратегије за увођење стандарда Базел III (Народна банка Србије, 2013). Накнадним изменама законске и подзаконске регулативе додатно су ојачани капитални и ликвидносни захтеви, као и макропруденцијални инструменти усмерени на очување отпорности банкарског сектора (Народна банка Србије, 2025).

Пандемија COVID-19 и каснији глобални инфлаторни и енергетски шок додатно су потврдили да се очување финансијске стабилности не може посматрати искључиво кроз примену класичних инструмената монетарне политике. Савремене централне банке све чешће комбинују монетарне, макропруденцијалне и супервизорске инструменте како би истовремено обезбедиле стабилност финансијског система, несметано кредитирање привреде и очување поверења учесника на финансијском тржишту (International Monetary Fund, 2024; European Central Bank, 2025).

Управо због тога, у савременим условима независност централне банке не подразумева само самостално вођење монетарне политике, већ и способност благовременог реаговања на системске ризике, координацију са другим институцијама и примену одговарајућих макропруденцијалних мера ради очувања укупне макроекономске и финансијске стабилности (Bank for International Settlements, 2023; Borio, 2011).

Глобална финансијска криза из 2008. године представљала је прекретницу у развоју савременог централног банкарства, јер је показала да се независност централне банке више не може посматрати искључиво кроз способност очувања ценовне стабилности. Финансијски поремећаји који су уследили указали су на потребу да се независност централне банке сагледава и кроз њену способност благовременог реаговања на системске ризике, очувања ликвидности финансијског система и координације са другим институцијама економске политике (Borio, 2011; Bank for International Settlements, 2023).

Додатно, пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни и енергетски шок након почетка рата у Украјини потврдили су да се у условима изражених спољних шокова граница између монетарне и фискалне политике привремено ублажава. Централне банке су, поред традиционалних инструмената, примењивале и нестандардне мере, укључујући програме куповине финансијске активе, дугорочне операције рефинансирања, обезбеђивање додатне ликвидности и подршку функционисању финансијских тржишта. Истовремено, ове мере нису довеле у питање формалну независност централних банака, већ су указале на њен динамички карактер и потребу прилагођавања инструментаријума измењеним економским условима (European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

У таквим околностима финансијска стабилност све више добија карактер неопходног предуслова за успешно спровођење монетарне политике. Због тога савремене централне банке, поред очувања ценовне стабилности, све већу пажњу посвећују праћењу системских ризика, отпорности банкарског система и примени макропруденцијалних инструмената. На тај начин независност централне банке добија шири институционални значај, јер подразумева способност самосталног доношења одлука не само у области монетарне

политике већ и у области очувања укупне финансијске стабилности (Borio, 2011; Bank for International Settlements, 2023).

Иако се институционална решења разликују од земље до земље, заједничка карактеристика савременог централног банкарства јесте настојање да се успостави равнотежа између независности централне банке, њене одговорности и координације са другим институцијама економске политике. Управо ова равнотежа представља један од основних предуслова успешног очувања макроекономске и финансијске стабилности у условима повећане неизвесности и честих глобалних поремећаја (International Monetary Fund, 2024; European Central Bank, 2025).

2.2.4. Централна банка од „кредитора у крајњој инстанци" до „креатора тржишта у крајњој инстанци" ради очувања финансијске стабилности

Међународни монетарни фонд има значајну улогу у очувању међународне финансијске стабилности, али се већ деценијама води расправа о обиму и начину његовог деловања у условима глобалних финансијских криза. Глобална финансијска криза из 2008. године показала је ограничења традиционалног концепта кредитора у крајњој инстанци, будући да се проблеми више нису испољавали искључиво као неликвидност појединачних банака, већ као системска криза ликвидности читавог финансијског тржишта.

Традиционално схватање функције централне банке као кредитора у крајњој инстанци подразумева правовремено одобравање позајмица солвентним, али неликвидним депозитним институцијама које располажу одговарајућим колатералом, уз примену казнене каматне стопе ради спречавања банкарске панике и очувања тржишне дисциплине (Bagehot, 2008). На овај начин настоји се да се истовремено очува финансијска стабилност и избегне прекомерно преузимање ризика од стране финансијских институција.

Међутим, искуства глобалне финансијске кризе, а затим и пандемије COVID-19, показала су да у условима системских поремећаја централне банке често немају довољно времена да прецизно процене да ли је реч о проблему ликвидности или солвентности. Због опасности од брзог ширења финансијске панике, интервенције се морају предузимати без одлагања, што класични Bagehot-ов модел чини тешко применљивим у савременим кризама (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

Полазећи од наведеног, Goodhart (1999) истиче да у условима отказа међубанкарског тржишта није сврсисходно инсистирати на строгом разликовању неликвидности и несолвентности, јер институција која је изгубила приступ тржишном финансирању може веома брзо постати и фактички несолвентна. Из тог разлога, функцију последњег уточишта потребно је посматрати флексибилније, обезбеђујући ликвидносну подршку у обиму и тренутку који су неопходни за очување стабилности финансијског система (Goodhart, 1999).

Управо су наведена искуства условила промену приступа улози централних банака. Поједини аутори и представници међународних финансијских институција указују да

традиционалну улогу кредитора у крајњој инстанци треба проширити улогом креатора тржишта у крајњој инстанци (market maker of last resort), која подразумева интервенисање не само ради очувања ликвидности појединачних банака већ и ради очувања функционисања финансијског тржишта у целини (Jones, H., 2015).

У тржишно оријентисаним финансијским системима централна банка се, стога, све чешће јавља као креатор тржишта у крајњој инстанци. Ова функција подразумева да централна банка, као јавна институција која не послује ради остваривања профита, у кризним условима може привремено преузимати улогу купца последњег уточишта, прихватајући и шири спектар колатерала како би обезбедила континуитет функционисања финансијских тржишта (Chiu, JKoeppel, 2009). Овакав приступ посебно је дошао до изражаја током пандемије COVID-19, када су водеће централне банке, поред кредитирања банака, примењивале и програме куповине финансијске активе, обезбеђивања ликвидности финансијским тржиштима и подршке небанкарским финансијским институцијама (European Central Bank, 2025; Bank for International Settlements, 2023).

Такође, проширивање улоге централне банке поставља и питање њене независности. Ширењем круга институција које могу добити ликвидносну подршку, као и прихватањем ризичнијег колатерала, повећава се могућност настанка квазифискалних ефеката и моралног хазарда. Управо због тога савремена пракса показује да независност централне банке више не подразумева искључиво самостално вођење монетарне политике, већ и способност да у ванредним околностима обезбеди финансијску стабилност, уз очување кредибилитета, транспарентности и институционалне одговорности (Borio, 2011; Bank for International Settlements, 2023).

Goodhart (1999) образлаже постојање неколико „митова“ о функцији централне банке као зајмодавца у крајњој инстанци: 1) да је увек могуће јасно разликовати неликвидност и несолвентност; 2) да су капацитети националне централне банке као зајмодавца у крајњој инстанци практично неограничени, док међународне институције, попут Међународног монетарног фонда, не могу обављати ову функцију на глобалном нивоу; 3) да морални хазард постоји у свим околностима и у истом интензитету; и 4) да финансијска тржишта могу стабилно функционисати и без постојања зајмодавца у крајњој инстанци (Goodhart, 1999).

У условима системских поремећаја наведене претпоставке су само делимично одрживе у пракси. Успешне компаније и финансијске институције могу се привремено суочити са проблемом солвентности или изгубити приступ изворима ликвидности, при чему су комерцијалне банке посебно осетљиве због високог степена међусобне повезаности. У таквим околностима централна банка често нема довољно времена да детаљно процени да ли је институција искључиво неликвидна или је реч о дубљим проблемима солвентности, нити да изврши потпуну процену квалитета колатерала. Управо зато интервенције морају бити благовремене како би се спречило ширење финансијске панике и очувало поверење у финансијски систем (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

Bagehot (2008) је указивао да „имаоци новчане резерве морају бити спремни, не само да је чувају за своје обавезе, већ и да је најслободније авансирају за обавезе других…“

(Bagehot, 2008). Иако је овај принцип остао једно од основних полазишта савременог централног банкарства, начин његове примене значајно је измењен у условима савремених финансијских криза.

Постоји суштинска разлика између директног кредитирања пословних банака од стране централне банке и операција на отвореном тржишту. Док се операције на отвореном тржишту спроводе на секундарном тржишту ради управљања ликвидношћу финансијског система, директно кредитирање кроз функцију последњег уточишта подразумева повећање монетарне базе са циљем очувања ликвидности банкарског система и спречавања губитка поверења у финансијске институције.

У условима уобичајених привредних кретања банке настоје да ликвидност обезбеде на међубанкарском новчаном тржишту, како би избегле репутациони ризик који може настати услед коришћења кредитне подршке централне банке. Због тога банке најчешће примењују унапред дефинисан систем управљања ликвидношћу који обухвата примарну, секундарну и терцијарну линију одбране, док се централна банка укључује тек када банка више није у могућности да обезбеди ликвидност сопственим механизмима.

Како истиче Крстић (2003, стр. 49), централна банка постаје „последње уточиште банака“ прописујући услове ликвидности и истовремено, кроз супервизорску функцију, дисциплинујући банке да континуирано одржавају адекватан ниво ликвидности и солвентности. Традиционално, ова функција реализује се одобравањем краткорочних кредита уз строже услове кредитирања, који подразумевају вишу каматну стопу, краћи рок отплате и адекватан колатерал. Такви кредити намењени су превазилажењу привремених проблема ликвидности и не представљају инструмент за решавање структурних проблема појединачних банака.

Међутим, током глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 показало се да класични принципи функције последњег уточишта нису увек били довољни. Брзина ширења кризе захтевала је привремено ублажавање услова кредитирања, проширење прихватљивог колатерала и обезбеђивање ликвидности и институцијама које су се суочавале са озбиљним проблемима солвентности. На тај начин спречено је продубљивање кризе и очувано функционисање финансијског система, али су истовремено отворена нова питања која се односе на морални хазард, границе интервенције централне банке и очување њене независности. Управо због тога савремена литература све више указује да независност централне банке не треба посматрати искључиво као институционалну самосталност у вођењу монетарне политике, већ и као способност да у ванредним околностима обезбеди финансијску стабилност, уз очување транспарентности, одговорности и кредибилитета (Borio, 2011; Bank for International Settlements, 2023).

Што се тиче питања капацитета кредитора у крајњој инстанци и могућности да међународне финансијске институције обављају улогу „међународног кредитора у крајњој инстанци“, Goodhart (1999) истиче да је „кључни фактор који одређује домет функције кредитора у крајњој инстанци способност централне банке да апсорбује потенцијалне губитке. Како је та способност слабила услед повећања размера финансијских криза, одговорност за њихово решавање постепено је преношена на националне власти, које, међутим, немају међународне надлежности“ (Goodhart, 1999, стр. 348–349).

Уколико национална централна банка и влада нису у могућности да самостално стабилизују финансијски систем, логично је да се решење тражи на међународном нивоу. У том контексту, Међународни монетарни фонд представља институцију која, захваљујући већем финансијском капацитету и специфичном статусу повлашћеног кредитора, може пружити финансијску подршку државама које се суочавају са озбиљним кризама ликвидности и платног биланса. На тај начин формира се својеврсна хијерархија функције кредитора у крајњој инстанци: на националном нивоу ту улогу има централна банка, док се у условима ширих међународних финансијских поремећаја као последња инстанца јавља Међународни монетарни фонд (Goodhart, 1999).

Ипак, капацитети ММФ-а нису неограничени. Као и националне централне банке, и ова институција располаже ограниченим финансијским средствима, с тим што кредите одобрава искључиво државама чланицама, а не директно финансијским институцијама. Због тога је током глобалне финансијске кризе, кризе државних дугова у еврозони, пандемије COVID-19 и каснијег глобалног инфлаторног шока сарадња ММФ-а, централних банака и националних влада добила знатно већи значај него у претходним кризама. Практично, финансијска стабилност све више постаје резултат координисаног деловања националних и међународних институција (International Monetary Fund, 2024; Bank for International Settlements, 2023).

Разлика између ММФ-а и националне централне банке огледа се у томе што иза ММФ-а не стоји наднационална влада са пореским овлашћењима и могућношћу емисије законског средства плаћања. За разлику од централне банке, ММФ не може емитовати фиат новац, већ се његови финансијски капацитети заснивају на средствима земаља чланица. Сходно томе, потенцијалне губитке ММФ-а у крајњој линији сносе његове чланице, док националне централне банке располажу знатно већом оперативном флексибилношћу у спровођењу ликвидносних интервенција (Goodhart, 1999).

У том смислу, Европска централна банка има одређене сличности са ММФ-ом, јер делује у наднационалном институционалном оквиру. Међутим, искуства кризе еврозоне, пандемије COVID-19 и примене програма као што су PEPP и TPI показала су да је институционални оквир Европске уније значајно унапређен у односу на период који анализира Гудхарт. Иако ЕЦБ и даље нема класичну фискалну подршку јединствене европске владе, развијени су механизми сарадње са институцијама Европске уније који су омогућили ефикасније реаговање у условима системских криза (European Central Bank, 2025).

Из перспективе независности централне банке, наведене промене показују да се функција кредитора у крајњој инстанци више не може посматрати искључиво као национална монетарна функција. Савремене кризе захтевају координацију централних банака, влада и међународних финансијских институција, при чему је очување независности централне банке условљено способношћу да таква сарадња не доведе до политичког утицаја на њено одлучивање, већ да остане усмерена искључиво ка очувању ценовне и финансијске стабилности (Borio, 2011; International Monetary Fund, 2024).

Од тржишта се може очекивати да самостално обезбеђује ликвидност банкама све док се не очекују значајни губици. Међутим, у условима системске кризе, када постоји опасност од великих губитака и ширења финансијске панике, активира се функција

кредитора у крајњој инстанци коју, у зависности од нивоа кризе, врши национална централна банка или међународна финансијска институција. У таквим околностима поставља се питање расподеле ризика, јер доносиоци одлука о интервенцијама најчешће нису исти актери који сносе њихове финансијске последице, које се у крајњој линији често преносе на пореске обвезнике. Управо то, према Гудхарту, представља основу моралног хазарда, јер „може подстаћи доносиоце одлука да преузимају веће ризике“ (Goodhart, 1999, стр. 352).

Због тога бројни представници неолибералне економске мисли сматрају да морални хазард представља један од најзначајнијих ризика интервенција централних банака и препоручују да се проблеми ликвидности, кад год је то могуће, решавају применом тржишних инструмената, пре свега операцијама на отвореном тржишту, уместо непосредним кредитирањем финансијских институција. Са друге стране, Goodhart и Huang (1999) указују да централна банка, пре свега, мора спречити настанак системске панике, док се питањем моралног хазарда и корекцијом прекомерног преузимања ризика треба бавити након стабилизације финансијског система.

Искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године, кризе државних дугова у еврозони, пандемије COVID-19 и глобалног инфлаторног и енергетског шока након почетка рата у Украјини показала су да су централне банке у пракси углавном давале предност очувању финансијске стабилности у односу на потенцијални ризик моралног хазарда. У условима високог степена међусобне повезаности финансијских институција, колапс великих банака могао би произвести далекосежне последице по читав финансијски систем, због чега су централне банке биле принуђене да примене и бројне нестандардне мере монетарне политике (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

С тим у вези, тешко је очекивати да би савремене централне банке или владе дозволиле неконтролисани колапс системски значајних финансијских институција уколико постоји могућност да се таква ситуација предупреди без угрожавања дугорочне макроекономске стабилности. Управо је то и суштина функције кредитора у крајњој инстанци. Како истиче Гудхарт, „финансијске кризе су превише честе, болне и потенцијално заразне. Питање није да ли треба користити функцију кредитора у крајњој инстанци, већ како је најбоље организовати на националном и међународном нивоу“ (Goodhart, 1999, стр. 358).

Указујући на последице финансијске глобализације, Елзесер (2009) истиче да међународно банкарско тржиште представља једно од најосетљивијих места савременог финансијског система. За разлику од периода Бретонвудског система (1944–1973), у којем је кретање капитала било значајно ограничено, савремени финансијски систем карактерише висок степен либерализације и глобалне интегрисаности, што је омогућило убрзан развој међународних финансијских тржишта и значајно повећало сложеност управљања системским ризицима (Елзесер, 2009).

Развој глобалних финансијских тржишта, експанзија евродоларског тржишта и све већа повезаност банкарског и небанкарског финансијског сектора постепено су довели до ситуације у којој се финансијска сфера све више удаљава од реалне економије.

Додатно, неконвенционалне мере које су централне банке примењивале након 2008. године, а потом и током пандемије COVID-19, условиле су значајно повећање њихових биланса и снажан раст глобалне ликвидности. Иако су ове мере биле неопходне ради очувања финансијске стабилности, истовремено су поново отвориле расправу о границама интервенција централних банака, њиховој независности и све израженијем преплитању монетарне и фискалне политике (Tucker, 2012; Bank for International Settlements, 2023; Borio, 2011).

Управо наведене околности указују да се савремена независност централне банке више не може посматрати искључиво кроз формално-правни оквир. Њена стварна независност све више зависи од способности да у условима системских криза обезбеди финансијску стабилност, а да при том очува кредибилитет, транспарентност и јасно разграничење између монетарне и фискалне политике.

Имајући у виду све већи обим небанкарског финансијског посредовања, односно банкарства у сенци, као и чињеницу да кредитна активност традиционалних банака посредством кредитне мултипликације подстиче раст овог сегмента финансијског система, поставља се питање граница подршке коју централна банка може пружати као кредитор у крајњој инстанци. Поред проблема моралног хазарда и институција које су „превише велике да би пропале“, све већи значај добија и питање системског ризика који произилази из небанкарског финансијског сектора.

Након глобалне финансијске кризе надзор над банкарством у сенци је значајно појачан, али је овај сегмент финансијског система наставио да расте. Одбор за финансијску стабилност (Financial Stability Board – FSB) још је 2017. године указао да небанкарско финансијско посредовање представља један од најбрже растућих делова глобалног финансијског система, при чему се значајан део активности односи на кредитирање, трансакције репо уговора и друге облике краткорочног финансирања између небанкарских институција и брокера (Financial Stability Board, 2017). Најновији извештаји FSB-а показују да је након пандемије COVID-19 овај сектор наставио да расте, чиме је додатно повећан његов значај за очување глобалне финансијске стабилности (Financial Stability Board, 2024).

Банкарство у сенци имало је значајну улогу у задовољавању растуће тражње за кредитима, нарочито у Сједињеним Америчким Државама. Иако се указује да дезинтермедијација може допринети већој ефикасности финансијског система, небанкарске финансијске институције не подлежу истом нивоу регулације као традиционалне банке, што повећава могућност настанка системског ризика. Због тога су бројне централне банке и регулатори након 2008. године настојали да постепено прошире макропруденцијални оквир и на овај део финансијског система. Систем федералних резерви предложио је да небанкарске финансијске институције послују у складу са сличним регулаторним захтевима као банке, док су поједине земље примењивале различите приступе регулисању овог сектора.

Традиционално банкарство, за разлику од банкарства у сенци, почива на јавном карактеру банкарске делатности. Како истиче Крстић (2003, стр. 10), кроз пословање банака не остварују се само интереси њихових власника, већ и интереси националне

економије, због чега је неопходна контрола и супервизија централне банке, која се, између осталог, јавља и у улози кредитора у крајњој инстанци.

Још је Мински (1985) указивао да Федералне резерве фактички имају улогу кредитора у крајњој инстанци и у међународном финансијском систему, али да таква одговорност није праћена потпуном контролом над глобалним финансијским токовима. Управо су глобална финансијска криза, пандемија COVID-19 и каснији глобални инфлаторни шок показали да су централне банке биле принуђене да значајно прошире традиционалну функцију последњег уточишта, обезбеђујући ликвидност не само банкама већ и ширем финансијском систему применом бројних нестандардних инструмената монетарне политике (Bank for International Settlements, 2023; International Monetary Fund, 2024).

Када је финансијска институција означена као системски значајна, њено евентуално пропадање више није питање искључиво моралног хазарда, већ и очувања стабилности читавог финансијског система. Управо зато након 2008. године развијен је концепт макропруденцијалне политике, чији је циљ благовремено препознавање и ограничавање системских ризика, како би се смањила потреба за каснијим интервенцијама централне банке (Bank for International Settlements, 2023; European Systemic Risk Board, 2024).

У стручној јавности и даље постоје различита мишљења о томе да ли улога централне банке као креатора тржишта у крајњој инстанци треба да постане трајна замена традиционалној функцији кредитора у крајњој инстанци. Док једни сматрају да су програми куповине активе, квантитативне и кредитне олакшице постали саставни део савременог инструментаријума централних банака, други упозоравају да би њихова дуготрајна примена могла угрозити тржишну дисциплину, повећати морални хазард и довести у питање независност централних банака. Такву забринутост изразила је и Немачка Бундесбанка, указујући да би прекомерно преузимање ризика од стране Европске централне банке могло довести до удаљавања од њеног основног мандата (Wilson & Jones, 2012).

Из наведеног произилази да савремени концепт кредитора у крајњој инстанци подразумева знатно шири обим деловања него у класичној теорији централног банкарства. Међутим, што је интервенција централне банке обухватнија, то је израженија потреба за јасним институционалним оквиром, транспарентношћу и одговорношћу, како би се очувала њена стварна независност и спречило прекомерно ослањање финансијског сектора на подршку јавних институција.

2.3. Анализа аспеката независности централних банака

2.3.1. Институционална и фактичка независност

Институционалне промене централних банака које су уследиле након седамдесетих година XX века, усмерене ка јачању ценовне стабилности и повећању аутономије централне банке, имале су за циљ смањење несклада између стварне и нормативно утврђене независности. „С једне стране, унутрашње и спољашње обезвређење новца на дужи рок не може се остварити без појачане експанзије количине новца у оптицају, док је са друге стране, стабилност куповне моћи националне валуте основни задатак централне банке у

тржишној привреди“ (Крстић, 2003, стр. 50). Из наведеног произилази да се монетарна политика различито реализује у банкарски и тржишно оријентисаним финансијским системима, при чему је код земаља са тржиштима у настајању чешће присутно веће одступање фактичке од институционалне независности.

У настојању да се приближе стандардима развијених економија, земље у развоју постепено напуштају непосредно административно регулисање кредитних пласмана и каматних стопа, јачајући законску независност својих централних банака у односу на законодавну и извршну власт. За разлику од финансијских система Сједињених Америчких Држава и Велике Британије, који се у већој мери ослањају на тржишне механизме монетарне политике, финансијски систем Европске уније претежно је банкарски оријентисан. С обзиром на то да је и финансијски систем Републике Србије заснован на банкарском посредовању, Народна банка Србије има значајну улогу у усклађивању домаћег регулаторног оквира са правним тековинама Европске уније током приступних преговора, као и у постепеном приближавању свог институционалног и оперативног оквира стандардима Европског система централних банака (European Commission, 2024; Народна банка Србије, 2025). Овај процес не подразумева само усаглашавање законских решења, већ и постепено јачање институционалне независности, транспарентности и одговорности централне банке.

Глобална финансијска криза из 2008. године значајно је релативизовала традиционални концепт независности централне банке заснован искључиво на законском оквиру. Финансијска глобализација омогућила је да се криза настала на америчком хипотекарном тржишту у кратком року пренесе на готово све финансијске системе, доводећи у питање могућност потпуно независног вођења монетарне политике. Постало је очигледно да законска независност не подразумева нужно и пуну оперативну самосталност у условима снажних спољних шокова. Монетарна политика све више постаје условљена међународним кретањима капитала, глобалним финансијским циклусима и координацијом са другим креаторима економске политике (Bank for International Settlements, 2023).

У Сједињеним Америчким Државама криза је започела на тржишту субпримарних хипотекарних кредита, док су се европске економије суочавале са кризом јавног дуга, која је додатно угрозила стабилност финансијског система еврозоне. Водеће светске централне банке реаговале су снажним ублажавањем монетарне политике, најпре снижавањем референтних каматних стопа, а затим применом широког спектра нестандардних инструмената монетарне политике. На тај начин класични концепт независности централне банке добио је нову димензију, јер је очување финансијске стабилности захтевало ближу сарадњу монетарне и фискалне политике него што је то био случај у претходном периоду (Bernanke, 2022; Bank for International Settlements, 2023).

Накнадне кризе – пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни и енергетски шок након почетка рата у Украјини – додатно су потврдиле да се независност централних банака више не може посматрати искључиво као формално-правна категорија. Савремене централне банке биле су принуђене да у кратком року обезбеде ликвидност финансијског система, очувају функционисање кредитних тржишта и истовремено спрече дугорочну дестабилизацију инфлационих очекивања. Управо због тога у новијој литератури све више преовладава став да је независност централне банке динамичка

категорија која подразумева способност самосталног доношења одлука и у условима изражене неизвесности, уз очување кредибилитета и примарног циља ценовне стабилности (International Monetary Fund, 2024; European Central Bank, 2025).

У складу са тим, Европска централна банка је након кризе изградила знатно шири оперативни оквир монетарне политике који обухвата комбинацију стандардних и нестандардних инструмената, док је након инфлаторног шока из 2022. године постепено приступила нормализацији монетарне политике и смањењу обима претходно примењених програма куповине активе. Ове промене показују да је независност централне банке данас неодвојива од њене способности да правовремено прилагођава инструменте монетарне политике новим макроекономским условима, без одступања од законски утврђених циљева (European Central Bank, 2025; Bank for International Settlements, 2023).

Промене које су уследиле након глобалне финансијске кризе показале су да независност централне банке не може бити посматрана искључиво кроз призму законских решења, већ и кроз њену стварну способност да у кризним околностима самостално доноси одлуке. Управо је због тога у новијој литератури све више присутно разликовање институционалне (de iure) и фактичке (de facto) независности, при чему се друга све чешће посматра као одраз кредибилитета и оперативне аутономије централне банке (Dincer & Eichengreen, 2014; Bank for International Settlements, 2023).

Иако су бројне централне банке током кризних периода биле принуђене да у већој мери сарађују са владама својих држава, то само по себи не значи да је њихова независност била нарушена. Напротив, сарадња монетарне и фискалне политике представљала је неопходан предуслов очувања макроекономске и финансијске стабилности. Суштина независности није у потпуном одсуству сарадње са другим институцијама, већ у способности централне банке да самостално одлучује о избору и примени инструмената монетарне политике у складу са законом утврђеним циљевима (European Central Bank, 2025).

Пандемија COVID-19 додатно је потврдила овакво схватање независности. Централне банке су у кратком року обезбедиле значајну ликвидност финансијског система, подржале функционисање кредитних тржишта и омогућиле несметано финансирање реалног сектора. Иако су ове мере подразумевале снажну координацију са фискалним властима, централне банке су задржале оперативну самосталност приликом избора инструмената и начина њихове примене (International Monetary Fund, 2024; European Central Bank, 2025).

Након почетка глобалног инфлаторног шока 2022. године монетарна политика поново је ушла у нову фазу. Централне банке које су претходно примењивале експанзивне мере биле су принуђене да у релативно кратком периоду пређу на рестриктивну монетарну политику, повећањем референтних каматних стопа и постепеним смањивањем обима претходно акумулиране активе. Ова промена показала је да независност централне банке подразумева способност благовременог прилагођавања монетарне политике променама макроекономског окружења, чак и када такве мере краткорочно нису популарне (Bank for International Settlements, 2023; Bernanke, 2022).

Посматрано са становишта институционалне независности, наведене кризе потврдиле су да законски оквир представља неопходан, али не и довољан услов успешног функционисања централне банке. Стварна независност огледа се у њеној способности да, без политичких притисака, самостално процени природу економских шокова и примени инструменте који ће омогућити очување ценовне и финансијске стабилности. Управо због тога савремени приступ независности централне банке све више нагласак ставља на кредибилитет институције, транспарентност доношења одлука и одговорност према јавности, а не искључиво на формално-правна решења (International Monetary Fund, 2024; Bank for International Settlements, 2023).

Током глобалне финансијске кризе, а затим и пандемије COVID-19, Европска централна банка, Систем федералних резерви, Банка Енглеске и друге водеће централне банке примениле су широк спектар нетрадиционалних инструмената монетарне политике који су значајно проширили традиционални оквир њиховог деловања. Поред снижавања референтних каматних стопа, примењени су програми куповине државних и корпоративних хартија од вредности, дугорочне операције рефинансирања, ванредне кредитне линије и други инструменти усмерени ка очувању ликвидности финансијског система и несметаном функционисању кредитних тржишта (European Central Bank, 2025; Bank for International Settlements, 2023).

Примена ових мера отворила је бројна питања у погледу стварног степена независности централних банака. Поједини аутори указивали су да је масовна куповина државних обвезница довела до приближавања монетарне и фискалне политике, што је покренуло расправу о потенцијалном нарушавању принципа независности централних банака. Са друге стране, преовлађујући став у савременој литератури јесте да наведене мере нису представљале одступање од законских циљева централних банака, већ неопходну реакцију на изузетне околности у којима су традиционални инструменти монетарне политике били недовољни за очување макроекономске и финансијске стабилности (Bernanke, 2022; International Monetary Fund, 2024).

Након стабилизације финансијских тржишта, а посебно после израженог инфлаторног шока који је уследио током 2022. године, централне банке започеле су постепену нормализацију монетарне политике. То је подразумевало повећање референтних каматних стопа, постепено смањивање обима активе у билансима централних банака и постепено напуштање већине ванредних програма ликвидности. Овај процес потврдио је да су нестандардне мере биле привременог карактера и да нису измениле основни мандат централних банака, већ су представљале инструменте прилагођене специфичним кризним околностима (European Central Bank, 2025; Bank for International Settlements, 2023).

Наведени догађаји показали су да савремена независност централне банке подразумева знатно више од формалне законске заштите од политичких утицаја. Она се све више огледа у способности институције да самостално процени природу макроекономских ризика, благовремено прилагоди инструменте монетарне политике и, након престанка кризних околности, врати се свом основном циљу – очувању ценовне стабилности. Управо та способност представља један од најважнијих показатеља фактичке независности савремених централних банака.

Посматрано из те перспективе, може се закључити да су кризе у периоду од 2008. до данас у значајној мери трансформисале оперативни оквир централног банкарства, али нису промениле суштину независности централне банке. Напротив, оне су показале да институционална независност представља неопходан предуслов за благовремено и кредибилно реаговање у условима кризе, док се њена стварна вредност потврђује кроз способност очувања стабилности финансијског система и успешног повратка монетарне политике ка примарном циљу након престанка ванредних околности (Bank for International Settlements, 2023; European Central Bank, 2025; International Monetary Fund, 2024).

2.3.2. Индекси политичке и економске независности

Остварена висока стопа независности централне банке показала се као један од значајних предуслова за постизање повољних макроекономских резултата. Предности независности су вишеструке. Очување ниске и стабилне инфлације позитивно утиче на укупна макроекономска кретања, доприноси усидравању инфлационих очекивања и омогућава становништву и привредним субјектима да доносе одлуке о потрошњи, инвестицијама и штедњи уз мањи степен неизвесности. Истовремено, независност омогућава да се одлуке монетарне политике доносе са дугорочном перспективом, независно од краткорочних политичких интереса, чиме се спречава коришћење централне банке као механизма за монетарно финансирање буџетског дефицита. Практична искуства током глобалне финансијске кризе и кризе изазване пандемијом COVID-19 показала су да независне централне банке могу брже и ефикасније да реагују на поремећаје, уз очување кредибилитета и поверења јавности (BIS, 2021; IMF, 2023).

Имајући у виду бројне предности које произилазе из високог степена независности централне банке, неопходно је континуирано мерити њен степен независности са институционалног, функционалног, персоналног и финансијског аспекта. На тај начин могу се идентификовати потенцијалне слабости постојећег институционалног оквира и формулисати смернице за његово даље унапређење. Једна од значајних димензија независности јесте и подела на политичку и економску независност, која у суштини одговара подели на независност у дефинисању циљева и независност у избору инструмената за њихово остваривање.

Различити економисти су у овом смислу дали готово истоветна тумачења. Политичка независност подразумева могућност централне банке да самостално дефинише циљеве монетарне политике без уплитања владе, док економска независност представља њену способност да самостално бира инструменте којима ће те циљеве реализовати (Alesina & Summers, 1993). Када су у питању независност циља и независност инструмената, могуће је да поједина централна банка нема потпуну самосталност приликом дефинисања циљева монетарне политике, али да истовремено ужива висок степен аутономије у избору инструмената којима ће те циљеве остварити (Debelle & Fischer, 1994). Управо ова разлика представља један од кључних елемената савременог схватања независности централне банке.

Основни задатак централне банке јесте обезбеђивање оптималног функционисања новчаног оптицаја како би финансијски систем био у функцији развоја реалног сектора. Последње две деценије, међутим, показале су да у условима глобалних финансијских криза може доћи до нарушавања равнотеже између реалног и финансијског сектора, при чему финансијске трансакције све више постају циљ саме по себи. Управо у таквим околностима независност централне банке добија додатни значај, јер јој омогућава да, без непосредног политичког притиска, примењује мере усмерене ка очувању макроекономске и финансијске стабилности.

Примарни циљ централне банке је очување стабилности цена, полазећи од претпоставке да ће његово остваривање позитивно утицати и на реализацију других циљева економске политике, као што су стабилност девизног курса, стабилност финансијског система, висока запосленост, одржив привредни раст и уравнотежен платни биланс. Ипак, глобална финансијска криза из 2008. године и пандемија COVID-19 отвориле су бројна питања у економској теорији и пракси о односу монетарне и финансијске стабилности. Савремене расправе све више указују да независност централне банке не подразумева искључиво успешно спровођење политике стабилности цена, већ и способност очувања финансијске стабилности у условима изражених системских ризика (ECB, 2024).

Приликом дефинисања примарног циља централне банке значајну улогу имају и историјска искуства појединих земаља. Земље које су се у прошлости суочавале са високим стопама инфлације, попут Немачке, традиционално су стабилност цена поставиле као основни циљ монетарне политике. Слично томе, Србија и већина држава насталих распадом СФРЈ, које су искусиле хиперинфлацију током деведесетих година, монетарну стабилност постављају испред осталих циљева, полазећи од чињенице да је дугорочно очување поверења у националну валуту предуслов одрживог економског развоја. Управо зато се независност централне банке у овим земљама посматра као један од основних институционалних механизама за спречавање поновног настанка високе инфлације.

Дефинисање примарног циља не значи да ће се централна банка искључиво њиме руководити. То пре свега подразумева успостављање хијерархије циљева, при чему се други циљеви остварују само уколико њихова реализација не угрожава примарни циљ очувања стабилности цена. Овакво решење присутно је код већине независних централних банака, иако постоје одређени изузеци. Најпознатији пример представљају Федералне резерве САД, чији законски мандат подразумева једнаку посвећеност ценовној стабилности и максималној запослености. Овакво институционално решење у великој мери представља последицу искустава из периода Велике депресије тридесетих година XX века и специфичности америчког економског система.

Питање ко одређује циљеве монетарне политике — централна банка или државни органи — налази се у средишту политичке независности. Виши степен независности остварује она централна банка која самостално одлучује о примарним и секундарним циљевима своје политике. Према Grilli, Masciandaro и Tabellini (1991), политичка независност условљена је начином именовања органа управљања централне банке, њиховим односом према извршној власти и степеном институционалне одговорности централне

банке. Са друге стране, економска независност одређена је могућношћу владе да се задужује код централне банке и степеном самосталности централне банке у избору инструмената монетарне политике.

Степен економске независности непосредно се одражава и на избор инструмената монетарне политике. Поједине централне банке данас у ограниченој мери користе инструмент обавезне резерве и редисконтне операције, док су код неких ови инструменти готово у потпуности напуштени. Разлог лежи у чињеници да обавезна резерва у појединим финансијским системима представља својеврстан облик скривеног опорезивања банкарског сектора, док прекомерно ослањање на редисконтне операције може створити простор за индиректно финансирање јавног дуга и нарушавање независности централне банке. Насупрот томе, од деведесетих година прошлог века све већу улогу имају операције на отвореном тржишту, референтна каматна стопа и стални кредитне и депозитне олакшице, јер омогућавају флексибилније управљање ликвидношћу банкарског система и ефикаснији пренос монетарне политике без угрожавања институционалне независности централне банке.

Од тренутка када је Централна банка Новог Зеланда усвојила ценовну стабилност као основни циљ монетарне политике 1989. године, велики број централних банака прихватио је исти режим монетарног регулисања заснован на таргетирању инфлације. Међутим, према критичарима овог режима, централне банке су у одређеној мери занемариле значај финансијске стабилности и очувања стабилног функционисања финансијских институција, финансијских тржишта и финансијске инфраструктуре. Управо се ова слабост режима таргетирања инфлације у литератури често наводи као један од фактора који је допринео настанку глобалне економске и финансијске кризе 2007/2008. године (White, 2006; Borio, 2011; Agénor & Pereira da Silva, 2013).

Без обзира на наведена разматрања, у стручној јавности постоји релативно широк консензус да дефинисање финансијске стабилности као јединог примарног циља централне банке није реална опција. Разлог за то је двострук. С једне стране, централна банка не располаже свим инструментима неопходним за очување стабилности финансијског система у целини, док, са друге стране, финансијска стабилност није искључиво у њеној надлежности. Централна банка је у великом броју земаља надлежна за супервизију банкарског сектора, док је надзор над осигуравајућим друштвима, пензионим фондовима и тржиштем капитала најчешће подељен између више регулаторних институција. Због тога се одговорност за очување финансијске стабилности дели између централне банке, министарства финансија, комисије за хартије од вредности и других надзорних институција (Čihák, 2007; IMF, 2023; ECB, 2022).

Светска финансијска криза из 2007/2008. године проузроковала је значајне промене у монетарној политици већине централних банака, али је истовремено иницирала и бројне расправе у научној и стручној јавности о потреби преиспитивања њихових циљева. До тада готово неприкосновени примарни циљ централне банке – стабилност цена – доведен је у питање јер се показало да ниска и стабилна инфлација сама по себи не обезбеђује и финансијску стабилност (Blanchard, Dell'Ariccia & Mauro, 2010; Borio, 2011). Пракса је показала да стабилност цена представља неопходан, али не и довољан услов укупне макроекономске стабилности, као и да смањење фактичке независности

централне банке, посебно у условима снажног фискалног притиска и кризних интервенција, може истовремено угрозити и финансијску стабилност.

Из тог разлога развијају се идеје о могућем прерангирању циљева централних банака, али не у смислу потискивања ценовне стабилности, већ у правцу третирања ценовне и финансијске стабилности као међусобно повезаних, а у одређеним околностима и алтернативних циљева монетарне политике (Agénor & Pereira da Silva, 2013; BIS, 2019). То би подразумевало да оба циља у почетној позицији имају приближно исти значај, док би се њихов релативни пондер мењао у зависности од природе испољене макроекономске неравнотеже. Сходно томе, централне банке би интензивније користиле оне инструменте који су примерени конкретној врсти поремећаја, без потребе да се такве мере означавају као „нестандардне“. Оне би постале саставни део укупног арсенала инструмената монетарне политике, што би омогућило већу флексибилност деловања без нарушавања институционалне независности централне банке (Agénor & Pereira da Silva, 2013).

Покушаји прерангирања циљева централних банака још увек се налазе у почетној фази развоја и не располажу довољно јасно дефинисаном теоријском основом нити квантификацијама које би омогућиле њихову непосредну примену у пракси. У великој мери ради се о настојању бројних аутора да понуде одговор на неочекиване дисфункције савременог концепта централног банкарства након глобалне финансијске кризе. Теоријски веома конзистентан концепт заснован на примату ценовне стабилности показао је извесна ограничења у условима изражених финансијских поремећаја, због чега се све чешће указује на потребу интегрисаног посматрања монетарне и макропруденцијалне политике (Goodhart, 2010; Agénor & Pereira da Silva, 2013).

Имајући у виду актуелна међународна економска и финансијска кретања, као и доступне теоријске елаборације, дилема о прерангирању циљева централних банака још увек нема императивни карактер. Она представља правац даљег развоја савремене монетарне теорије, док је у пракси и даље доминантан концепт према којем ценовна стабилност остаје примарни циљ централне банке, али уз све израженије уважавање значаја финансијске стабилности и макропруденцијалне политике (BIS, 2019; IMF, 2023). То значи да ценовна стабилност није изгубила кредибилитет, већ да се њена улога данас посматра у ширем оквиру очувања укупне макроекономске и финансијске стабилности. Управо зато се све чешће истиче да је независност централне банке предуслов не само за успешно остваривање ценовне стабилности, већ и за благовремено реаговање на системске финансијске ризике.

Додатни подстицај овим расправама дала је пандемија COVID-19 и глобални инфлаторни шок који је уследио након 2021. године. У условима изражених економских поремећаја, већина водећих централних банака применила је обимне програме куповине државних и корпоративних хартија од вредности, обезбедила изузетно висок ниво ликвидности финансијском систему и интензивирала сарадњу са носиоцима фискалне политике. Такве мере допринеле су ублажавању економских последица кризе, али су истовремено поново отворила питање граница независности централне банке и могућег замагљивања разлике између монетарне и фискалне политике (Goodhart & Pradhan, 2020; BIS, 2023; IMF, 2023). Управо због тога се у савременој литератури независност централне банке све ређе посматра искључиво као формално-правна категорија, а све више

као њена стварна способност да, у условима снажних економских и финансијских шокова, самостално доноси одлуке, очува кредибилитет и истовремено обезбеди ценовну и финансијску стабилност (Khan & Menand, 2024; ECB, 2024). У том смислу, савремени концепт независности централне банке подразумева далеко шири институционални оквир него што је то био случај пре глобалне финансијске кризе, јер обухвата и способност централне банке да у кризним условима обезбеди ефикасну координацију са другим институцијама, без губитка сопствене оперативне самосталности и кредибилитета.

Када се ради о конкретном понашању централних банака, пондер значаја једног или другог циља зависиће не само од врсте неравнотеже, већ и од карактера финансијског система. У тржишно оријентисаним финансијским системима, који су по правилу изложени већој склоности ка преузимању ризика и већој волатилности финансијских тржишта, може се очекивати да ће централне банке раније повећати значај финансијске стабилности као циља монетарне политике. Касније се овакав приступ може пренети и на централне банке банкоцентричних финансијских система, као и на централне банке земаља са тржиштима у настајању, при чему ће избор инструмената зависити од степена независности централне банке и структуре финансијског система (Agénor & Pereira da Silva, 2013; BIS, 2019).

Grilli, Masciandaro и Tabellini су 1991. године у раду „Политичке и монетарне институције и политика јавних финансија у индустријским земљама“ одредили критеријуме према којима може да се изврши квантификирање политичке и економске независности, док се сабирањем ова два резултата добија индикатор укупне независности централне банке (Grilli, V, Masciandaro, D, Tobellini, G, (1991)). Ови индекси су према ауторима названи ГМТ индекси и детаљније су обрађени у делу Арнона, Лоренса и Сегалота 2006. године у делу „Мерење аутономије централних банака: емпиријски докази за земље ОЕЦД-а, земље у развоју и земље са тржиштима у настајању (Arnone, M., Laurens, B., J., Segalotto, J., (2006)). У овом раду аутори су ажурирали резултате мерења ГМТ индекса за 1991. годину за земље ОЕЦД-а, ради добијања квантитативног и квалитативног поређења законодавног учинка на крају 2003. у односу на учинак од 13 година раније, затим су испитали ове мере израчунате за друге две групе земаља. Узорак укључује: 18 земаља чланица Организације за економску сарадњу и развој (ОЕЦД): Аустралија, Аустрија, Белгија, Канада, Данска, Француска, Немачка, Грчка, Ирска, Италија, Јапан, Холандија, Нови Зеланд, Португал, Шпанија, Швајцарска, Велика Британија, и САД. Овде се разматрају законски прописи на тржиштима у настајању: Бразил, Чешка, Египат, Индија, Израел, Мексико, Перу, Филипини, Пољска, Русија, Јужна Африка и Тунис; док су законодавства земаља у развоју: Јерменија, Салвадор, Гватемала, Исламска Република Иран, Мароко, Нигерија, Шри Ланка, Уганда, Западноафричка економска и монетарна унија (ВАЕМУ, коју чине Бенин, Буркина Фасо, Обала Слоноваче, Гвинеја Бисау, Мали, Нигер, Сенегал и Того) и Замбија. На основу ових података извршена је анализа политичке и економске независности изабраних земаља у посматраном периоду.

Grilli, Masciandaro и Tabellini сматрају да је кредибилитет централне банке од кључног значаја за монетарну политику. Како би централна банка остварила и очувала кредибилитет централна банка треба да буде независна институција чији је основни циљ

остваривање ниске и стабилне инфлације. Политичку независност дефинишу као способност централне банке да дефинише крајњи циљ монетарне политике, а економску независност, као способност централне банке да сама дефинише инструменте којима ће остварити циљеве монетарне политике (Grilli, V, Masciandaro, D, Tobellini, G, (1991)).

ГМТ индекс **политичке независности** укључује критеријуме, где сваки од критеријума добија по један поен уколико је испуњен: 1) гувернер се именује без учешћа владе; 2) гувернер се именује на више од пет година; 3) одбор директора именује се без учешћа владе; и 4) именује се на више од пет година; 5) не постоји обавезно учешће представника владе у одбору; 6) за формулисање монетарне политике није потребно одобрење владе; 7) монетарна стабилност треба да буде примарни циљ; и 8) постоје законске одредбе које јачају положај централне банке у случају сукоба са владом. Исти је принцип и код ГМТ индекса **економске независности**, а тиче се следећих критеријума: 1) не постоји аутоматски поступак да влада добије директне кредитне олакшице од централна банка; 2) директни кредитни аранжмани држави се одобравају по тржишним каматним стопама; 3) кредит се привремено одобрава; 4) и за ограничени износ; 5) централна банка не учествује на примарном тржишту јавног дуга; 6) централна банка је одговорна за одређивање референтне каматне стопе; и 7) централна банка нема одговорност за надгледање банкарског сектора (два поена) или дели ту одговорност са другим институционалним ентитетима (1 поен). Сабирањем резултата остварене политичке и економске независности добија се укупан ГМТ индекс независности (преузето од: Arnone, M., Laurens, B., J., Segalotto, J., (2006), према : Grilli, V, Masciandaro, D, Tobellini, G, (1991)).

Независност централне банке у одабраним земљама ОЕЦД-а, мерено ГМТ индексима политичке и економске независности, знатно је порасла. У већини случајева, повећање независности резултат је потпуне обнове закона. Табела у наставку даје резиме поређења између изворног индикатора аутономије за земље ОЕЦД-а забележеног 1991. године и ажурирања заснованог на законодавству 2003. године и 2017. године.

Табела 2.3: Промене ГМТ индекса политичке и економске независности изабраних земаља ОЕЦД -а у посматраном периоду

Индекси	**ГМТ 1991**	**ГМТ 2003**	**ГМТ 2017**
Политичка независност	2.9	6.1	6.0
Еврозона	3.0	8.0	7.8
Економска независност	4.7	6.5	6.5
Еврозона	4.0	5.9	5.9
Укупна независност	7.6	12.6	12.5
Еврозона	7.0	13.9	13.7

Извор**:** систематизовао и израчунао аутор према: Arnone, M., Laurens, B. J., & Segalotto, J. (2006). *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*. IMF Working Paper WP/06/228; ауторово ажурирање за 2017. годину на основу важећих закона о централним банкама и званичних интернет страница централних банака; Quality of Government (QoG) Institute Database – CBIE Index, према: https://prosperitydata360.worldbank.org/en/indicator/QOG+BD+cbie_index

Политичка независност у земљама ОЕЦД-а нагло је порасла у посматраном периоду, са 2,9 у 1991. години на 6,1 у 2003. години, док је у 2017. години забележено благо смањење на 6,0, што указује на то да је висок степен институционалне независности углавном очуван, без значајнијих законских промена у односу на претходни период (Табела). Посебно је изражен пораст политичке независности централних банака у оквиру Европског система централних банака, где је индекс повећан са 3,0 на 8,0, да би у 2017. години износио 7,8, што представља незнатно смањење, али и даље највиши степен политичке независности међу посматраним групама земаља. Разлог оваквом расту јесте конвергенција европских централних банака ка институционалном моделу Бундесбанке и усклађивање националних законодавстава са одредбама Уговора из Мастрихта. Његовим инкорпорирањем у националне законе дошло је до својеврсног „убризгавања институционалне независности“ у законодавне оквире централних банака држава чланица Европског система централних банака. Најзначајније промене односиле су се на законско дефинисање ценовне стабилности као примарног циља, јачање заштите монетарне политике од утицаја законодавне и извршне власти и експлицитну забрану монетарног финансирања буџетског дефицита, чиме је додатно ојачана институционална независност централних банака (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Arnone, Laurens & Segalotto, 2006; ECB, 2024).

Промене у економској независности такође су биле значајне, иако нешто мање изражене него код политичке независности. ГМТ индекс економске независности у земљама ОЕЦД-а повећан је са 4,7 у 1991. години на 6,5 у 2003. години, док је у 2017. години задржао исту вредност, што указује да је законодавни оквир који се односи на инструменталну независност централних банака достигао висок степен стабилности. У Еврозони је индекс повећан са 4,0 на 5,9, при чему је и у 2017. години остао непромењен (5,9), што потврђује да након институционалних реформи спроведених у процесу економске и монетарне интеграције није било потребе за значајнијим изменама законског оквира.

Посматрано у целини, укупан ГМТ индекс независности у земљама ОЕЦД-а повећан је са 7,6 у 1991. години на 12,6 у 2003. години, док је у 2017. години износио 12,5, што указује да је достигнути висок степен законске независности у највећој мери очуван. Сличан тренд присутан је и у Еврозони, где је укупан индекс повећан са 7,0 на 13,9, да би у 2017. години износио 13,7. Незнатно смањење вредности индекса у односу на 2003. годину није последица слабљења независности централних банака, већ пре свега мањих измена у појединим законским решењима, док су основни принципи институционалне, функционалне и финансијске независности остали непромењени.

Индекс политичке и економске независности у 2003. години за узорак земаља у развоју и земаља са тржиштима у настајању нешто је нижи у односу на земље ОЕЦД-а за исти период. У Табели 2 приказане су вредности индекса за ове групе земаља у складу са ГМТ методологијом на крају 2003. године. ГМТ индекс политичке независности за земље са тржиштима у настајању износи 3,75, а за земље у развоју 3,40, што је значајно ниже од вредности од 6,10, колико је израчунато за земље ОЕЦД-а. Код индекса економске независности разлике су мање изражене: земље са тржиштима у настајању остариле су вредност од 5,50, земље у развоју 5,80, док је код земаља ОЕЦД-а овај индекс износио 6,50. Имајући у виду да за ове две групе земаља не постоји свеобухватно ажурирање ГМТ индекса након рада Arnone, Laurens и Segalotto (2006), поређење је ограничено на податке

за 2003. годину. Насупрот томе, за земље ОЕЦД-а у оквиру овог истраживања извршено је ауторово ажурирање индекса за 2017. годину применом исте методологије, што је омогућило анализу дугорочне динамике законске независности централних банака.

Високе вредности ГМТ индекса у 2017. години показују да је процес јачања законске независности централних банака у највећем броју развијених земаља у великој мери завршен. Због тога се савремена истраживања све више усмеравају са мерења de jure независности на анализу фактичке (de facto) независности централних банака, што представља и полазиште емпиријског дела овог истраживања.

Након анализе кретања ГМТ индекса у земљама ОЕЦД-а, неопходно је сагледати у којој мери су процеси јачања законске независности били присутни и у земљама са тржиштима у настајању и земљама у развоју. Иако су институционални услови у овим групама земаља били различити, реформе законодавног оквира централних банака у великом броју случајева биле су инспирисане истим принципима независности који су већ били прихваћени у развијеним економијама. У циљу упоредне анализе, у Табели приказани су ГМТ индекси политичке, економске и укупне независности за наведене групе земаља, уз одговарајуће вредности индекса за земље ОЕЦД-а:

Табела 2.4: ГМТ индекси политичке и економске независности изабраних земаља са тржиштима у настајању и земаља у развоју у посматраном периоду

	Земље са тржиштима у настајању 2003.	**Земље у развоју 2003.**	**Земље ОЕЦД-а**		
			1991	**2003**	**2017**
Политичка независност	3,75	3,40	2,90	6,10	6,00
Економска независност	5,50	5,80	4,70	6,50	6,50
Укупан индекс	9,25	9,20	7,60	12,60	12,50

Извор: систематизовао и израчунао аутор према: Arnone, M., Laurens, B. J., & Segalotto, J. (2006). *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies*. IMF Working Paper WP/06/228; ауторово ажурирање за земље ОЕЦД-а за 2017. годину на основу важећих закона о централним банкама и званичних интернет страница централних банака; Quality of Government (QoG) Institute Database – CBIE Index, према: https://prosperitydata360.worldbank.org/en/indicator/QOG+BD+cbie_index

Индекси политичке и економске независности земаља са тржиштима у настајању и земаља у развоју у 2003. години виши су од индекса земаља ОЕЦД-а из 1991. године. Ова чињеница указује на то да је велики број централних банака, без обзира на степен развијености финансијског система, током деведесетих година и почетком XXI века спровео свеобухватне институционалне реформе у циљу јачања независности централне банке (Arnone, Laurens & Segalotto, 2006).

Закључак је да је до повећања независности у земљама са тржиштима у настајању и земљама у развоју дошло након значајних измена законодавства централних банака које су започете крајем деведесетих година прошлог века. Те реформе у највећој мери биле су последица прихватања међународних стандарда централног банкарства, процеса либерализације финансијских тржишта, јачања институционалне независности у складу са препорукама Међународног монетарног фонда и процеса приближавања европском регулаторном оквиру код појединих земаља (Arnone, Laurens & Segalotto, 2006; IMF, 2023; ECB, 2024).

Такође, и код земаља са тржиштима у настајању и код земаља у развоју индекси економске независности виши су од индекса политичке независности, што указује на чињеницу да централне банке имају већи степен самосталности приликом избора инструмената монетарне политике него приликом дефинисања њених циљева. Овакав резултат потврђује да су законодавне реформе најпре биле усмерене ка јачању инструменталне независности, односно ограничавању могућности директног финансирања државе, самосталном одређивању инструмената монетарне политике и већој оперативној аутономији централних банака, док је политичка независност, која подразумева потпуну самосталност у дефинисању циљева монетарне политике, напредовала постепеније (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Debelle & Fischer, 1994).

Подаци приказани у Табели показују и да су земље ОЕЦД-а до 2003. године достигле значајно виши ниво законске независности у односу на земље са тржиштима у настајању и земље у развоју, док је ауторово ажурирање GMT индекса за 2017. годину показало да је овај висок степен независности у највећој мери очуван. То указује да су након почетних институционалних реформи законске промене постале знатно ређе, а да је пажња научне и стручне јавности постепено усмерена са јачања de jure независности на питање њене стварне, односно de facto независности. Управо зато се савремена истраживања све више баве анализом начина на који централне банке користе законом загарантовану независност у условима финансијских криза, високе инфлације и других макроекономских шокова (BIS, 2023; IMF, 2023; ECB, 2024).

2.4. Квантитативно- квалитативни индикатори независности централне банке

2.4.1. Индекси законодавне независности

Независност централне банке подразумева њену слободу у доношењу одлука које се односе на обављање законом утврђених функција, дефинисање циљева монетарне политике и избор инструмената за њихово остваривање. Међутим, сама законска независност није довољна да би се проценио стварни положај централне банке у економском систему, због чега се у литератури развијају бројни квантитативни и квалитативни индикатори њеног мерења (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991). Њихов основни циљ није само утврђивање степена институционалне независности, већ и омогућавање упоредне анализе различитих законодавних решења, као и испитивање односа између независности централне банке и макроекономских резултата (Arnone, Laurens & Segalotto, 2006; Dincer & Eichengreen, 2014).

Искуствено се показало да висок степен независности централне банке позитивно утиче на очување ценовне стабилности, стабилизацију инфлационих очекивања и јачање кредибилитета монетарне политике, што се посредно одражава и на укупну макроекономску стабилност (Alesina & Summers, 1993; Cukierman, 2007). Глобална финансијска криза из 2008. године, као и пандемија COVID-19, показале су да се независност централне банке више не може посматрати искључиво кроз законски оквир, већ и кроз њену способност да у условима кризе самостално доноси одлуке и обезбеди истовремено очување ценовне и финансијске стабилности (BIS, 2023; IMF, 2023; ECB, 2024).

Колебања на финансијским тржиштима показала су, с једне стране, да постоји потреба координације монетарне и фискалне политике, што подразумева одређени степен сарадње са државним органима, пре свега министарством финансија, док су, са друге стране, централне банке у кризним условима често приморане да самостално и благовремено реагују, без могућности дуготрајног усаглашавања са извршном влашћу. Управо због тога савремена литература све већу пажњу посвећује разликовању de jure и de facto независности централне банке, односно питању у којој мери законска независност одговара стварној независности у процесу вођења монетарне политике (Khan & Menand, 2024; BIS, 2023).

Питање власничке структуре централне банке често се погрешно доводи у директну везу са њеним степеном независности. Међутим, савремена теорија и пракса централног банкарства показују да власништво над капиталом централне банке само по себи није пресудан фактор њене независности. Одлучујући значај имају законски оквир, институционална решења и стварна могућност самосталног доношења одлука у области монетарне политике (BIS, 2009; Cukierman, 2007; ECB, 2024).

Банка за међународна поравнања (Bank for International Settlements – BIS) извршила је истраживање власничке структуре 47 централних банака и монетарних власти различитих земаља, што је приказано на наредној слици.



Слика 2.2: Власничка структура централних банака и монетарних власти изабраних земаља

Извор: систематизовао аутор према: BIS (2009). *Issues in the Governance of Central Banks: A Report from the Central Bank Governance Group*. Bank for International Settlements, Basel. Допуњено према: BIS (2023). *Annual Economic Report*.

Подаци приказани на слици показују да се највећи број централних банака и монетарних власти налази у државном или јавном власништву (77%), док је знатно мањи број организован као институција мешовитог или приватног власништва (BIS, 2009). Међутим, наведени резултати не значе да су централне банке у државном власништву истовремено и мање независне. Напротив, највећи број институција које се у литератури сматрају примерима високе институционалне независности, попут Европске централне банке, Немачке савезне банке (Bundesbank) или Народне банке Србије, налази се у јавном власништву, али истовремено ужива висок степен законске и оперативне самосталности (ECB, 2024; BIS, 2023).

Политички циклуси су, по правилу, краткорочно оријентисани и усмерени ка остваривању циљева који дају брзе економске резултате, док је монетарна политика централне банке претежно усмерена ка дугорочном очувању ценовне и финансијске стабилности. Због тога је један од најважнијих елемената независности централне банке обезбеђивање институционалних механизама који ће је заштитити од краткорочних политичких притисака. Управо из тог разлога већина савремених закона о централним банкама прописује дуже мандате гувернера и чланова органа управљања, ограничене разлоге за њихово разрешење и забрану примања инструкција од органа извршне власти. Ови елементи касније су постали саставни део већине индекса законске независности централних банака, укључујући GMT и CWN индекс (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Иако је концепт независности централне банке добио на пуном значају тек почетком деведесетих година XX века, са широм применом режима таргетирања инфлације, идеје о институционалној самосталности централних банака јављају се много раније. Развој концепта независности представљао је постепен процес који је пратио развој централног банкарства, промене у економској теорији и све сложеније односе између монетарне и фискалне политике.

David Ricardo (1772–1823), један од најзначајнијих представника класичне економске школе и настављач идеја Adam-a Smith-a, међу првима је указао на значај институционалне независности централне банке. У раду *Plan for the Establishment of a National Bank* (Ricardo, 1824), објављеном након његове смрти, критиковао је зависност Bank of England од извршне власти и указао да емисија новца не сме бити под непосредном контролом државе. Према његовом мишљењу, независност централне банке требало би да почива на три основна принципа: раздвајању институције која емитује новац од институција које располажу јавним средствима, забрани финансирања државног буџета путем примарне емисије и обавези централне банке да буде одговорна јавности за спровођење монетарне политике (Ricardo, 1824; Rossi, 2014).

Рикардове идеје представљале су теоријску основу каснијег развоја концепта независности централне банке, иако у време њиховог настанка нису имале непосредну практичну примену. Њихов значај постао је израженији тек након Првог светског рата, када је све већи број економиста указивао на потребу институционалног раздвајања монетарне и фискалне политике.

Бриселска конференција, одржана 1920. године, имала је за циљ проналажење решења за превазилажење економских и финансијских проблема насталих након Првог светског рата. Један од најзначајнијих закључака конференције био је да очување ценовне стабилности треба поверити независним централним банкама, што је у великој мери било у складу са Рикардовим схватањем раздвајања монетарне и фискалне власти (Rossi, 2014).

Међутим, након Другог светског рата долази до значајне промене у схватању улоге централних банака. Под утицајем кејнзијанске економске политике преовладало је становиште да монетарна политика треба да буде у функцији подстицања економског раста и високе запослености, чак и по цену умерено више инфлације. У том периоду централне банке уживале су релативно низак степен институционалне независности и често су биле укључене у финансирање јавне потрошње и подршку државним економским политикама (Rossi, 2014, према Gaiotti & Secchi, 2013).

Промена приступа наступила је након периода стагфлације седамдесетих година XX века, када је постало јасно да у дугом року не постоји стабилан компромис између инфлације и незапослености. Искуства овог периода довела су до постепеног напуштања дискреционог приступа монетарној политици и поновног афирмисања независности централних банака као предуслова за очување ценовне стабилности (Kydland & Prescott, 1977; Barro & Gordon, 1983; Rossi, 2014). Од тада се као два основна предуслова успешне монетарне политике све чешће наводе законом гарантована независност централне банке и јасно дефинисан примарни циљ очувања ценовне стабилности.

Коначан институционални заокрет уследио је крајем осамдесетих година, када је Централна банка Новог Зеланда усвајањем Закона о резервној банци из 1989. године увела режим таргетирања инфлације као нови оквир вођења монетарне политике. Овај модел убрзо је прихваћен у великом броју развијених и земаља у развоју, при чему је независност централне банке постала један од основних предуслова његове успешне примене (Mishkin, 2004; Cukierman, 2007).

Крајем осамдесетих година XX века независност централне банке престаје да буде искључиво нормативни концепт и постаје предмет систематског емпиријског истраживања. Развој режима таргетирања инфлације, институционалне реформе централних банака и све већи значај њихове одговорности створили су потребу за развојем објективних индикатора којима би се независност могла мерити и међусобно упоређивати. Управо у том периоду настају први свеобухватни индекси законске независности централних банака, који су омогућили квантитативну анализу институционалних решења у различитим земљама и поставили темеље савременим истраживањима у овој области (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Arnone, Laurens & Segalotto, 2006).

Почетком осамдесетих година XX века јављају се први покушаји систематског мерења законске независности централних банака. До тада је независност углавном посматрана као нормативни и институционални концепт, без јасно дефинисаних критеријума који би омогућили њено квантитативно мерење и међусобно поређење различитих централних банака. Развој методологија за мерење независности представљао је значајан

корак ка емпиријском испитивању односа између институционалног положаја централне банке и остварених макроекономских резултата.

Први индекс законске независности централне банке конструисали су Bade и Parkin 1982. године. Њихово истраживање заснивало се на анализи законских решења дванаест индустријски развијених земаља, при чему су као основне критеријуме независности посматрали начин именовања руководства централне банке, однос централне банке према извршној власти и степен институционалне самосталности у процесу вођења монетарне политике (Bade & Parkin, 1982). Иако је овај индекс био релативно једноставан и обухватао ограничен број институционалних карактеристика, представљао је полазну основу за развој каснијих, методолошки сложенијих индекса законске независности.

Полазећи од овог приступа, Alberto Alesina је 1988. године додатно развио методологију мерења законске независности централних банака. У односу на индекс Bade-a и Parkin-a, Alesina је проширио анализу већим бројем институционалних елемената и већим узорком земаља, омогућивши прецизније поређење степена законске независности између различитих централних банака (Alesina, 1988). Истовремено, његово истраживање представљало је један од првих емпиријских покушаја повезивања законске независности централне банке са оствареним макроекономским резултатима, пре свега стопом инфлације, што је касније додатно потврђено у раду Alesina и Summers (1993).

Иако су индекси Bade-a и Parkin-a (1982) и Alesina-e (1988) представљали значајан напредак у квантификовању законске независности централних банака, њихово основно ограничење огледало се у релативно малом броју анализираних институционалних елемената и одсуству јасног раздвајања политичке и економске независности. Потреба за свеобухватнијим приступом довела је до развоја нове генерације индекса, међу којима посебно место заузима GMT индекс.

Grilli, Masciandaro и Tabellini су 1991. године у раду *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries* конструисали GMT индекс, који представља први свеобухватни модел мерења политичке и економске независности централне банке. За разлику од претходних индекса, независност су посматрали кроз две међусобно повезане компоненте – политичку и економску независност – полазећи од становишта да је за успешно вођење монетарне политике неопходно обезбедити како самосталност у дефинисању циљева, тако и независност у избору инструмената за њихово остваривање (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991). Сабирањем вредности политичке и економске независности добија се укупан GMT индекс независности централне банке. Управо је овај индекс означио почетак савременог приступа квантитативном мерењу законске независности и постао један од најзначајнијих показатеља у каснијим емпиријским истраживањима.

GMT индекс представљао је прекретницу у развоју методологије мерења законске независности, јер је први систематично раздвојио политичку и економску независност централне банке и омогућио њихово засебно вредновање. Управо због тога каснија истраживања нису мењала његову концепцију, већ су је најчешће проширивала и ажурирала у складу са изменама законодавних оквира.

Методологију GMT индекса касније су применили и ажурирали Marco Arnone, Bernard J. Laurens и Jean-François Segalotto у раду *Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies* (Arnone, Laurens & Segalotto, 2006). За разлику од Grilli-ja, Masciandaro-a и Tabellini-ja, који су конструисали GMT индекс, Arnone и сарадници нису мењали његову методологију, већ су је применили на нови законодавни оквир и проширили анализу на већи број земаља, чиме су омогућили праћење промена институционалне независности централних банака током наредне деценије.

У овом истраживању аутори су ажурирали резултате мерења GMT индекса за земље Организације за економску сарадњу и развој (ОЕЦД) на основу законодавства које је важило крајем 2003. године, како би омогућили квантитативно и квалитативно поређење са резултатима оригиналног истраживања из 1991. године. Истовремено, анализа је проширена на земље са тржиштима у настајању и земље у развоју, што је омогућило свеобухватније сагледавање степена законске независности централних банака у различитим институционалним и економским условима (Arnone, Laurens & Segalotto, 2006).

Узорак је обухватио 18 земаља ОЕЦД-а, 12 земаља са тржиштима у настајању и 10 земаља у развоју, при чему је анализа заснована на истим критеријумима политичке и економске независности које су дефинисали Grilli, Masciandaro и Tabellini (1991). На тај начин омогућено је директно поређење резултата из различитих временских периода, без измене основне методологије мерења.

Полазећи од исте методологије, у оквиру овог истраживања извршено је и ауторово ажурирање GMT индекса за 2017. годину, применом идентичних критеријума на важеће законске оквире анализираних централних банака. На тај начин обезбеђена је методолошка упоредивост резултата из 1991, 2003. и 2017. године, што омогућава праћење дугорочне еволуције законске независности централних банака непосредно пре периода обухваћеног емпиријским истраживањем у овој дисертацији.

Иако GMT индекс представља један од најзначајнијих инструмената за мерење законске независности централних банака, његово основно ограничење огледа се у чињеници да не обухвата фактичку независност, односно стварну могућност централне банке да у пракси самостално доноси одлуке. Управо због тога каснија истраживања усмерена су ка развоју индекса који, поред законских решења, укључују и показатеље de facto независности (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Развој методологије мерења независности централних банака одвијао се постепено, кроз унапређивање критеријума, проширивање обухвата анализираних институционалних елемената и укључивање све већег броја земаља. Од првих индекса који су били усмерени искључиво на законски оквир, до каснијих модела који су настојали да обухвате и стварно функционисање централне банке, развијен је велики број различитих приступа мерењу независности. У циљу систематизације најзначајнијих методологија, у Табели приказан је упоредни преглед њихових основних карактеристика, предности и ограничења.

Табела 2.5: Развој методологија за мерење законске независности централних банака

ИНДЕКС	АУТОРИ	ГОДИНА	КРИТЕРИЈУМ	ГЛАВНА ПРЕДНОСТ	ОГРАНИЧЕЊЕ	ПРИМЕНА У ОВОМ ИСТРАЖИВАЊУ
BADE–PARKIN ИНДЕКС	Bade & Parkin	1982	Основне институциона-лне карактеристике законске независности централне банке	Први систематски покушај квантификације законске независности	Ограничен број критеријума и мали број анализираних земаља	Историјски значај; приказ развоја методологије
ALESINA ИНДЕКС	Alesina	1988	Законску независност централних банака кроз шири институционални оквир	Проширен број критеријума и већи узорак земаља; омогућио емпиријско повезивање независности и инфлације	И даље обухвата искључиво законску (de jure) независност	Историјски и методолошки значај
GMT ИНДЕКС	Grilli, Masciandaro & Tabellini	1991	Политичку и економску независност централне банке	Први систематски раздваја политичку и економску независност; омогућава квантитативно поређење законских решења	Не обухвата фактичку (de facto) независност	Анализа законске независности; основа за приказ институционалних реформи
CWN ИНДЕКС	Cukierman, Webb & Neyapti	1992	Законску независност кроз четири групе критеријума; омогућава повезивање са показатељима фактичке независности	Најсвеобухватн-ији класични индекс; широко прихваћен у компаративним истраживањима; погодан за различите институционалне моделе	Поједини елементи захтевају субјективну процену; не обухвата специфичности савремених нестандардних мера монетарне политике	Основна методологија примењена у овом истраживању
GMT АЖУРИРАЊЕ	Arnone, Laurens & Segalotto	2006	Ажурирање GMT индекса за земље ОЕЦД-а, земље са тржиштима у настајању и земље у развоју	Омогућава дугорочно праћење законске независности и поређење различитих група земаља	Заснива се на GMT методологији и не обухвата фактичку независност	Коришћено за компаративну анализу и поређење са ауторовим ажурирањем за 2017. годину
CBIU / CBIW ИНДЕКС	Cukierman	1992	Законску независност (CBIU) и пондерисану законску независност (CBIW)	Омогућава различито вредновање појединих институционалних елемената	Сложенија примена; заснива се искључиво на законском оквиру	Теоријска основа за анализу индекса законске независности
LVAU / LVAW ИНДЕКС	Cukierman	1992	Законску независност на основу већег броја институционалних варијабли (једноставан и пондерисан приступ)	Детаљнија анализа институционалног оквира; омогућава упоредивост великог броја земаља	Не приказује стварно понашање централне банке у пракси	Теоријски приказ развоја методологије

Извор: систематизовао аутор на основу: Bade, R., & Parkin, M. (1982); Alesina, A. (1988); Grilli, V., Masciandaro, D., & Tabellini, G. (1991); Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992); Cukierman, A. (1992, 2007); Arnone, M., Laurens, B. J., & Segalotto, J. (2006).

Компаративна анализа приказаних индекса показује да је свака наредна методологија настојала да отклони ограничења претходне. Док су први индекси били усмерени искључиво на процену законске независности централне банке, каснији приступи постепено су проширивали анализу укључивањем већег броја институционалних критеријума и елемената који омогућавају реалније сагледавање степена независности. Посебан значај у том развоју има методологија коју су развили Cukierman, Webb и Neyapti, јер је представљала прекретницу у начину мерења независности централних банака. Табела обухвата искључиво методологије које су довеле до развоја нових индекса независности, док каснија истраживања која су примењивала, ажурирала или проширивала постојеће методологије, попут радова Dincer-a и Eichengreen-a, нису посебно приказана. Разлог томе је што наведени аутори нису конструисали нови индекс независности, већ су применом и проширивањем базе података CWN методологије омогућили њену примену на већи број земаља и дужи временски период (Dincer & Eichengreen, 2014). На тај начин задржана је методолошка доследност табеле, која приказује развој нових индекса, док су касније емпиријске примене и ажурирања приказане у наставку текста.

Највећи напредак у развоју методологије мерења независности централних банака остварен је радом Cukierman-a, Webb-a и Neyapti-ja (1992), који су развили индекс законске независности заснован на свеобухватној анализи институционалних карактеристика централне банке. За разлику од претходних индекса, њихова методологија није се заснивала само на ограниченом броју законских решења, већ је обухватила већи број институционалних елемената који одређују положај централне банке у систему економске политике (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

CWN индекс заснива се на четири основне групе критеријума: положају гувернера централне банке, поступку формулисања монетарне политике, законским циљевима централне банке и ограничењима кредитирања јавног сектора. У оквиру ових група анализира се шеснаест појединачних законских варијабли, које омогућавају детаљно вредновање институционалне независности централне банке (Cukierman, 1992).

Посебна предност CWN методологије огледа се у њеној флексибилности и могућности примене на централне банке различитих институционалних модела. Захваљујући детаљно дефинисаним критеријумима и систему пондерисања, овај индекс омогућава висок степен упоредивости резултата између различитих земаља и временских периода, због чега је постао један од најчешће примењиваних индекса у компаративним истраживањима независности централних банака (Cukierman, 2007).

Избор CWN методологије у овом истраживању заснован је на чињеници да она обезбеђује највећи степен методолошке упоредивости између централних банака различитих институционалних модела. Будући да истраживање обухвата развијене земље, земље у транзицији и Народну банку Србије, било је неопходно применити индекс који омогућава јединствено вредновање законских решења без обзира на специфичности националног законодавства. Истовремено, структура CWN индекса омогућила је да резултати законске независности буду директно повезани са анализом фактичке независности и макроекономских показатеља, што представља основну методолошку концепцију овог истраживања.

Полазећи од CWN методологије, Dincer и Eichengreen су у више узастопних истраживања извршили њено ажурирање и проширење, обухвативши значајно већи број земаља и дужи временски период (Dincer & Eichengreen, 2014). За разлику од претходних аутора, њихов допринос није био у развоју новог индекса независности, већ у доследној примени CWN методологије на савремене законске оквире централних банака. На тај начин формирана је једна од најобухватнијих база података о законској независности централних банака, која се и данас широко користи у компаративним емпиријским истраживањима. Захваљујући раду Dincer-a и Eichengreen-a омогућено је континуирано праћење промена законске независности централних банака, што је представљало основу за велики број савремених истраживања која анализирају однос институционалне независности, инфлације, економског раста и финансијске стабилности.

Иако су наведене методологије значајно унапредиле мерење законске независности централних банака, њихово заједничко ограничење огледа се у чињеници да су претежно усмерене на анализу de jure независности. Управо због тога у савременој литератури све већи значај добијају истраживања која, поред законског оквира, анализирају и фактичку независност централних банака, што представља предмет наредног потпоглавља.

2.4.2. Индекс стопе промене гувернера

Након развоја бројних индекса законске независности централних банака, у економској литератури постепено се наметнуло питање у којој мери формално дефинисана независност заиста одражава стварни положај централне банке у процесу креирања и спровођења монетарне политике. Иако су индекси законске независности представљали значајан напредак у квантитативном мерењу независности централних банака, показало се да они не могу у потпуности обухватити стварне односе између централне банке и носилаца политичке власти, нити све околности које се јављају током спровођења монетарне политике. Управо због тога, поред институционалне (*de jure*) независности, све већи значај добија анализа фактичке (*de facto*) независности, која настоји да сагледа стварну способност централне банке да самостално доноси одлуке и остварује законом дефинисане циљеве без непосредних или посредних политичких притисака (Cukierman, 1992; Berger et al., 2001; Dincer & Eichengreen, 2014).

Основни недостатак индекса који се заснивају искључиво на законским одредбама јесте чињеница да закон не може прецизно предвидети све односе који могу настати између централне банке и законодавне, односно извршне власти. Из тог разлога, формално висок степен законске независности не мора нужно подразумевати и висок степен стварне независности. Одступање између институционалне и фактичке независности нарочито је изражено у земљама у развоју и земљама у транзицији, где политичке, институционалне и економске околности често утичу на начин примене законских решења (Cukierman, 1992; Crowe & Meade, 2007; Garriga, 2016).

Управо је ово ограничење представљало полазиште за развој показатеља фактичке независности. Полазећи од става да се стварна независност централне банке не може поуздано оценити искључиво анализом законских одредби, Cukierman, Webb и Neyapti (1992) развили су концепт фактичке независности, при чему је стопа промене гувернера

(*Turnover Rate – TOR*) постала најпознатији и најчешће коришћени индикатор овог аспекта независности. Полазна претпоставка овог приступа јесте да политичке власти, уколико имају могућност да често мењају руководство централне банке, могу посредно утицати и на вођење монетарне политике. Са друге стране, стабилност мандата гувернера указује на већу институционалну отпорност централне банке на политичке промене и краткорочне интересе извршне власти. Иако TOR не представља директну меру политичког утицаја, он омогућава индиректну процену степена фактичке независности централне банке и због тога је постао један од најшире примењиваних показатеља у емпиријским истраживањима (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Berger et al., 2001; Dincer & Eichengreen, 2014).

При томе, потребно је нагласити да законски статус централне банке представља само један од елемената који одређују њену стварну независност. У пракси на степен фактичке независности значајно утичу и политичка традиција, квалитет институција, степен развијености демократског система, владавина права, као и лични интегритет и професионални кредибилитет гувернера и највишег руководства централне банке. Чак и када закон недвосмислено прописује дужину мандата и услове за разрешење гувернера, стварна пракса може бити знатно другачија. Као илустрацију овакве ситуације Cukierman, Webb и Neyapti (1992) наводе пример Аргентине, у којој је постојала пракса да гувернер централне банке подноси оставку након промене владе или министра финансија, иако закон није предвиђао такву обавезу. Овај пример јасно показује да формално дефинисана независност не мора нужно бити праћена и одговарајућим степеном стварне независности.

Из наведених разлога, у савременој литератури је прихваћен став да је за потпуно сагледавање независности централне банке неопходно истовремено анализирати институционалну и фактичку независност. Док институционални индекси омогућавају процену законског оквира, показатељи фактичке независности пружају увид у начин функционисања централне банке у пракси и њен стварни положај у односу на политичке институције. Управо зато анализа стопе промене гувернера представља значајну допуну законским индексима независности, али не и њихову замену, јер се тек комбиновањем правних и фактичких показатеља може добити свеобухватна оцена степена независности централне банке (Berger et al., 2001; Dincer & Eichengreen, 2014; Garriga, 2016).

Стопа промене гувернера (*Turnover Rate – TOR*) представља најпознатији и најчешће примењивани индикатор фактичке независности централне банке. Овај показатељ полази од претпоставке да учестале промене на месту гувернера могу указивати на повећан политички утицај на рад централне банке, док стабилност руководства упућује на већи степен њене фактичке независности (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

TOR се израчунава као однос укупног броја гувернера у посматраном периоду и броја година тог периода, односно:

$$\text{TOR} = \text{БРОЈ ГУВЕРНЕРА} / \text{БРОЈ ГОДИНА ПОСМАТРАНОГ ПЕРИОДА}$$

Добијена вредност показује просечну учесталост промене гувернера током анализираног периода. Ниже вредности овог показатеља указују на већу стабилност руководства централне банке и, према полазној методологији, на виши степен фактичке независности. Насупрот томе, више вредности TOR-а могу указивати на чешће политичке

интервенције у избор или разрешење гувернера, односно на мањи степен стварне независности централне банке (Cukierman, 1992).

Полазећи од просечног трајања мандата гувернера и изборног циклуса у већини држава, Cukierman, Webb и Neyapti (1992) указују да вредности TOR-а изнад приближно 0,20–0,25 могу представљати сигнал повећане политичке нестабилности и потенцијално нижег степена фактичке независности централне банке. Наведене вредности, међутим, не треба посматрати као универзални критеријум, већ као оријентациони праг који је потребно тумачити у контексту институционалних карактеристика сваке појединачне земље.

У савременој литератури посебно се наглашава да се резултати добијени применом TOR показатеља не смеју тумачити изоловано. Учесталост промене гувернера може бити последица редовног истека мандата, добровољне оставке, здравствених или личних разлога, институционалних реформи или промене законског оквира, а не нужно политичког притиска. Истовремено, дуготрајно задржавање гувернера на функцији само по себи не представља доказ високог степена независности, јер може бити последица политичке сагласности између руководства централне банке и носилаца извршне власти (Berger et al., 2001; Crowe & Meade, 2007).

Из тог разлога, TOR не треба посматрати као самосталан показатељ независности, већ као један од индикатора фактичке независности који своју пуну аналитичку вредност добија тек у комбинацији са институционалним индексима независности, анализом законског оквира и конкретним институционалним околностима у којима централна банка функционише (Dincer & Eichengreen, 2014; Garriga, 2016). Управо оваквим приступом могуће је добити објективнију и свеобухватнију оцену стварног степена независности централне банке.

Иако стопа промене гувернера представља најпознатији и најчешће примењивани показатељ фактичке независности централне банке, њена примена у савременој економској литератури није без одређених ограничења. Додатно ограничење овог показатеља произлази из чињенице да TOR не узима у обзир квалитет институционалног оквира у којем централна банка функционише. Земље са сличним вредностима овог показатеља могу имати потпуно различит степен правне заштите гувернера, различите механизме именовања и разрешења, различит ниво транспарентности и одговорности, као и различите облике политичког утицаја на процес доношења монетарних одлука. Управо због тога исти ниво стопе промене гувернера не мора имати исто значење у различитим институционалним системима (Dincer & Eichengreen, 2014; Garriga, 2016).

Ограничења примене TOR показатеља постала су још израженија након глобалне финансијске кризе 2008. године, када су бројне централне банке започеле примену нестандардних инструмената монетарне политике, укључујући програме квантитативног ублажавања, масовне куповине државних хартија од вредности и друге облике подршке финансијском систему. У таквим околностима дошло је до интензивније координације монетарне и фискалне политике, што је отворило питање да ли се фактичка независност централне банке и даље може поуздано мерити искључиво учесталошћу промена гувернера (Dincer & Eichengreen, 2014).

Ова питања додатно су актуелизована током пандемије COVID-19 и постпандемијског периода, када су централне банке широм света имале значајну улогу у очувању ликвидности финансијског система и финансирању мера економског опоравка. Савремена литература све више указује да фактичку независност није могуће свести на један показатељ, већ да је неопходно истовремено анализирати институционални положај централне банке, њену стварну аутономију у избору циљева и инструмената монетарне политике, као и однос са фискалним властима у условима примене неконвенционалних мера (Khan & Menand, 2024).

Полазећи од наведеног, стопа промене гувернера у овом истраживању неће бити посматрана као самосталан показатељ фактичке независности, већ као њен значајан индикатор који своју пуну аналитичку вредност добија тек у комбинацији са институционалним индексима независности и анализом законског оквира. Такав приступ омогућава свеобухватније сагледавање независности централних банака и представља основу за компаративну анализу спроведену у наставку рада.

Имајући у виду наведена теоријска полазишта, у наставку рада стопа промене гувернера анализирана је за једанаест централних банака које чине узорак овог истраживања. На тај начин обезбеђена је методолошка доследност целокупне анализе, будући да су исте централне банке предмет разматрања у свим наредним поглављима рада. Добијени резултати неће бити тумачени изоловано, већ у комбинацији са институционалним индексима независности и анализом законског оквира, како би се омогућила што објективнија оцена степена фактичке независности сваке анализиране централне банке.

Подаци приказани у Табели 2.6. указују да су у посматраном периоду од 2010. до 2025. године код већине анализираних централних банака забележене релативно ниске вредности стопе промене гувернера (TOR), што указује на висок степен институционалне стабилности руководства. Код већине развијених централних банака – Система федералних резерви, Европске централне банке, Банке Енглеске, Швајцарске народне банке и Банке Јапана – током анализираног периода извршене су три промене на челу институције, при чему је добијена вредност TOR показатеља износила 0,19. Иако је реч о нешто вишој вредности у односу на поједине централне банке транзиционих економија, овакви резултати не указују на политичку нестабилност, већ пре свега представљају последицу редовног истека законом прописаних мандата и институционално уређеног поступка именовања новог руководства (Crowe & Meade, 2007; Dincer & Eichengreen, 2014).

С друге стране, код Хрватске народне банке, Народне банке Пољске и Народне банке Србије забележене су најниже вредности TOR показатеља (0,13), будући да су у посматраном периоду функцију гувернера обављала само два лица. Овакав резултат првенствено одражава континуитет у руковођењу централном банком и дуго трајање мандата гувернера, али се не може аутоматски тумачити као показатељ већег степена фактичке независности у односу на развијене централне банке. Наиме, стабилност руководства представља само један од елемената фактичке независности, док стварни степен независности зависи и од институционалног оквира, начина именовања и разрешења гувернера, правне заштите мандата, као и стварне аутономије у вођењу монетарне политике (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Berger et al., 2001).

Табела 2.6: Компаративна анализа стопе промене гувернера (TOR) анализираних централних банака у периоду 2010–2025. године

Централна банка	Гувернери 2010–2025.	Број гувернера/мандата	TOR	Просечно трајање мандата
Систем федералних резерви	Ben Bernanke; Janet Yellen; Jerome Powell	3	0,19	5,33
Европска централна банка	Jean-Claude Trichet; Mario Draghi; Christine Lagarde	3	0,19	5,33
Банка Енглеске	Mervyn King; Mark Carney; Andrew Bailey	3	0,19	5,33
Швајцарска народна банка	Philipp Hildebrand; Thomas Jordan; Martin Schlegel	3	0,19	5,33
Банка Јапана	Masaaki Shirakawa; Haruhiko Kuroda; Kazuo Ueda	3	0,19	5,33
Хрватска народна банка	Željko Rohatinski; Boris Vujčić	2	0,13	8,00
Централна банка БиХ	Kemal Kozarić; Senad Softić; Jasmina Selimović	3	0,19	5,33
Централна банка Црне Горе	Ljubiša Krgović; Radoje Žugić; Milojica Dakić; Radoje Žugić; Irena Radović	5	0,31	3,20
Чешка народна банка	Miroslav Singer; Jiří Rusnok; Aleš Michl	3	0,19	5,33
Народна банка Пољске	Marek Belka; Adam Glapiński	2	0,13	8,00
Народна банка Србије	Dejan Šoškić; Jorgovanka Tabaković	2	0,13	8,00

Извор: Систематизација и прорачун аутора на основу: Cukierman, A. (1992); Cukierman, A., Webb, S., & Neyapti, B. (1992); Board of Governors of the Federal Reserve System; European Central Bank; Bank of England; Swiss National Bank; Bank of Japan; Hrvatska narodna banka; Centralna banka Bosne i Hercegovine; Centralna banka Crne Gore; Česká národní banka; Narodowy Bank Polski; Народна банка Србије

Специфичан случај у анализи представља Централна банка Црне Горе, код које је забележена највиша вредност TOR показатеља (0,31). Овакав резултат последица је већег броја промена на функцији гувернера у анализираном периоду и не може се без додатне анализе тумачити као доказ нижег степена фактичке независности. Наиме, промене на

челу Централне банке Црне Горе условљене су и специфичним институционалним развојем ове институције након обнове државне независности, као и променама руководства које нису искључиво биле последица политичких притисака. Управо овај пример потврђује да TOR представља индиректан показатељ фактичке независности, чији резултати морају бити тумачени у ширем институционалном контексту (Cukierman, 1992; Garriga, 2016).

Добијени резултати показују да поједине централне банке транзиционих економија у посматраном периоду бележе ниже вредности TOR показатеља у односу на поједине централне банке развијених економија. Овај налаз, међутим, не треба тумачити као доказ већег степена фактичке независности транзиционих централних банака, већ пре свега као показатељ стабилности руководства у анализираном периоду. Стопа промене гувернера мери искључиво учесталост промена на месту гувернера, али не обухвата квалитет институционалног оквира, стварну аутономију у доношењу монетарних одлука, степен политичког утицаја, транспарентност, одговорност, нити однос централне банке са фискалним властима (Berger et al., 2001; Dincer & Eichengreen, 2014; Garriga, 2016).

Посебно је значајно истаћи да су све анализиране развијене централне банке задржале висок степен институционалне стабилности руководства упркос глобалној финансијској кризи, пандемији COVID-19 и примени нестандардних инструмената монетарне политике. То указује да су промене на месту гувернера биле резултат институционално уређеног система ротације, а не нарушавања независности централне банке. Истовремено, ниже вредности TOR показатеља код појединих транзиционих централних банака не значе да су оне уживале већи степен стварне независности, већ потврђују да овај показатељ има ограничену аналитичку вредност уколико се посматра изоловано.

Полазећи од наведеног, може се закључити да TOR представља користан показатељ институционалне стабилности руководства централне банке, али не и довољан критеријум за оцену њене фактичке независности. Управо због тога резултате приказане у овој анализи потребно је тумачити заједно са институционалним индексима независности, законским решењима и стварном праксом функционисања централних банака. Овакав приступ у складу је са савременом литературом, која независност централне банке посматра као сложен институционални концепт чије се потпуно сагледавање може остварити само комбинацијом више квантитативних и квалитативних показатеља (Dincer & Eichengreen, 2014; Garriga, 2016; Khan & Menand, 2024). Имајући у виду ограничења TOR показатеља и сложеност концепта независности централне банке, у наставку рада независност анализираних централних банака биће сагледана кроз комбинацију институционалних индекса, анализе законског оквира и показатеља фактичке независности, како би се обезбедила што објективнија оцена њиховог стварног степена независности.

ТРЕЋЕ ПОГЛАВЉЕ

КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА РАЗВИЈЕНИХ ЗЕМАЉА

Независност централних банака у развијеним земљама представља резултат дуготрајног институционалног развоја, изградње кредибилитета монетарне политике и јачања механизама који омогућавају доношење одлука без непосредног политичког утицаја. Током последњих неколико деценија независност централних банака постала је један од основних принципа савременог централног банкарства, будући да је препозната као важан предуслов за очување стабилности цена, јачање поверења јавности и обезбеђивање одрживог економског раста.

У овом поглављу анализира се степен независности централних банака развијених земаља, односно Система федералних резерви Сједињених Америчких Држава, Европске централне банке, Енглеске централне банке, Швајцарске националне банке и Централне банке Јапана. Наведене институције представљају најзначајније носиоце монетарне политике у светској економији и различите моделе организације, управљања и остваривања независности централног банкарства.

Анализа је усмерена на испитивање степена независности централних банака кроз њихове функције, циљеве и инструменте монетарне политике, као и кроз релевантне квантитативне и квалитативне индикаторе. Посебан значај придаје се сагледавању усклађености између нормативно утврђеног положаја централне банке и њене способности да у пракси самостално доноси и спроводи монетарне одлуке.

Поред анализе појединачних институционалних решења, у раду се разматрају и специфичности различитих модела централног банкарства, укључујући федерални модел Система федералних резерви, наднационални карактер Европске централне банке, традиционални модел Енглеске централне банке, специфичан положај Швајцарске националне банке и јапанско искуство у условима дуготрајне дефлације и примене нестандардних инструмената монетарне политике.

Завршни део поглавља посвећен је анализи независности централних банака развијених земаља у условима глобалне финансијске кризе и кризе изазване пандемијом COVID-19. Глобална финансијска криза из 2008. године, као и економски поремећаји настали током пандемије, довели су до значајног проширења улоге централних банака у очувању финансијске стабилности, подршци кредитној активности и ублажавању негативних последица кризних дешавања. Примена нестандардних инструмената монетарне политике, укључујући програме квантитативног попуштања, куповину државних хартија од вредности и друге мере ликвидносне подршке, додатно је актуелизовала питање граница између монетарне и фискалне политике. Истовремено, интензивнија координација централних банака и државних власти отворила је расправе о томе у којој мери су кризне интервенције утицале на стварни степен независности централних банака. Због тога се у овом поглављу независност посматра не само као правна категорија, већ и као институционална карактеристика чији се домети и значај могу мењати под утицајем изузетних економских и финансијских околности.

3.1. Достигнути ниво независности система федералних резерви

3.1.1. Ниво независности Система федералних резерви са аспекта дефинисаних функција

Закон о Систему федералних резерви донет је 1913. године успостављајући систем који се састоји од Одбора гувернера Система федералних резерви, 12 регионалних банака федералних резерви и Савезног комитета за операције на отвореном тржишту, као надлежних институција. Ову комплексну структуру чини и низ саветодавних комитета, као и приватне банке. Банка федералних резерви Њујорка је највећа од 12 регионалних банака Федералних резерви чија је структура капитала како јавног, тако и приватног карактера, па су као такве под надзором и Одбора директора и Одбора гувернера. Одбор директора чини девет чланова изабраних од стране банкара, пословних лидера и људи који представљају јавни интерес. Неки директори су одабрани од стране банака, неки од стране Одбора гувернера, али сви они за циљ имају обезбеђење економске и финансијске стабилности (Cecchetti, 2006, стр. 403-405). Свака од банака Федералних резерви има председника изабраног од стране Одбора директора уз сагласност Одбора гувернера, чији мандати почињу и завршавају се истовремено на период од 5 година. Банка Федералних резерви Њујорка пружа услуге страним централним банкама и одређеним међународним организацијама. Банка Федералних резерви Њујорка је такође, кључна тачка за контакт са финансијским тржиштима с обзиром да врши аукцију државних хартија од вредности, куповину и продају девиза и управља сопственим портофолиом Федералних резерви путем операција на отвореном тржишту. Банке Федералних резерви играју важну улогу у формулисању монетарне политике преко њихове заступљености у Федералном комитету за отворено тржиште (FOMC), који доноси одлуке о каматној стопи, као и кроз учешће у формирању дисконтне стопе, каматне стопе на кредите комерцијалних банака. Закон о федералним резервама прецизира да дисконтна стопа треба да се утврђује од стране Одбора директора сваке од банака Федералних резерви, уз сагласност Борда гувернера, али директори практично и немају утицаја над дисконтном стопом јер се она аутоматски формира у односу на премије преконоћних каматних стопа које контролише FOMC (Cecchetti, 2006, стр. 403-405).

Седиште ФЕД-а је у Вашингтону. Одбор гувернера се састоји од седам чланова који су изабрани од стране председника и одобрени од стране Сената САД-а за период од 14 година. Овако дуг период има за циљ да заштити Борд од политичког притиска. Борд има председника и заменика, изабраних од стране председника између седам гувернера на период од 4 године уз могућност реизбора. Чланови одбора обично укључују економисте, економске аналитичаре и банкаре. Закон о Систему федералних резерви изричито захтева правично заступање финансијских, пољопривредних, индустријских, и комерцијалних интереса (Cecchetti, 2006, стр.405). Савезни комитет представља групу која утврђује каматне стопе како би контролисала доступност новца и кредита привреди. FOMC постоји од 1936. и има 12 чланова са правом гласа, а чине их седам гувернера, председник Банке федералних резерви Њујорка, и четири председника Банки резерви. Председник Борда гувернера такође председава и у Комитету, а потпредседник Комитета је председник Банке федералних резерви Њујорка. Поред тога што само пет од 12 председника банака резерви гласају, сви они учествују на састанку. FOMC контролише стопу федералних фондова коју

банке наплаћују једна другој за преконоћне зајмове вишка сопствених средстава депонованих код ФЕД-а. Стопа коју Комитет контролише је номинална каматна стопа, али с обзиром да се инфлација не мења брзо, FOMC у ствари контролише реалну каматну стопу. Имајући у виду да је реална каматна стопа једнака номиналној каматној стопи умањеној за стопу очекиване инфлације, реална каматна стопа има централну улогу у економским одлукама. Виша реална каматна стопа значи већу цену задуживања и мању вероватноћу да нека компанија изгради нову фабрику или појединац купи нови ауто. Затим, што је нижи ниво куповине од стране фирми и домаћинстава, биће нижа и стопа раста. Тако контролишући стопу федералних фондова, FOMC утиче и на реални раст (Cecchetti, 2006, стр.407). Поред каматне стопе на федералне фондове, ФЕД примењује још три инструмента у функцији управљања новчаном масом и каматним стопама. Ради се о „операцијама на отвореном тржишту, које утичу на количину резерви и монетарну базу; есконтном кредитирању, које утиче на монетарну базу и обавезна резерва, која утиче на монетарни мултипликатор“ (Mishkin, 2004, стр. 393).

Систем федералних резерви представља централну банку Сједињених америчких држава која има три ентитета: Борд гувернера, дванаест резервних банака и Савезни комитет за отворено тржиште. Федералне резервне банке су финансијске институције које пружају финансијске услуге инвестиционим и комерцијалним банкама, штедним и кредитним унијама у свом дистрикту, што значи да свака резервна банка ФЕД-а представља „банку банака“. У том својству резервне банке ФЕД-а имају исти однос према депозитним институцијама као банке према својим клијентима, физичким и правним лицима. Са друге стране, обезбеђују ФЕД-у информације које су од виталног значаја за формулисање националне монетарне политике која ће помоћи у одржавању здраве економије и стабилности националног финансијског система. Одређене информације се стављају на увид јавности пре сваког састанка Федералног комитета у извештају који је познат као „беж књига“. Поред тога, Одбор сваке резервне банке ФЕД-а предлаже на ком нивоу треба да се одреди дисконтна стопа, што даље подлеже прегледу и утврђивању од стране Савета гувернера (FRS, 2021a). Првобитна замисао је била да да свака од 12 резервних банака послује независно од осталих резервних банака, утврђујући свака своју дисконтну каматну стопу по којој се позајмљују средства комерцијалним банкама, што је био најважнији инструмент централне банке (Meltzer, 2003). Такође, утицај операција на отвореном тржишту на креирање политике био је мање значајан. Како је национална економија постајала све интегрисанија и сложенија, напретком технологије, комуникација, транспорта и финансијских услуга, ефикасно вођење монетарне политике почело је да захтева повећану сарадњу и координацију у целом систему. То је делимично постигнуто ревизијама Закона о Федералним резервама из 1933. и 1935. године када је створен савремени Федерални комитет за отворено тржиште. Закон о дерегулацији и монетарној контроли депозитних институција из 1980. године увео је још већи степен координације између резервних банака у погледу дисконтне стопе, као цене финансијских услуга које се нуде депозитним институцијама. Систем федералних резерви се не финансира средствима Конгреса. Пословање се финансира, пре свега, средствима зарађеним по основу камате на хартије од вредности којима се трговало на отвореном тржишту и средствима из накнада за услуге пружене депозитним институцијама. Након исплате трошкова и трансфера у

вишак (који је ограничен на укупан износ од 10 милијарди долара), све нето зараде банака Федералних резерви преносе се у америчко Министарство финансија (FRS, 2021a) .

Федералне резервне банке извршавају основне функције Система федералних резерви: супервизија банака, банкарских и штедних холдинг компанија и небанкарских финансијских институција које је Борд означио као системски важне финансијске институције; давање позајмица депозитним институцијама ради обезбеђивања ликвидности у финансијском систему; пружање кључних финансијских услуга које подржавају национални систем плаћања, укључујући дистрибуциују националне валуте и кованица депозитним институцијама, клиринг чекова, управљање FedWire[16]-ом и системима аутоматизованих клириншких кућа, као и да представља банку америчког Трезора; и испитивање одређених финансијских институција како би се осигурало и спроводило поштовање савезних закона о заштити потрошача, истовремено промовишући развој локалне заједнице.

Функцију супервизије банкарских и небанкарских финансијских институција у САД-у обавља надзорно и регулаторно тело Одбора над различитим финансијским институцијама и активностима с циљем промоције сигурног, здравог и стабилног финансијског система који подржава раст и стабилност америчке економије. Федералне резерве овим промовишу сигурност и исправност у раду појединих финансијских институција под надзором Федералних резерви; заузимање макробонитетног приступа надзору највећих, системски најважнијих финансијских институција; развијање политике надзора (укључујући прописе, изјаве о политикама и смернице); регулисање америчке банкарске и финансијске структуре и спровођење закона и прописа. Проблем са дефинисањем и категоризацијом појединих финансијских институција као системски значајних може бити вишеструк. Ту је, пре свега, питање моралног хазарда, које је неминовно и у самој је природи ствари. Друго, и значајније за ову тему, је питање независности Федералних резерви као врховне монетарне институције у Сједињеним америчким државама. Системски значајне финансијске институције (Systemically Important Financial Institution (SIFIs)) су оне чије би погоршано финансијско стање или престанак рада (банкротство) нарушило стабилног националног и глобалног финансијског система. Оне могу бити системски значајне на нивоу једне нације (National Systemically Important Financial Institution (N- SIFIs) и/или на глобалном нивоу (Global Systemically Important Financial Institution (G-SIFIs)) (FRS, 2021б).

У Сединьеним америчким државама системски важна финансијска институција је банка, осигуравајуће друштво или друга финансијска институција за коју су амерички савезни регулатори[17] утврдили да би њено банкротство довело до озбиљног ризика, зато

[16] FedWire је систем бруто поравнања новца централне банке у реалном времену који користе Федералне резервне банке за електронски пренос средстава између институција.

[17] Амерички савезни регулатори су: The Federal Reserve Board, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Commodity Futures Trading Commission (CFTC), State Bank Regulators, State Securities Regulators, Office of the Comptroller of the Currency (OCC), Office of Thrift Supervision (OTS), Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), State Insurance Regulators, Securities and Exchange Commission (SEC), детаљније: FAS, (2020), Who Regulates Whom?An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework

се ове институције сматрају „превеликим да би пропале“ (to big to fail) што носи додатни надзор и прописе који укључују строги надзор од стране Федералних резерви, веће капиталне захтеве, периодичне тестове отпорности на стрес и потребу за стварањем такозваног „тестамента – (living wills)“ (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2024; Financial Stability Board, 2023). Последњих година, због негативних ефеката глобалне финансијске кризе из 2008. године регулатори су у великом делу света захтевали да финансијске институције сачине „тестамент“ као план за непредвиђене случајеве. Један од проблематичних аспеката оваквог плана је у томе што захтева једноставнију корпоративну структуру од оне које стандардно користе мултинационалне финансијске институције за минимизацију пореза и смањење регулаторних оптерећења. У том случају реструктуирање финансијских институција ради спровођења овог плана за ванредне ситуације (тесмамента за финансијске институције) може озбиљно смањити профитабилност, ограничавајући способност финансијских институција да одобравају кредите и смањујући њихову финансијску снагу.

Рејтинг агенције су указале на то да би постојање „тестамента“ финансијских институција, као резервног плана могло довести до смањења рејтинга тих институција. Разлог томе је што би регулаторним органима било лакше да у ванредним ситуацијама, једноставно, дозволе да институција која се нађе у проблемима пропадне. У суштину разлог за креирање резервног плана је да се смањи број финсијских институција које су превелике да би пропале. У ту сврху прописане су норме које финансијске институције треба да испуне како би имале третман системски важне институције. Закон о финансијској реформи Dodd-Frank закон (Dodd-Frank Act) усвојен је 2010. године како би се избегла потреба за било каквим будућим спашавањима финансијског система. Међу многим одредбама били су нови прописи који се тичу капиталних захтева, трговине власништвом и потрошачких позајмица. Овим законом наметнути су већи захтеви банкама категорисаним као системски важне финансијске институције. Закон о финансијској реформи из 2010. године налаже да финансијске институције које поседују имовину у вредности од преко 50 милијарди долара морају да припреме „тестамент“ и поднесу га финансијским регулаторима. У тренутку усвајања, под регулативом овог закона нашло се преко 100 банака и других финансијских институција. У појединим научним круговима се сматра да да су инвестиционе банке Bear Stearns или Lehman Brothers имали „тестаменте“ пре него што су постале инсолвентне не би дошло убрзавања глобалне финансисјке и економске кризе. Бивши председник САД- а Доналд Трамп потписао је 2019. године Закон о уклањању делова Dodd-Frank закона, подижући праг који одређује које компаније се квалификују као системски важна финансијска институција. Измене би требало да доведу до тога да многе институције уштеде милионе трошкова на усклађивању са прописима и добију већу флексибилност да прошире своје пословање (CFTC, 2021).

Бројни економски аналитичари сложили су се око тога да су финансијске институције које су преузимале превише ризика у периоду до 2007. године биле одговорне за настанака глобалне финансијске кризе 2008. године. Имајући у виду да се ради о компанијама које су „сувише велике да би пропале“, те да су дубоко усађене у функционисање економије и финансијског система регулатори наглашавају да постоји изузетан значај пажљивог и свеобухватног надзора у циљу спречавања оваквих појава. Један од

начина да се ово спроведе је имплементација Dodd-Frank закона који је успостављен од стране Савета за надзор финансијске стабилности (Financial Stability Oversight Council - FSOC) који идентификује банке и небанкарске финансијске институције као системски важне. Закон је дизајниран да спречи понављање финансијске кризе из 2008. године, која је указала, између осталог, на претњу коју могу да представљају нерегулисане финансијске институције, које у том случају иамају потребу за додатним средствима које финансирају порески обвезници. Увиђајаући да клица будуће финансијске кризе може настати на неочекиваним местима, законодавци су креирали Савет за надзор финансијске стабилности који испитује финансијске институције према ризику који представља њихова величина, финансијски положај, пословни модели и међусобна повезаност са другим областима економије (Liner, E., (2015)).

У последњих неколико година дошло је до промена у процесу утврђивања које су компаније системски важне финансијске институције. Раније су то биле финансијске институције са имовином већом од 50 милијарди долара. Након жалби мањих банака 2018. године да не могу да поднесу наметнуте додатне трошкове због строге регулативе, овај праг је промењен најпре на 100 милијарди долара, а 18 месеци касније на 250 милијарди долара. Неки тврде да је повећано регулаторно оптерећење у ствари погоршало ризик од финансијске заразе: будући да су веће банке способније сносити додатне трошкове, оне излазе јаче - и веће - као резултат, што иронично доводи до веће концентрације у финансијски сектор. Предлог Закона о економском расту, олакшицама и заштити потрошача (Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act - CRAPO) председника Трампа из 2018. године имао је за циљ да елиминише ову претњу ослобађањем средњих зајмодаваца од строге и скупе регулаторне контроле (Congress.Gov, (2017 – 2018).

Пуно је полемика око концепта „системски значајних финансијских институција“ које су „превише велике да би пропале“. Јесте да постоји значајан ризик да дође до банкарске панике, рецесије и кризе, како на националном, тако и на глобалном нивоу уколико једна, или више великих и финансијских најснажнијих финансијских институција доживе крах. Последице, условно речено „допуштања“ да се овако нешто деси од стране федералних резерви су многоструке. Неравнотежа на тржиштима јесте нешто што брине креаторе монетарне политике широм света. Са друге стране, уколико је ФЕД спреман да у сваком тренутку приступи у помоћ овим институцијама, његов кредибилитет се доводи у питање.

Још једно питање око функције последњег уточишта коју обавља ФЕД односи се и на то да ФЕД не представља регулаторно тело које има супервизију над свим финансијским институцијама. Банкротство инвестиционе банке *Lehman Brothers,* била је прекретница и највећи шок током кризе из 2007 / 2008. године. Многи замерају ФЕД- у да овако нешто није смео да допусти. Међутим, надзорни орган ове финансијске институције није био ФЕД, већ Комисија за хартије од вредности. Иако Федералне резерве нису имале надзорне одговорности или овлашћења у односу на *Lehman Brothers,* стручњаци из ФЕД-а у договору са Комисијом за хартије од вредности смештени су у ову финансијску институцију да надгледају ликвидно стање компаније и њено финансијско стање уопште. Осим прикупљања информација, ови запослени нису имали овлашћења да регулишу изложеност, капитал, управљање ризиком и друге пословне активности

компаније *Lehman Brothers*. Информације које су прикупили сугерисале су да су капитал и ликвидност фирме озбиљно угрожени, са ћиме су се сложили и аналитичари из SEC -а и Министарство финансија. Упркос напорима које су предузели ФЕД, SEC, Министарство финансија и сам спорна компанија испоставили су се бескорисним, као што је историја показала. Федералне резерве су у потпуности разумеле да ће неуспех у спашавању *Lehman Brothers* пољуљати финансијски систем и економију. Према Бену Бернанке (Bernanke, B., (2010)): „Овај неуспех указује на две значајне лекције… Прво, морамо елиминисати празнине у нашем финансијском регулаторном оквиру који великим, сложеним, међусобно повезаним фирмама попут *Lehman Brothers* омогућавају рад без снажног консолидованог надзора… Друго, неопходно је успостављање новог режима када се ради о системски значајним институцијама који би заштитио нашу економију и побољшао тржишну дисциплину тако што би осигурао да акционари и повериоци пропале фирме преузму губитке“.

Регулаторна функција и функција последњег уточишта које спроводи ФЕД се међусобно допуњују, као што би и требало, посебно у ванредним ситуацијама. Не треба се, при томе, губити из вида значај функције вођења монетарне политике. Иако је ФЕД дефинисао више циљева као примарних, циљ ценовне стабилности подржан је независношћу ФЕД, као монетарне институције, и обрнуто. Интересантно је да се у периоду, мислимо на период од неколико претходних деценија, када се инсистира на независности централних банака, дешавају и кризе таквих размера да су централне банке принуђене да спашавају системски важне институције и спроводе нестандардне мере монетарне политике. Све ове мере, иако прилагођене тржишним условима, нису у потпуности тржишни инструменти, те стварају амбијент где се независност, као концепт, доводи у питање. Да ли је независност битно остварити по сваку цену, или су дозвољена одступања у кризним периодима?

3.1.2. Анализа степена независности Система федералних резерви у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Монетарна политика указује на акције које предузимају централне банке, као што су Федералне резерве, како би утицале на доступност и цену новца и кредита са намером да се промовишу економски циљеви. Акт о федералним резервама из 1913. године одредио је да Федералне резерве буду одговорне за одређивање монетарне политике. „Одлуке ФЕД-а утичу на добробит сваког Американца, на снагу и просперитет америчке нације зато му је и амерички конгрес доделио монополистичку улогу у одређивању монетарне политике. Тај просперитет највише зависи, наравно, од продуктивности и предузетништва америчког народа, али и Федералне резерве играју значајну улогу, промовишући услове који подстичу максимално запошљавање, ниску и стабилну инфлацију и сигуран и здрав финансијски систем“ (Yellen, R, J, (2015)).

Федералним резервама на располагању су три инструмента монетарне политике за остваривање циљева: операције на отвореном тржишту, политика дисконтне стопе (дисконтни прозор – discount window) и обавезне резерве. Управни одбор Федералног система одговоран је за спровођење политике дисконтне стопе и обавезне резерве.

Комитет за отворено тржиште спроводи операције на отвореном тржишту. Коришћењем ових инструмената Систем утиче на понуду и тражњу средстава које депозитне институције држе на рачунима Федералних резерви чиме утичу на формирање стопе федералних резерве (FRS, 2021в).

У Сједињеним америчким државама стопа на федерална средства, тј. Federal Funds Rate (FFR) представља референтну каматну стопу по којој депозитне институције међусобно тргују средствима која се налазе на њиховим рачунима код ФЕД-а. Ове трансакције су без покрића и одвијају се преко ноћи. Каматна стопа коју банка која се задужује плаћа банци од које позајмљује средства се уговара између те две банке, а пондерисани просек њихових стопа представља ефективну стопу на федералне фондове. Таргетирана (циљана) стопа на федералне фондове се одређује на састанку чланова Савезног комитета за отворено тржиште која се обично одвија осам пута годишње са размаком од око седам недеља. Од фебруара 1994. године ФЕД објављује таргетирану каматну стопу на федерална средства са сваког састанка FOMC-а. Стварна стопа на федерална средства обично се налази у оквиру циљане стопе пошто се она одређује на тржишту и није изричито прописана од стране Фед-а. Комитет може, такође да одржава додатне састанке на којима ће имплементирати промене везане за таргетирану стопу изван нормалног распореда. ФЕД користи операције на отвореном тржишту да би утицао на понуду новца у америчкој економији и истовремено осигурао да ефективна FFR прати таргетирану FFR. Спровођењем операција на отвореном тржишту ФЕД може да повећањем или смањењем понуде новца утиче на FFR, односно да покуша да приближи ефективну стопу на федерална средства стопи којој се тежи. Ако монетарна политика Фед-а мења основну стопу, то обично утиче на каматне стопе на разне банкарске производе, као што су: хипотека, кредити и штедња (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2024).

Међубанкарско задуживање је у суштини начин за банке да брзо подигну ликвидност на тражени ниво. Подизање ове стопе ће одвратити банке од узимања међубанкарског кредита, што ће учинити да се новац теже може набавити. Насупрот томе, снижавање референтне стопе ће охрабрити банке да позајмљују новац, што их ставља у позицију да слободно инвестирају. Узимајући у обзир широк утицај који промена FFR може имати на вредност долара и износ кредита намењених новим привредним активностима, тржиште пажљиво посматра акције које Систем федералних резерви предузима.

Операцијама на отвореном тржишту ФЕД врши куповину и продају хартија од вредности на отвореном тржишту, што представља кључни алат за спровођење монетарне политике ове институције. Краткорочни циљ за операције на отвореном тржишту одређује Савезни одбор за отворено тржиште. Пре глобалне финансијске кризе, Федералне резерве су примењивале операције на отвореном тржишту да прилагоде понуду резерви, тако да држе каматну стопу федералних резерви у границама циља које је одредио Комитет. Промене у овој стопи представљају својеврсни „окидач“ у ланцу догађаја који утичу на краткорочне и дугорочне каматне стопе, стопе промене девизног курса, количину новца и кредита и, на крају, на економске варијабле које подразумевају запосленост, производњу и цене роба и услуга. Приступ Федералних резерви спровођењу

монетарне политике знатно се развио од финансијске кризе, а посебно од краја 2008. године када је ФОМК успоставио скоро нулти циљни опсег за стопу федералних фондова. Од краја 2008. до октобра 2014. године, Федералне резерве су у великој мери прошириле своје власништво над дугорочним хартијама од вредности куповином на отвореном тржишту с циљем вршења притиска на дугорочне каматне стопе и на тај начин подржавајући економску активност и отварање нових радних места стварањем прилагодљивих финансијских услова. Током тзв. „процеса нормализације“ монетарне политике који је у САД-у започео 2015. године, ФЕД је одлучио да користи преконоћне уговоре о реоткупу, као облик операција на отвореном тржишту како би одржавали референтну каматну стопу ФЕД-а у таргетираном опсегу (FRS, 2021в).

Кредитирање депозитних институција у САД-у од стране Система федералних резерви преко инструмента дисконтног шалтера има важну улогу у подршци ликвидности и стабилности банкарског система и ефикасној примени монетарне политике. Пружајући правовремен приступ средствима, дисконтни шалтер помаже депозитним институцијама да ефикасно управљају својим ризиком ликвидности и избегавају активности које имају негативне последице по њихове клијенте, попут повлачења кредита у време тржишног стреса. Дакле, дисконтни прозор подржава несметан проток кредита домаћинствима и предузећима (FRS, 2021г). Обезбеђивање ликвидности на овај начин једна је од примарних функција Система федералних резерви и других централних банака широм света.

Политике и програми овог инструмента монетарне политике мењали су се у циљу пружања адекватног одговора на промене у економском и финансијском систему. Тако су 2003. године примарни и секундарни кредитни програми заменили програм кредита за прилагођавање и програм продуженог кредитирања. Примарни кредитни програм је главни сигурносни вентил за обезбеђивање адекватне ликвидности у банкарском систему и резервни извор краткорочних средстава за генерално стабилне депозитне институције. Већина депозитних институција у Америци је квалификована за примењиване примарног кредитног програма. На примарни кредит примењује се каматна стопа која је одређена у односу на таргетирани опсег стопе федералних фондова одређен од стране ФОМК-а. Депозитне институције нису дужне да траже алтернативне изворе средстава пре него што затраже аванс примарног кредита. Примарни кредит се може користити у било које сврхе, укључујући финансирање продаје савезних фондова. Чинећи средства лако доступним по примарној кредитној стопи, примарни кредитни програм допуњује операције на отвореном тржишту у спровођењу монетарне политике. Коришћење нестандардних мера монетарне политике током глобалне кризе из 2007/2008. године, затим постепену нормализацију монетарне политике која је почела 2015. године, као и поновно враћање на примену нестандардних мера током пандемије корона вируса, захтевали су додатна прилагођавања овог инструмента. С тим у вези, Систем федералних резерви је у марту 2020. године најавио промене у примарном кредитном програму:

- ограничавање раста стопе на примарне кредите у односу на општи ниво преконоћних каматних стопа како би се подстакло активније коришћење дисконтног шалтера од стране депозитних институција ради задовољења неочекиваних потреба за финансирањем;

- омогућавање депозитним институцијама позајмљивање средстава преко дисконтног шалтера на период до 90 дана која ће моћи да се плаћају и обнављају свакодневно (FRS, 2021д).

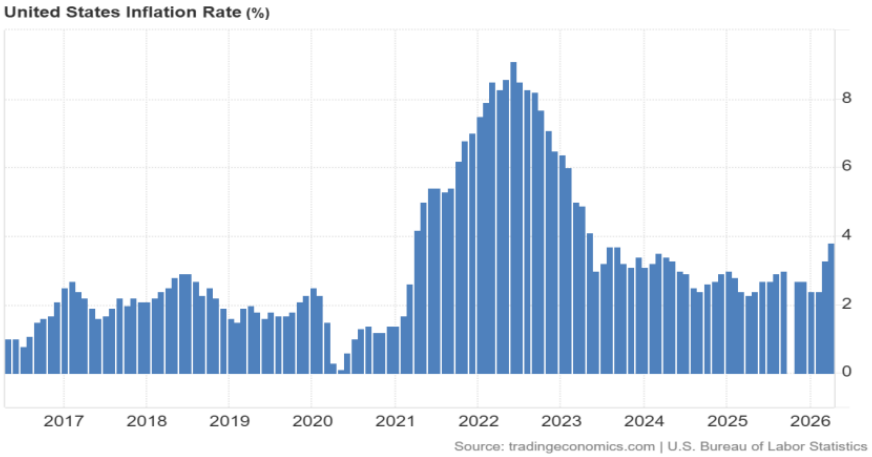
Секундарни кредит доступан је за подмиривање потреба за резервним финансирањем депозитних институција које нису квалификоване за коришћење примарних кредита. Углавном се ради о преконоћним позајмицама на које се обрачунава виша каматна стопа од оне која се обрачунава на примарне кредите. Секундарни кредитни програм не служи за повећање имовине његовог корисника и под строжијим је надзором банака федералних резерви које захтевају приступ додатним информацијама о финансијском стању зајмопримца и његовим разлозима за задуживање.

Сезонски кредитни програм дизајниран је тако да помогне малим депозитним институцијама у управљању значајнијим сезонским променама код кредитирања и пласмана њихових клијената. Уколико се код оваквих институција (обично су у питању пољопривредне или туристичке области) препозна јасан образац понављајућих годишњих промена у потребама за финансирањем, оне имају могућност да код неке од банака Федералних резерви затраже овакав вид позајмице. На ове кредите примењују се варијабилне стопе које се заснивају на тржишним стопама. Сезонски програм омогућава корисницима овог вида зајма да добију средства на дужи временски период преко политике дисконтног шалтера, што им омогућава да држе мање ликвидних средстава током остатка године и на тај начин имају више средстава на располагању за локално кредитирање.

Овим инструментима креатори монетарне политике у САД-у су у могућности да остварују основне циљеве монетарне политике ФЕД-а: максимална стопа запослености, стабилност цена и умерене дугорочне каматне стопе. Последње 2-3 деценије, прича се о ценовној стабилности као примарном циљу, и у том смислу хијерархији циљева, монетарне политике велике већине централних банака у свету. У случају ФЕД-а, међутим, може се рећи да има три, поменута, основна циља. Овако дефинисани циљеви нису у потпуности у складу са тумачењем услова о независности, где се инсистира на једном примарном циљу, и то ценовној стабилности. Међутим, ФЕД овакву политику води од оснивања, мада је у почетку био дефинисан знатно већи сет циљева. Савезни комитет за отворено тржиште дефинише монетарну политику амерички централне банке у складу са мандатом који одређује амерички Конгрес: максимална стопа запослености, стабилност цена и умерене дугорочне каматне стопе у економији САД-а. Када су цене стабилне, дугорочне каматне стопе остају на умереним нивоима, па циљеви стабилности цена и умерене дугорочне каматне стопе иду заједно. *Закон о раду* донет 1946. године и *Закон о пуном запослењу и уравнотеженом развоју* донет 1987. обавезују САД да у вођењу монетарне политике промовишу високу стопу запослености и стабилност цена.

Висока стопа незапослености, поред негативног утицаја који има на стање у друштву суочава и привреду са проблемом недовољне искоришћености ресурса и смањење производње, као и на пад БДП-а. Циљеви максималне запослености и минимално потребне инфлације су се сматрали супротстављеним циљевима због чега се је у јавности прихваћен колоквијалан израз „дуални мандат“ ФЕД-а. Максимална запосленост дефинише се као најнижи ниво незапослености који привреда може да одржи уз одржавање стабилне стопе инфлације. Током протеклих неколико деценија, искуство је, упркос

Филипсовој криви показало да је могуће одржати ниску незапосленост, а тржиште рада јаким, а да то не доведе до нежељеног повећања инфлације. Цене се сматрају стабилним када потрошачи и предузећа не морају да брину о повећању или паду цена приликом планирања, задуживања или позајмљивања на дуже периоде. Савезни комитет за отворено тржиште проценио је да је стопа дугорочне инфлације од 2%, мерена годишњом променом индекса цена издатака за личну потрошњу, најдоследнија мандату Федералних резерви (Federal Open Market Committee, 2012). Када становништво и привреда могу да се ослоне на кретање инфлације у дужем периоду онда су безбедније и њихове одлуке у вези штедње и алоцирања личних примања, као једног од аспекта функционалне економије у ширем смислу.



Слика 3.1: Кретање стопе инфлације у Сједињеним америчким државама у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). *United States Inflation Rate*, доступно на: https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi

3.1.3. Квантитативно квалитативни индикатори независности Система федералних резерви

У периоду пре формирања Система федералних резерви америчка економија била је финансијски нестабилна и, стога, ризична за међународне и домаће инвеститоре. Иако је због сезонских проблема са готовином и високе стопа банкротстава био изражен успорен кредитни раст, Американци нису желели централну банку због претпоставке да ће бити клониран модел Енглеске централне банке, па и централизованог друштвеног уређења који је подређен „краљевској круни“ Велике Британије. Упркос томе, на предлог министра финансија Александра Хамилтона, Прва банка Сједињених Држава отворена је 1797. године што је представљало велики корак ка чврстим финансијским темељима за нову нацију. Ова институција отворена је, најпре у Филаделфији, а затим и њена филијала у Њујорку, да би се њено постојање и функционисање дефинитивно укинуло 1811.

године. Хамилтонов циљ овим мерама био је успоставити финансијски поредак, национални кредит и решити питање фиат валуте (First Bank of the United States, 2021).

Догађај који је превагнуо у корист оснивања америчке централне банке као носиоца монетарне политике је Банкарска паника из 1907. године. За време Панике из 1907. године амерички финансијер Ј. П. Морган организовао је коалицију финансијера која је спасила америчку економију од пропасти. Ј.П. Морган био је познат по реорганизацији предузећа како би их учинио профитабилнијим и стабилнијим и стицањем контроле над њима. Због свог финансијског утицаја, Морган је имао огроман утицај на државне законодавце и финансије. Имајући то у виду искористио је ову ситуацију да нагласи неопходност постојања монетарне институције на шта је указивао и деценијама пре тога. Систем федералних резерви почиње са радом 1913. године као централна банка Сједињених америчких држава, 6 година након што је приватни банкар осигурао економски опстанак.

Од оснивања ФЕД-а 1913. године све до 1933. године Одбор савезних резерви представљао је тело које доноси одлуке о политици централне банке. Законом о банкарству 1933. године основан је Савезни комитет за отворено тржиште, тело које и данас дефинише монетарну политику ФЕД-а. Такође, Законом о банкама из 1935. године Одбор савезних резерви замењен је Управним одбором, а позиција, како одбора, тако и целог Система је учвршћена уклањањем секретара Државне благајне (министра финансија) и благајника из Одбора. „Споразумом“ из 1951. године Систем федералних резерви добио је већу аутономију као резултат договора са Министарством финансија да политика отвореног тржишта више не би требало да финансира јавни дуг. Међутим, измене закона које су наступиле 1977. године обавезивале су Федералне резерве да се поред ценовне стабилности и каматних стопа једнако обавежу и у остваривању циљева високе стопе запослености и економског раста (Eijffinger, S., Schaling, E., (1993)). Хемфри- Хокинс закон (the Humphrey-Hawkins Act) (Ginsburg, H., L., (2012)), који је донет 1978. године, имао је за циљ унапређење координације монетарне и економске полиике између савезне владе и Федералних резерви. Уређено је да ФЕД подноси извештаје о оствареним резултатима Сенату и Представничком дому у вези са циљевима и плановима о планираном расту монетарних и кредитних агрегата. У пракси и централна банка и влада имају подједнаку одговорност према утврђивању и вођењу монетарне политике.

Поједини аутори истичу да ФЕД има и већу фактичку од институционалне независности. Закон о Федералним резервама потписао је 1913. године председник Вудроу Вилсон (Woodrow Wilson). Тиме је централна банка у САД-у добила моћ над новчаном масом, а самим тим и на економију сједињених држава, јер је свих дванаест банака федералних резерви имало могућност да штампају новац ради обезбеђења економске стабилности. Ценовна стабилност и пуна запосленост представљају основне циљеве ФЕД- од његовог оснивања. Иако су многи владини службеници, као и јавност, гледали на ФЕД као продужену руку министарства финансија, председник Вилсон се није слагао да ФЕД буде институција која ће стварати инфлацију. Тако је влада основала Федералне резерве, као „владину агенцију“ која никако није била под владином контролом (FRS, 2021ђ). Када је у питању независност, Закон о ФЕД-у мењан је и допуњаван неколико пута у циљу тежње ка већој независности. Ценовна стабилност, висока стопа запослености и умерене дугорочне каматне стопе додате су изменом Закона о Федералним

резервама 1977. године. Одбор гувернера система Федералних резерви и Савезни комитет за отворено тржиште одржавају дугорочни раст монетарних и кредитних агрегата сразмеран дугорочном потенцијалу привреде за повећање производње, како би ефикасно промовисали дефинисане циљеве, чиме се обезбеђује политичка независност Федералних резерви, односно независност циља (FRS, Federal Reserve ACT , 1977). Законом о транспарентности Федералних резерви из 2009. године укида се овлашћење генералног контролора да изврши преглед на лицу места отворене осигуране банке или банкарске холдинг компаније само ако је одговарајућа федерална регулаторна агенција дала писани пристанак. Генерални контролор задржава право да тражи ревизију савезне агенције. Овим законом се налагало главном контролору да до краја 2010. заврши ревизију Одбора гувернера система Федералних резерви и банака савезних резерви, након чега је следио детаљан извештај Конгресу (Congress.Gov, 2009). Законом о банкарству је 1935. године дефинисано да се Одбор гувернера састоји од седам чланова које именује Председник, уз савет и сагласност Сената на мандат од 14 година. Актом о Федералним резервама 2015. године ови елементи персоналне независности нису мењани (Federal Reserve Act, 1913/2015).

У наставку је у Табели 3.1. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Система федералних резерви у 2024. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Индекс укупне легалне независности Система федералних резерви износи 0,84%. Пондери и нумерички кодови овог индекса добијени су и квантифицирани у складу са Актом о Систему федералних резерви, а на основу показатеља CWN индекса независности. Према овом Акту у члану 10 - 1 „пун мандат Председавајућег ФЕД -а и чланова Одбора гувернера је 14 година. Члан који одслужи цео мандат од 14 година не може се поново именовати, док се може реизабрати члан који је одслужио непотпун мандат (мање од 14 година)“ (FRS, 2021e). Чланове одбора, председника и потпредседника предлаже председник, а потврђује Сенат. Председник и потпредседник су чланови одбора и служе мандат од четири године. Председник Сједињених америчких држава може имати два мандата од по 4 године, а најдуже може остати на тој позицији 10 година. Стога, имајући у виду да већи индекс независности има централна банка где је према законској одредби дужи мандат гувернера од председничког мандата ФЕД по тој основи има максималну независност од 1 (распон је од 0 до 1). Уколико гувернера централне банке именује управни одбор конкретне централне банке, већа је законска независност те банке у односу на ситуације када гувернера именује Савет централне банке, законодавна или извршна власт. У овом делу ФЕД бележи нумерички код од 0,50 због тога што Председавајућег ФЕД-а, чланове Одбора, председника и потпредседника одбора именује Председник САД-а, а потрвђује Сенат. Када се именују, гувернери се не могу уклонити са функције због својих ставова о политици. Дуготрајни услови и замршена именовања имају за циљ да допринесу изолацији одбора - и Федералном систему резерви у целини - од свакодневних политичких притисака (FRS, 2021e). Висок степен независности имају и централне банке које су законом дефинисале услове разрешења дужности гувернера с тим да ти услови нису политичке природе, као и централне банке које немају одредбу за разрешење гувернера. Актом о ФЕД-у члану 10-2 „гувернери се не могу уклонити са функције због својих ставова о политици. Дуготрајни услови и замршена именовања

имају за циљ да допринесу изолацији одбора - и Федералном систему резерви у целини - од свакодневних политичких притисака“ (FRS, 2021e). Варијабла која се тиче разрешења највиших функција у ФЕД- у је 0,5.

Табела 3.1: CWN индекс законске независности ФЕД-а

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ФЕД*
1.Председавајући ФЕД-а	0,75		
а) Дужина мандата			
Preko 8 godina		1,00	1,00
б) Ко именује председавајућег ФЕД-а?			
Влада		0,50	0,50
в)Разрешење			
Према одлуци парламента		0,50	0,50
г) Да ли Председавајући ФЕД-а може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,15
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
ФЕД		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба ФЕД, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ФЕД има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	0,40		
ЦС је један циљ заједно са потенцијално супротсављеним циљевима, као што је пуна запосленост		0,40	0,06
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) ФЕД-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) Система федералних резерви			0,86

Извор: Систематизовао аутор према Акту о федералним резервама: FRS, Federal Reserve Act, Board of Governors of the Federal Reserve System, преузето са сајта, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Формулисање монетарне политике представља врло значајно питање за одређивање степена независности централне банке. Варијабле које су у овом делу квантификиране тичу следећих питања: ко формулише монетарну политику (1), ко има последњу реч у решавању сукоба (1) и да ли ФЕД има активну улогу у буџетском процесу владе (0). Највећи пондер независности имају оне централне банке које саме формулишу монетарну политику међу које спада и ФЕД који има посебно тело за дефинисање монетарне политике FOMC – Федерални комитет за отворено тржиште. Дефинисање монетарне политике подразумева дефинисање циља/циљева и инструмената за њихово остваривање. CWN индекс не укључују варијаблу независности инструмената. Одређивање циља је, с друге стране, важна одредница независности. Због свог тзв. „дуалног мандата" ФЕД у овом показатељу независности бележи 0,4 од 1 јер се сматра да ценовна стабилност као примарни циљ доноси највећи степен самосталности централне банке. С тим у вези Актом о Федералним резервама према члану 2А -Циљеви- дефинисано је да „Одбор гувернера Федералног система резерви и Федералног комитета за отворено тржиште одржавају дугорочни раст монетарних и кредитних агрегата сразмерно дугорочном потенцијалу економије да повећа производњу како би се ефикасно промовисали циљеви максималне запослености, стабилних цена и умерених дугорочних каматнин стопа" (Federal Reserve Act, 1913/2015). Највећи укупан пондер од 0,5 у односу на укупан индекс независности од 1 има финансијска независност централне банке. Законске одредбе у Акту о ФЕД- у јасно дефинишу забрану куповине/продаје државних хартија од вредности на примарном тржишту, тј. забрану директног кредитирања јавног сектора.

3.2. Анализа степена независности Европске централне банке

3.2.1. Степен независности Европске централне банке са аспекта дефинисаних функција

Европска централна банка (European Central Bank) конституисана је 1. јуна 1998. године са седиштем у Франкфурту, Немачка у згради (која је названа Еуроторањ) бившег Европског монетарног института који је укинут оснивањем ЕЦБ. Савет гувернера (Governing Council) представља највиши орган Евросистема који доноси одлуке и формулише монетарну политику, а чине га 6 чланова Извршног одбора и 27 гувернера националних централних банака чланица Европске монетарне уније. Извршни одбор (Executive Board) чине председник, потпредседник и четири члана који су експерти у домену монетарне политике и банкарства.

Евро, као јединствена валута земаља чланица Европске уније уведен је 1. јануара 1999. године и од тада је ЕЦБ одговорна за вођење монетарне политике у еврозони. Евро је постао званична валута 11 земаља чланица, која је заменила дотадашње националне валуте. Тренутно је евро (€) званична валута 19 од 27 земаља чланица ЕУ које заједно чине еврозону, званично названу зона евра. Првобитно је уведен као обрачунска валута за мања готовинска плаћања и у рачуноводствене сврхе као што су електронске трансакције. Евро готовина је уведена тек од 1. јануара 2002. године када добија свој физички облик новчаница и кованог новца.

Напори на успостављању подручја монетарне стабилности обновљени су 1978. (на самиту у Бриселу) стварањем Европског монетарног система (European Monetary System

- EMS). Овај систем заснивао се на концепту фиксних, али регулисаних девизних курсева. Валуте свих држава чланица, осим Велике Британије, учествовале су у механизму девизног курса, ERM I. Европски механизам девизних курсева - ERM (The European Exchange Rate Mechanism ERM) био је систем који је представљао темељ Европске монетарне уније и увођење евра, као јединствене монетарне валуте 1999. године. Уведен је од стране Европске економске заједнице 1979. године као део Европског монетарног система ради смањења варијабилности курса и постизања монетарне стабилности у Европи. Девизни курсеви су се заснивали на централним курсевима према европској валутној јединици ECU (European Currency Unit), односно, европској обрачунској јединици, која је представљала пондерисани просек валута које учествују. Током 10-годишњег периода, EMC је учинио много за смањење варијабилности девизног курса: флексибилност система, у комбинацији са политичком одлучношћу да се постигне економска конвергенција и одржива стабилност валуте (European Parliament, 2024).

Од 80-тих година се наставља проширење Европске заједнице, тако да 1981. Грчка постаје чланица, а 1986. године и Шпанија и Португал. Још једна значајан догађај који претходи стварању Европске уније каква данас постоји је и пад Берлинског зида 1989. године. Већ наредна година, 1990., обележена је остваривањем неколико важних задатака: у мају је У Паризу потписан уговор о оснивању Европске банке за обнову и развој (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD); у јуну је потписан Шенгенски споразум; 3. октобра долази до уједињења Немачке и у децембру се У Риму отварају две међувладине конференције с циљем ревизије Оснивачких уговора: економска и политичка (Министарство за европске интеграције Републике Србије, 2020).

Након потписивања уговора 1990. године Европска банка за обнову и развој званично је основана 15. априла 1991. године са седиштем у Лондону. Иницијални циљ био је да се, након значајних историских тренутака, као што је пад комунизма на Истоку, распад Совјетског Савеза, почетак распада Социјалистичке федеративне републике Југославије, као и финансијске кризе, олакша процес транзиције кроз који су прошле седам централно-планских привреда бивших социјалистичких република на тржишну привреду: Бугарска, Чехословачка, Мађарска, Пољска, Румунија, СССР и СФРЈ. “ БРД је посвећен унапређивању напретка ка „тржишно оријентисаним економијама и промоцији приватне и предузетничке иницијативе“. То је био његов водећи принцип од његовог стварања почетком деведесетих и нови изазови и добродошлица нових земаља у свет ЕБРД-а, и даље ће бити његова мисија у годинама које долазе“ (European Bank for Reconstruction and Development, 2024). Европска банка за обнову и развој је од почетка била укључена у процесе реформе банкарских система, либерализације цена приватизације и стварања адекватних правних оквира за имовинска права. У Републици Србији фокус је на јачању улоге и конкурентности приватног сектора, посебно у ланцу вредности агробизниса, јачања банкарског сектора, подржавања процеса приватизације, продубљивања финансијског посредовања и побољшања комуналних и енергетских ефикасности (EBRD, 2024) .

Да би учествовале на јединственом тржишту, државе чланице Европског удружења за слободну трговину - EFTA су морале да се придржавају правила Заједнице по питањима конкуренције, државне помоћи, отварања поступака јавних набавки, слободе

кретања и оснивања, права компанија и заштите потрошача. У октобру 1991. године потписан је Уговор о оснивању Европског економског простора (The European Economic Area - EEA) између држава чланица EFTA и Европске заједнице у циљу уклањања препрека за слободу кретања људи, роба, услуга и капитала (CVCE.eu – Centre Virtuel de la Connaissance sur l'Europe, 2016).

Мастрихтски уговор (The Maastricht Treaty), или формално Уговор о Европској унији (The Treaty on European Union) потписали су 7. фебруара 1992. године лидери 12 земаља чланица до тада још увек Европске заједнице (Белгија, Италија, Луксембург, Француска, Холандија, Западна Немачка, Данска, Ирска, Велика Британија, Грчка, Португал и Шпанија). Споразум је ступио на снагу 1. новембра 1993. године када Европска заједница званично постаје Европска унија (European Union). Споразумом је омогућено држављанство у ЕУ свакој особи која је држављанин земље чланице ЕУ. Створена је заједничка економска и монетарна унија, са централним банкарским системом и заједничком валутом - евром. Европска централна банка (European Central Bank - ECB) имала је један главни циљ: да одржи стабилност цена; у основи да се заштити вредност евра. Још један циљ ЕЦБ био је имплементација и примена евра као јединствене валуте у земљама чланицама и спровођење јединствене монетаре политике. Овим је омогућено слободно кретање капитала између држава чланица, појачана сарадња националних централних банака и повећана усклађеност економске политике међу државама чланицама (Treaty on European Union, 1992).

У циљу обезбеђивања макроекономске стабилности и успешног функционисања Економске и монетарне уније, утврђени су Мастрихтски критеријуми конвергенције, који обухватају три монетарна и два фискална критеријума. Монетарни критеријуми односе се на стабилност цена, ограничење дугорочних каматних стопа и одржавање стабилности девизног курса у оквиру механизма ERM током најмање две године без девалвације националне валуте. Фискални критеријуми подразумевају да буџетски дефицит не прелази 3% БДП-а, а јавни дуг 60% БДП-а, осим у случајевима када се њихово прекорачење сматра привременим или када показује јасан тренд смањења (Lavrač, 2004).

Основни циљ ЕЦБ је ценовна стабилност и очување вредности евра, као и дефинисање и имплементација монетарне политике. Такође, ЕЦБ ради на очувању финансијске стабилности и подржава ЕУ у спровођењу економске политике ЕУ. На тај начин монетарне политика доприноси остваривању циљева економског раста и пуне запослености као основних циљева економске политике.

Европска централна банка има два главна органа управљања: Савет гувернера и Извршни одбор. Савет гувернера представља главно тело за доношење одлука и састоји се од Извршног одбора и гувернера националних централних банака из земаља еврозоне. Извршни одбор руководи свакодневним пословањем Европске централне банке. Извршни одбор чине председник и потпредседник ЕЦБ-а и 4 друга члана који су лидери земаља еврозоне именовали на осмогодишњи мандат. „С обзиром да постоје земље чланице ЕУ које нису прихватиле евро као заједничку валуту, у оквиру ЕЦБ постоји и трећи орган Генерално савет“ (Фуртула, С., Марковић, Д., (2010), стр. 100). Генерални савет има више саветодавну и координациону улогу и састоји се од председника и потпредседника ЕЦБ-а и гувернера централних банака из свих земаља ЕУ (European Central Bank, 2024).

У тренутку интеграције у Европску економску заједницу није постојала потреба стварања монетарне уније, с озиром да су земље чланице имале приближно исте одрживе стопе економског раста, ниску инфлациону стопу, а пре свега стабилан девизни курс захваљујући Бретонвудском монетарном систему. Међутим, након слома Бретонвудског система 1972. године и одлууке европских централних банака да зауставе везивање својих валута за амерички долар, 13. марта 1979. године формиран је Европски монетарни сустем (Loureiro, 2012). Потписивањем Јединственог европског акта 1986. године створено је јединствено тржиште. Рушењем Берлинског зида 1989. године дошло је до великог политичког преокрета када је отворена граница између Источне и Западне Немачке што је довело до уједињења Немачке 1990. године (European Union, 2024). Ови догађаји убрзали су формирање Европске монетарне уније (European Monetary Union – EMU) 1992. године.

Сваки корак одређене државе ка приступању монетарној унији мора бити прихваћен од стране саме државе, Европског савета, Европске централне банке и Европске комисије. На том путу државе имају мотив да испуне критеријуме конвергенције, оптимизам који сплашњава са протоком времена проведеним у ЕМУ. Приступање монетарној унији је сложен процес који укључује економску, монетарну и политичку интеграцију. ЕМУ представља својеврсно „историјско чудо“ с обзиром да се по први пут у економији монетарна унификација извршила без одговарајуће политичке интеграције. У случају прераног укључивање одређене земље у ERM II пре завршетка економских реформи конкретна држава би имала бројне проблеме у виду губљења корективног економског инструмента, као што су контролисана девалвација (депресијација) и ревалвација (апресијација), немогућности примене мера за оживљавање привредног раста и повећања продуктивности, итд. С обзиром да је валута земље фиксирана према евру треба се водити рачуна да девизни курс земље која приступа ЕМУ не буде прецењен или потцењен. Прецењена валута земље приступнице значи да је инфлациона стопа виша од инфлационе стопе у ЕМУ, што захтева да се изврши депрецијација курса да не би дошло до смањивања конкурентности. У супротном, када је курс потцењен, инфлација земље приступнице је нижа од оне у ЕМУ треба извршити апрецијацију валуте и тако избећи изгледе за настајање инфлације. Неопходност вођења јединствене монетарне политике захтева и елиминисање разлика између држава чланица у области цена, зарада и јавних финансија. Приоритет у процесу монетарних интеграција је адекватан тајминг уласка уз све реформске процесе и прилагођавања које је неопходно у потпуности имплементирати.

Према члану 3 став 1 Статута о Европском систему централних банака и Европској централној банци, а у складу са чланом 105, став 2 Уговора о ЕУ, основни задаци ЕЦБ су:

- дефинисање и спровођење монетарне политике заједнице;
- обављање девизних послова;
- чување и руковођење девизним резервама држава чланица;
- промовисање несметаног рада платних система (Treaty on European Union, 1992).

Дефинисање и спровођење монетарне политике заједнице подразумева да је задатак ЕЦБ да одржи ниво ниских и стабилних цена у циљу постизања економског раста и високо конкурентне друштвене тржишне економије која тежи пуној запослености и друштвеном напретку тј. смањењу незапослености како би се побољшао животни стандард грађана свих земаља чланица ЕУ.

ЕЦБ представља врховну монетарну институцију свих земаља Европске уније и њихових централних банака, тако да је одговорна и овлашћена за штампање новчаница и кованог новца. ЕЦБ одређује каматне стопе по којима позајмљује средства пословним банкама у еврозони контролишући на тај начин понуду новца и инфлацију. Ради уравнотежења девизних курсева ЕЦБ управља девизним резервама и по потреби врши девизне операције куповином или продајом валута. ЕЦБ мотри и осигурава да државна тела добро надзиру финансијска тржишта и институције и да платни системи добро функционишу. Осигурава сигурност и стабилност европског банкарског система и прати кретање цена и процењује ризике по стабилност цена.

ЕЦБ као зајмодавац у крајњој инстанци првенствено је одговорна за осигурање несметаног функционисања финансијских тржишта и стабилности финансијског система. На овај начин помаже у заштити људи и предузећа од потешкоћа које могу настати када су банке у невољи. Зајмоцавац у крајњој инстанци су у већини земаља централне банке, али ова функција генерално подразумева пружаоца ликвидности финансијским институцијама (не искључиво банкама) које се суочавају са финансијским тешкоћама. Уколико се ради о централној банци, њена одговорност је да спречи ширење банкарска панике. Ова функција има за циљ заштиту депонената пружањем привремене ликвидности банкама за одржавање њиховог пословања. Иако је ова функција у прошлости спријечила колапс банака, критичари кажу да Централна банка осигуравајући додатну ликвидност доводи банке у искушење да ризикују више него што би требало, експлоатишући ссредства добијена од банака (Corporate Finance Institute, 2024). У ЕУ улогу зајмодавца у крајњој инстанци имају ЕЦБ и националне централне банке еврозоне, тј. Евросистем.

У Еврозони постоји тзв. заштитна мрежа (safety net) за банке преко које националне централне банке одобравају кредите у оквиру програма под називом „хитна помоћ за ликвидност“ (Emergency Liquidity Assistance – ELA). ЕЛА кредите одобрава национална централна банка (која сноси све трошкове и ризике који могу настати) земље у којој је седиште банке која се суочава са проблемом неликвидности. Активности националних централних банака као кредитора у крајњој инстанци преко ЕЛА програма надзире ЕЦБ која може и ограничити хитну помоћ ако се испостави да би интервенција од стране нецоналних ЦБ могла негативно да се одрази на циљеве ЕЦБ или Евросистема. Међутим, не постоји гаранција да ће банке са финансијским проблемима добити ЕЛА кредите јер је оваква помоћ условљена одређеним строгим правилима и условима који морају бити испуњени. Да би се квалификовале за ЕЛА кредитирање банке морају да буду солввентне, иако су неликвидне у датом тренутку. Позајмљивање на овај начин је адекватно само у хитним случајевима, као последица непредвиђених околности, те ће, када се ситуација врати у своје нормалне токове, бити неопходно да се кредити врате. Националне централне банке прихватају колатерал мањег квалитета за ЕЛА позајмице у

односу на квалитет колатерала који се захтева приликом регуларног кредитирања. Ово повећава ризик националне банке, стога су и услови строжи, попут више каматне стопе. Централне банке су свесне да би банке могле доћи у искушење да преузму веће ризике ако су сигурне да ће им неко притећи у помоћ ако не могу вратити дуг што представља морални ризик. Ако се доследно примењују, наведена правила спречавају настанак моралног хазарда (European Central Bank, 2019). Логично се намеће питање да ли централна банка, будући да кредитира пословне банке директно, а индиректно привреду и грађане, да ли може да кредитира и државу. Одговор је не. Уговором ЕУ и Статутом ЕЦБ и ЕСЦБ је дефинисана забрана директног кредитирања државе како се не би угрозила независност ЕЦБ и тиме онемогућило остваривање ценовне стабилности у Еврозони.

Макропруденцијални надзор подразумева надзор над финансијским системом у целини. Његов главни циљ је спречавање или ублажавање ризика по финансијски систем. Микропруденцијални надзор се односи на надзор појединих институција, као што су банке, осигуравајућа друштва или пензијски фондови. Осигурање доследног и одговарајућег надзора у целој ЕУ врши Европски систем финансијске супервизије (European System of Financial Supervision – ESFS) који обухвата и макро и микро – пруденцијалну супервизију. Функцију супервизије обавља Европска централна банка и националне централне банке и друге надзорне институције земаља Еврозоне преко јединственог надзорног механизма (Single Supervisory Mechanism - SSM) који поред Јединственог механизма санације (Single Resolution Mechanism) чини Банкарску унију Европске уније. „Европска централна банка као независна институција надгледа банкарску супервизију у успостављању заједничког приступа свакодневном надзору; предузимању усклађених надзорних радњи и корективних мера и обезбеђивању доследне примене прописа и политике надзора. У том смислу ЕЦБ има овлашћење да: врше надзорне прегледе, инспекције на лицу места и истраге, додели или одузме банкарске дозволе, процени исправност банкарске зараде и располагање квалификованим холдинзима (уделима), обезбеди поштовање пруденционих правила ЕУ, постави веће капиталне захтеве како би се супротставили било каквим финансијским ризицима“ (European Central Bank, 2021). Финансијске кризе указале су на значај европске банкарске супервизије и њеној помоћи у изградњи поверења у европски банкарски сектор и повећању отпорности банка.

3.2.2. Достигнут ниво независности Европске централне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Дефинисање и спровођење монетарне политике заједнице подразумева да је задатак ЕЦБ да одржи ниво ниских и стабилних цена у циљу постизања економског раста и отварању радних места, тј. смањењу незапослености како би се побољшао животни стандард грађана свих земаља чланица ЕУ. У настојању остваривања основног циља, ЕЦБ има на располагању сет инструмената монетарне политике и процедура, а чине га операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезна резерва. У спровођењу операција на отвореном тржишту ЕЦБ користи пет врста финансијских инструмената. Реверзибилне трансакције представљају основни инструмент који може да се примењује у облику споразума о реоткупу или као колатералом обезбеђен кредит. Остале финансијске инструменте чине потпуне трансакције, емитовање депозитних сертификата,

девизни свопови и орочена средства. Операције на отвореном тржишту инициране су од стране ЕЦБ, која одлучује о инструментима и условима, а могуће их је извршити на основу стандардних и брзих тендера са фиксном или варијабилном каматном стопом и билатералних процедура. У зависности од циља, процедура и регуларности постоје четири типа операција на отвореном тржишту: основне операције рефинансирања (main refinancing operations), дугорочне операције рефинансирања (longer-term refinancing operations), операције финог регулисања (fine-tuning operations) и структурне операције (structural operations). Основне операције рефинансирања имају рок доспећа од недељу дана, а њихове основне функције односе се на управљање каматним стопама, обезбеђење ликвидности на тржишту и у читавом финансијском систему и сигнализирању јавности о ставу монетарне политике. Ове операције спроводе се преко националних централних банака на основу стандардних тендера. На основне операције рефинансирања примењује се каматна стопа која представља референтну каматну стопу централне банке, те као таква утиче на промене каматних стопа на новчаном тржишту. Дугорочне операције рефинансирања поред обезбеђења дугорочне ликвидности банкарског система имају за циљ и да уговорним странама обезбеде додатно дугорочно рефинансирање и да допринесу остваривању других циљева монетарне политике. Спроводе се месечно (тачније, последње среде сваког месеца) од стране националних централних банака на основу стандардних тендера по унапред утврђеним интервалима, с обзиром да рокови доспећа могу бити периоди од 3, 6, 12, 36 или 48 месеци. Операције финог регулисања су „битне као подршка нормалном функционисању тржишта и важан фактор обезбеђења ликвидности у изузетно непредвиђеним околностима, као што је био напад на САД 11. септембра 2001. године“ (Фуртула и Марковић, 2010, стр.154). Имају за циљ ублажавање ефеката на каматне стопе изазване неочекиваним флуктуацијама ликвидности новчаног тржишта. Спроводе се помоћу реверзибилних трансакција, девизних свопова или депозитних сертификата на основу брзих тендера или билатералних процедура. Структурне операције служе за одбрану или обезбеђење позиције ликвидности банкарског система на дужи рок. Могу се спроводити помоћу реверзибилних трансакција и емитовањем депозитних сертификата на основу стандардних тендера, или помоћу потпуних трансакција на основу билатералне процедуре. У оквиру сталних олакшица ЕЦБ својим комитентима нуди кредитне и депозитне олакшице. Кредити за ликвидност се одобравају банкама како би се снабделе додатним средствима за обезбеђење привремене ликвидности у виду прекоиоћних позајмица преко националних централних банака. Депозитне олакшице подразумевају прекоиоћно депоновање вишкова ликвидних средстава код националних банака земаља чланица. Каматна стопа на кредите за ликвидност је обично 1% изнад референтне каматне стопе, док је каматна стопа на депозитне олакшице углавном 1% испод референтне каматне стопе.

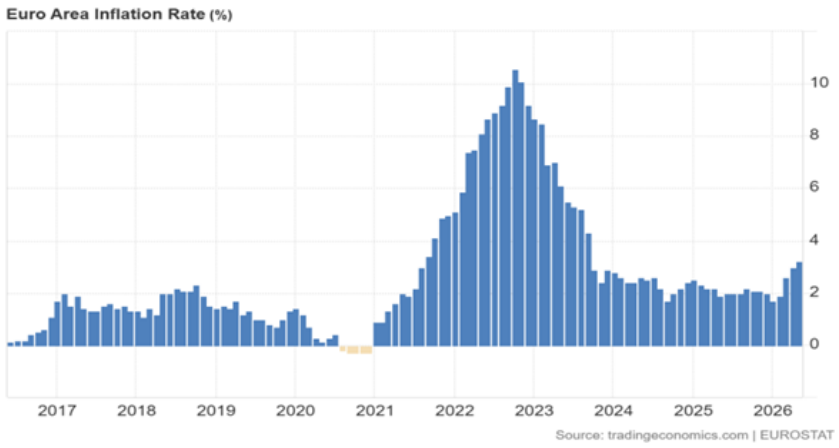
Пре глобалне финансијске кризе ЕЦБ је путем аукција обезбеђивала банкама унапред утврђен износ кредита са одговорајаћим колатералом. Банке су, такође, вршиле међусобно позајмљивање средстава на међубанкарском тржишту како би испуниле дневне потребе за ликвидношћу. На почетак глобалне финансијске кризе 2007. године ЕЦБ је одговорила снижавањем референтне каматне стопе ЕЦБ. У тој фази примарни циљ је био пружање ликвидности банкама и одржавање функционисања финансијских тржишта. Када у јесен 2008. године међубанкарско тржиште није више могло да поднесе

финансијски притисак и када су банке биле онемогућене да позајмљују средства међусобно, ЕЦБ је, у виду нестандардног инструмента монетарне политике, почела са одобравањем банкама неограничене кредите по фиксној каматној стопи. Измењени приступ постао је познат као потпуна расподела по фиксној стопи. Продужена је рочност ових кедита и проширен је распон прихватљиве имовине која би се могла користити као колатерал у операцијама рефинансирања. Како је криза ликвидности почела да добија облике кризе државног дуга нестандардне мере ЕЦБ усмерене су на неправилности у функционисању тржишта и смањење разлике у условима финансирања са којима се суочавају предузећа и домаћинства у различитим земљама еврозоне. ЕЦБ је купила дужничке хартије од вредности (Securities Markets Programme - SMP), извршила веома дугорочне операције рефинансирања (Very Long-term Refinancing Operations -VLTROs) и најавила условне отворене монетарне трансакције - OMT). Све ове мере ЕЦБ имале су за циљ да уравнотеже тржиште државних обвезница. Циљане операције дугорочног рефинансирања (Targeted Longer-term Refinancing Operations -TLTROs) осмишљене су да подрже банкарско кредитирање предузећа и домаћинстава. Почетком следеће фазе глобалне финансијске кризе, тј. кредитне кризе и ризиком од дефлације, с обзиром да су краткорочне каматне стопе биле близу нуле, нестандардне мере ЕЦБ имале су за циљ да утичу на све релевантне каматне стопе за услове финансирања у еурозони. Програм куповине имовине (Asset Purchase Programme - APP), који укључује хартије од вредности приватног и јавног сектора, служио је како би се извршио притисак на смањење рочне структуре каматних стопа (European Central Bank, 2020).

У Еврозони се најважније одлуке Европске централне банке у погледу цена и доступности новца односе на кључне каматне стопе. Свака промена ових стопа утиче на каматне стопе које комерцијалне банке наплаћују својим клијентима за позајмљивање новца. Другим речима, одлука утиче на потрошњу потрошача и пословна улагања. У случају ЕЦБ циљ монетарне политике је да одржи цене стабилним, односно да задржи инфлацију на 2% на средњи рок, чиме пружа подршку општој економској политици ЕУ чији је циљ пуна запосленост и економски раст. CPI (Consumer Price Index), односно индекс потрошачких цена обухвата цене основних животних намирница, те представља званичну инфлациону стопу потрошачких цена у једној земљи. С друге стране, услед великог броја земаља у оквиру Европске Уније, HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), односно хармонизовани индекс потрошачких цена представља основни индикатор раста цена и примењује се ради упоређивања стопа инфлације у оквиру ЕУ.

ЕЦБ настоји да инфлаторне стопе одржава на нивоу од 2%. Евросистем се, такође залаже за стабилну економску политику праћену пуном запосленошћу и уравнотеженим економским растом. Уговором је јасно утврђена хијерархија циљева, где превасходни значај има стабилност цена, с обзиром да остварење овог циља омогућава монетарној политици да обезбеди повољан економски амбијент и висок ниво запослености. Одржавање ценовне стабилности је предуслов за повећање економске добробити и потенцијал привредног раста и доприноси финансијској сигурности. Адекватан ценовни механизам, у условима стабилних цена омогућава потрошачима да препознају промене у релативним ценама, без забуне око промене општег нивоа цена, што ће довести до доношења рационалних одлука везаних за потрошњу, као и инвестиционих одлука, а што ће се одразити на ефикаснију алокацију ресурса. Такође, спречавањем произвољне

расподеле богатства и прихода избећи ће се негативни ефекти како инфлације, тако и дефлације. Смањење ризика инфлације смањиће реалне каматне стопе и подстаћи инвестирање. Независност ЕЦБ утврђена је институционалним оквиром за јединствену монетарну политику (у Уговору и Статуту) чиме независност ЕЦБ доприноси одржавању стабилности цена. У септембру 2021. године међугодишња стопа инфлације у ЕУ износила је 3,4% што је значајно више у односу на циљ од 2%. Међутим, ЕЦБ је уверена да се у Еврозони остварује опоравак и да су ублажени притисци које је изазвала пандемија, те да ће становништво наставити да троши што ће позитивно утицати на инфлациони циљ (European Central Bank, 2021).



Слика 3.2: Кретање стопе инфлације у Еуро зони у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). *Inflation rate – Euro Area*. доступно на: https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi

3.2.3. Индикатори независности Европске централне банке

У процесу формирања ЕЦБ доминантан утицај имала је Централна банка Немачке, тј. Немачка федерална банка - Бундесбанка. Основана је 1949. године, после Другог светског рата као одговор на, до тада, невиђену хиперинфлацију, лоше политичке одлуке и ескалацију насилних екстремистичких покрета. Правни претходници Дојче Бундесбанке били су Реисхбанк која је основана 1876. године, а затим и Банка Дојче Ландер која је основана 1948. године када је извршена реформа валуте и у Немачкој прихваћена немачка марка (Deutsche Mark – ДЕМ) као званична валута. Актом о Бундесбанци из 1957. године основана је Дојче Бундесбанка као централна монетарна институција у Федеративној Републици Немачкој. Главни задатак био је управљање валутном политиком у америчкој и британској окупационој зони у Немачкој. Овим законом одређени су циљеви: „Немачка национална банка ће регулисати количину новца у оптицају и кредита који се дају привреди користећи монетарна овлашћења која су јој поверена овим Актом у циљу очувања валуте и надзираће рад банака при вршењу домаћег и међународног платног промета“ (Eijffinger, S., Schaling, E., (1993)). Према члану 3 Акта о Бундесбанци,

Бундес банка је централна банка Савезне Републике Немачке и представља саставни део Европског система централних банака. Овај члан одражава посебну одговорност Немачке централне банке за одржавање интерне и екстерне вредности валуте, односно нивоа цена и курса. У вршењу овлашћења која су јој дата овим законом, Бундесбанка је независна од Савезне владе и има за циљ да, не угрожавајући остварење основног циљ ЕСЦБ, подржи општу економску политику земље. Овај однос између Владе и централне банке уређен је чланом 12. У спровођењу овлашћених дужности централна банка је независна од Савезне владе. Без обзира на то, према члану 13 Закона предвиђене су одређене процедуре за координацију монетарне и економске политике и за консултације између владе и централне банке, као независног тела. Бундесбанка саветује Савезну владу о питањима монетарне политике од великог значаја, а информације јој доставља на захтев. Такође, Савезна влада треба да позове председника Бундесбанке да присуствује разматрању важних питања у вези монетарне политике (Deutsche Bundesbank, 2013). Чланови власти могу присуствовати састанцима Савета Централне банке без права гласања. Савет Централне банке сачињава 'Директоријум' и председници централних банака у земљи. Саветом председава председник или заменик председника Бундесбанк. Савет дефинише монетарну политику. Припадници 'Директоријума' и председници централних банака имају максималан мандат од осам година. Не могу се смењивати са позиције на политичкој основи. Начин именовања чланова Савета Централне банке одражава велики степен независности Бундесбанке (Eijffinger & Schaling, 1993). Гувернер Бундесбанке укључен је у доношење одлука о монетарној политици као члан Управног одбора ЕЦБ. Бундесбанка је одговорна за имплементацију ових одлука у Немачкој.

У периоду познатом као „период презасићености доларом“ земље широм света, посебно Јапан и Француска, побунили су се против очигледне привилегије САД да дефицит текућег биланса финансира емитовањем доларом. САД су на овај начин креирале веће количине своје валуте од раста тражње за светским резервама. Рецесија привреде САД 1970. могла је да се реши девалвацијом долара. Међутим, долар је, као светска резервна валута, могао да девалвира само ако се све остале земље сложе да прихвате ревалвацију својих валута (Ghose, 2013). Амерички долар је био под све већим притиском. Бундесбанка је била принуђена да купи 6 милијарди америчких долара и да прода 22 милијарде немачких марака 1971. године како би подржала долар. Последица тога био је раст инфлације. У пролеће 1972. владе Белгије, Француске, Немачке, Италије, Луксембурга и Холандије успоставиле су европски аранжман девизног курса познат као змија (SNAKE). Према овом аранжману, курсеви валута учесница не могу одступати од договорених централних курсева за више од 2,25%. Змију је заменио Европски монетарни систем (EMC) 1979. године. Почетком 1973. Бундесбанка купује велике количине америчких долара како би курс био стабилан у односу на амерички долар. Дирекција Бундесбанке тражи од савезне владе да ослободи Банку обавезе да интервенише. Бундесбанка тада престаје да купује америчке доларе. Везаност других валута за амерички долар, такође, је званично напуштена убрзо након тога.

Прве земље чланице EMC-а биле су Белгија, Данска, Француска, Немачка, Ирска, Италија и Холандија. Обрачунска јединица у EMC-у била је Европска валутна јединица (European Currency Unit - ECU), коју централне банке користе као средство плаћања и резервну валуту. Земље учеснице постављају централни ECU курс за сваку валуту. Већини

девизних курсева је дозвољено да флуктуирају до 2,25% око свог одређеног централног курса. Да би задржале курсеве унутар овог распона, централне банке морају интервенисати на девизном тржишту када је то потребно. Немачка марка постаје незванично сидро и референтна валута у ЕМС -у. Европска званична валута евро усвојена је 1. јануара 1999. године што је чинило историјски корак напред у развоју европске економске и монетарне уније. Националне валуте 11 земаља, између осталих и немачка марка, постале су деноминација јединствене валуте. Истовремено, „Евросистем“, који се састоји од Европске централне банке и једанаест националних централних банака земаља чланица, преузео је одговорност за монетарну политику еврозоне (Sirkka Hämäläinen, 1999).

У наставку је у Табели 3.2. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Европске централне банке у 2024. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Укупан индекс институционалне независности према CWN индексу је 0,98. С обзиром да је 1,00 горња граница, индекс ЕЦБ је веома висок. Наиме, док је код осталих централних банака током година вршено усаглашавање и промене чланова у вези са независношћу ЦБ, а у циљу њеног повећања, ЕЦБ је од самог оснивања 1998. године у Статуту дефинисала чланове који испуњавају највише захтеве у погледу независности. Према Протоколу о Статуту ЕСЦБ и ЕЦБ, а у складу са чланом 108., ЕЦБ, националне централне банке држава чланица, као и сваки од чланова организационих и извршних органа приликом вршења овлашћења и извршавања задатака и дужности које су им поверене неће тражити или примати било каква упутства од извршне и законодавне власти држава чланица или од истих тела ЕУ.

Статут предвиђа дугорочни мандат чланова Савета гувернера. Сходно члану 14. Уговора чланови Извршног одбора не могу бити поново именовани. Гувернери националних централних банака и чланови Извршног одбора имају сигуран мандат и могу се уклонити са функције само у случају неспособности или озбиљног непоштовања. Гувернери националних централних банака имају минимални мандат од пет година, а чланови Извршног одбора ЕЦБ имају мандат од осам година без могућности реизбора (European Central Bank, 2019). Иако не задовољава највишу класификацију приликом избора и реизбора гувернера од 1,00, ЕЦБ је у погледу овог питања персоналне независности на високом нивоу са пондером од 0,75.

Управни одбор Европске централне банке се састоји од чланова Извршног одбора Европске централне банке и гувернера националних централних банака држава чланице чија је званична валута евро. Европски савет именује председника, потпредседника и остале чланове Извршног одбора. Чланови који се бирају на основу већине гласова су признати стручњаци у монетарној политици и банкарском пословању са искуством на предлог Савета, а у консултацији са Европским парламентом и Управним одбором ЕЦБ. Њихов мандат траје осам година и не може се обновити. Само држављани држава чланица могу бити чланови Извршног одбора.

Табела 3.2: CWN индекс законске независности ЕЦБ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ЕЦБ*
1.Председник ЕЦБ	0,895		
а) Дужина мандата			
Од 6 – 8 година		0,75	0,75
б)Ко именује председника ЕЦБ?			
Одбор ЕЦБ		1,00	1,00
в)Разрешење			
Искључиво из разлога који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли председник може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,18
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
Европска централна банка		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
ЕЦБ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ЕЦБ има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
ЦС је примарни или једини циљ ЕЦБ, у случају конфликта са осталим циљевима владе, ЕЦБ има коначну реч		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	0,15
в) ЕЦБ је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) Европске централне банке			0,98

Извор: Систематизовао аутор према Протоколу о Статуту ЕСЦБ и ЕЦБ: European Central Bank – Protocol on the Statute of the ESCB and of the ECB. (2002). *Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank*. In *ECB Compendium*. European Central Bank, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Европским системом централних банака управља тело које доноси одлуке. Примарни циљ ЕСЦБ је одржавање ценовне стабилности. ЕСЦБ подржава Власти у остваривању циљева опште економске политике у мери у којој то не утиче на остваривање примарног циља. Европска централна банка има статус правног лица и представља јединy овлашћену институцију која одобрава издавање евра као и управљање и оптимизацију ове валуте у оптицају. ЕЦБ је независна од законодавне и извршне власти у обављању својих функција. Председник ЕЦБ и други чланови Извршног одбора могу, на захтев Европског парламента или на сопствену иницијативу бити саслушани од стране надлежних одбора Европског парламента. По питању доношења одлука и спровођења монетарне политике, будући да о томе одлучује ЕЦБ, а не Влада, као што је случај код ФЕД-а и да је основни циљ монетарна стабилност,ЕЦБ има највиши пондер.

О буџету ЕУ одлучују Савет и Европски парламент. Нацрт буџета предлаже Комисија. Савет и Европски парламент одлучују на равноправној основи. Прво, Савет усваја свој став о нацрту годишњег буџета ЕУ. Европски парламент тада може усвојити амандмане на предлог Савета. Ако се њихови ставови разилазе, сазива се Комисија за помирење како би се пронашао компромис у року од 3 недеље. Након постизања споразума, Савет и Европски парламент имају 14 дана да га званично одобре. Ако Савет и Европски парламент не постигну споразум, Комисија мора да представи нови нацрт годишњег буџета. Ако годишњи буџет још увек није усвојен на почетку године на коју се односи, примењује се систем привремених дванаестина. То значи да се не више од једне дванаестине буџетских издвајања за претходну годину или нацрта буџета који је предложила Комисија – шта год је мање – може потрошити сваког месеца за било коју ставку у буџету. Процедура усвајања буџета прописана је чланом 314. Уговора о функционисању ЕУ. ЕЦБ има саветодавну и консултативну улогу приликом доношења одлука о годишњем буџету ЕУ (European Union, 2022). Поред тога што учествује у изради и спровођењу одлука у вези са буџетом ЕУ, ЕЦБ је дефинисала забрану финансирања Владе из примарне емисије остваривши на тај начин највећи могући степен финансијске независности.

3.3. Однос између институционалне и фактичке независности Енглеске централне банке

3.3.1. Анализа институционалне и фактичке независности Енглеске централне банке са аспекта дефинисаних функција

Енглеска централна банка (Bank of England) је врховна монетарна институција Велике Британије. Као таква она настоји да својим грађанима обезбеди што већи стандард и што повољније услове за живот, старајући се да трошкови живота грађана буду стабилни како би њихов новац задржао куповну моћ. Један од главних задатака је да омогући лако и безбедно плаћање, с тим у вези одговорна је и овлашћена институција за издавање новчаница и кованог новца, као и институција која надгледа остале платне системе. БОЕ регулише рад британских банака и других небанкарских финансијских институција.

Централна банка Енглеске је једина овлашћена да издаје новчанице у Енглеској и Велсу. У Шкотској су три банке овлашћене да издају новчанице: Bank of Scotland,

Clydesdale Bank и The Royal Bank of Scotland. У Северној Ирској следеће три банке су овлашћене за издавање новчаница: Bank of Ireland, Northern Bank Limited и National Westminster Bank (Bank of England, 2024). У већини земаља само је владама, преко својих централних банака, дозвољено да издају валуту. У Уједињеном Краљевству, међутим, три банке у Шкотској и три банке у Северној Ирској: су овлашћене да издају сопствене новчанице. Свако ко жели да репродукује новчанице Шкотске или Северне Ирске у било коју сврху мора се обратити директно поменутим банкама (UK Finance, 2024). Рад и пословање ових банака регулише централна банка Енглеске. Новчанице које издају су британске фунте или фунта стерлинга. Фунта стерлинга представља најстарију светску валуту која је у сталној употреби од свог настанка. То је тренутно четврта валута по којој се највише тргује на девизном тржишту, после америчког долара, евра и јапанског јена. Једна је од валута у сету којим се израчунава вредност специјалних права вучења ММФ-а. Фунта стерлинг је и четврта резервна валута која се највише држи у глобалним резервама (International Monetary Fund, 2024).

Једна од кључних одговорности енглеске централне банке, као централне банке Уједињеног Краљевства, јесте дефинисање и спровођење монетарне политике. Основни циљ БОЕ је ценовна стабилност дефинисан од стране Владе. Као централна банка Велике Британије настоји да овако дефинисан циљ спроводи континуирано користећи два основна инструмента: референтну каматну стопу и квантитативно попуштање (quantitative easing - QE). Одлуке о каматним стопама доноси Комитет за монетарну политику (Monetary Policy Committee - MPC) Енглеске банке. Комитет је основан 1998. године и састоји се од гувернера и два заменика гувернера БОЕ, два члана које именује БОЕ након консултација са канцеларом, и четири члана које именује канцелар. Представник Трезора (министар финансија) присуствује састанцима без права гласа.

Комитет се састаје једном месечно одлуке се саопштавају непосредно после састанка, а записник са састанка се објављује две недеље касније како је утврђено одредбама одлагања објављивања информација о тржишним интервенцијама Комитета. Јавним објављивањем записника са састанака Комитета, извештајима о инфлацији, годишњи извештај БОЕ, као и састанци чланова Комитета са члановима трезора представљају настојање Енглеске банке да повећа транспарентност и одговорност према јавности и Парламенту. Гувернер је дужан да пошаље отворено писмо канцелару сваки пут када инфлација одступи више од 1% од циљаног распона од +/- 2,5%. Под одређеним околностима, Закон о Енглеској централној банци дозвољава Трезору да саветује и даје упутсва Банци у вези са њеним вођењем монетарне политике. Ово је дефинисано законском одредбом са кратким временским ограничењем. Ова овлашћења Трезор може примењивати само уколико утврди да је то од јавног интереса (Rodgers, 1998).

Основни инструмент монетарне политике БОЕ је краткорочна каматна стопа. Централна банка Енглеске различитим техникама утиче на каматне стопе, али је циљ сваке од њих да регулише цену новца у банкарском систему. Ово се остварује тако што банкарски систем нема довољну количину новца како би оне позајмиле новац који им је неопходан за пословање по каматној стопи коју одреди централна банка. БОЕ врши утицај на банке и каматне стопе преко дневних операција на новчаном тржишту. На међубанкарском тржишту Уједињеног краљевства пословне банке врше поравнање

рачуна који се воде код Централне банке Енглеске, а које су чланице клиринг система. Од банака које су чланице клиринг система се очекује да имају позитивне билансе на дневном нивоу. Укупан фонд пословних банака зависи од трансакција између банака, од трансакција између банака и БОЕ и између банака и рачуна државе који се води код енглеске банке. Управљањем новчаних токова централна банка утиче на количину новца у банкарском систему. Дневним операцијама БОЕ на новчаном тржишту обезбеђују се средства неопходна пословним банкама да одрже ликвидност целокупног банкарског система. На ове операције примењује се каматна стопа Централне банке Енглеске која утиче на формирање осталих каматних стопа на тржишту. Раније је Банка, да би остварила ове задатке, куповала државне обвезнице и друге хартије од вредности локалних власти. Сад примењује и репо операције (тзв. „gilt repo“), односно приликом куповине хартија од вредности склапа се уговор о њиховој рекуповини са тачно утврђеним датумом и ценом.

Кретања каматних стопа утичу не само на домаћу привреду, већ и на кретање девизног курса. Ако каматне стопе на средства деноминована у британским фунтама расту у односу на каматне стопе средстава деноминованих у другим валутама, девизни курс фунте ће расти, под непромењеним осталим условима. Промене девизног курса фунта утицаће на тржишна очекивања у вези са економијом, финансијским и политичким развојем, како у УК, тако и у другим земљама. Закључак је да промене у каматним стопама не морају нужно резултирати пропорционалним ефектом на девизни курс. Банка може покушати да утиче на курс директним тржишним интервенцијама користећи девизне резерве. Када фунта ослаби Банка може на тржишту купити фунте и на тај начин заустави пад девизног курса. У супротном, ако је фунта јака, БОЕ може продати фунте на тржишту и тиме спречити њено даље јачање. Према искуству овакве интервенције могу испунити очекивања када су у питању краткорочне флуктуације. Девизне резерве Уједињеног краљевства некада су се држале искључиво на рачуну Трезора, а њима је управљала Централна банка Енглеске у име Владе. Променама Закона о Централној банци Енглеске из 1998. године Енглеска централна банка сада може да управља и сопственим фондом девизних резерви. Овај фонд је од 1998. године доступан за обављање операција монетарне политике и подлеже ограничењима које прописује Управни суд Банке[18].

Банка енглеске спроводи и операције на тржишту државних хартија од вредности. за управљање на тржишту новца, као и у прикупљању новца за државу, Банка спроводи недељне тендере где се тргује државним записима. Потреба јавног сектора за нето ликвидним средствима (The Public Sector Net Cash Requirement -PSNCR) финансира се, углавном, продајом *gilt-edged* обвезница (државне обвезнице које је издала влада Уједињеног Краљевства). Ове обвезнице представљају дугорочна улагања која се користе за финансирање мањка између државних прихода и расхода. До 1. априла 1998. године Банка Енглеске је имала улогу у управљању државним дугом. Од овог датума

[18] Управни суд Централне банке Енглеске (Court of Directors) делује као јединствени одбор, утврђује стратегију и буџет и доноси кључне одлуке о ресурсима и именовањима.

управљање државним дугом и надзор над тржиштем државних обвезница преузима ново тело- Канцеларија за управљање дугом (Debt Management Office - DMO), као извршна агенција Трезора.

Главни механизам за спровођење монетарне политике је каматна стопа Енглеске банке коју утврђује Одбор за монетарну политику. Поред каматне стопе Банка користе и квантитативне олакшице (quantitative easing - QE) како би остварила циљеве монетарне политике. Одбор монетарне политике је од 2009. године донео одлуку о примени инструмената квантитативног ублажавања као стандардног инструмента како би се остварио циљ стабилности цена. Ради се о куповини имовине (Purchasing assets) државних и корпоративних обвезница од стране централне банке што има за циљ да смањи ефективну каматну стопу, односно, принос на ту имовину. Ово утиче на смањење и тржишних каматних стопа. Стога је циљ куповине имовине да подстакне привреду и становништво да узимају кредите по нижој цени чиме се подстиче и потрошња. Овим се, такође, мотивишу инвеститори који су били власници обвезница које је откупила Банка Енглеске да пребаце средства из једног типа улагања у други. Повећање тражње за ширим опсегом финансијсих средстава има тенденцију да повећа цене тих средстава, снизи приносе и подстакне потрошњу.

Када постоји потреба да се инфлациона стопа смањи Банка повећава каматну стопу. Више каматне стопе утичу на поскупљење кредита чиме штедња добија на значају. Ово доводи до мањег трошења и до смањења инфлационе стопе. Уколико је потребно да се експандира потрошња, каматне стопе се смањују, што, са друге стране, може опет подстаћи пораст инфлације. Када је каматна стопа Банке прилично мала и не постоји простор за њено значајније смањивање у будућности, а постоји потреба за том акцијом, примењују се квантитативне олакшице. Овакав сценарио постао је критичан за периоде економских и финансијских криза. Централна банка Енглеске је приступила примени ових мера 2009. године када је каматна стопа већ била на изузетно ниском нивоу, чиме се поспешила потрошња како би се испунио циљ ниске и стабилне инфлације. Квантитативне олакшице подразумевају куповину обвезница како би се подигла њихова цена при чему се смањују дугорочне каматне стопе, повећава потрошња, а уједно врши притисак на повећање цена роба и услуга. Према подацима БОЕ купљено је обвезница у укупном износу од 895 милијарди фунте стерлинга, од тога 875 милијарди ФС за државне обвезнице и 20 милијарди ФС за корпоративне обвезнице. У новембру 2020. године инфлација је била изнад таргетираних 2% и БОЕ је најавила повећање куповине имовине како би се повећала каматна стопа и инфлација довела у границе циља. У фебруару 2022. године БОЕ је смањила залихе обвезница које је купила посредством квантитативних олакшица, што представља процес зван „квантитативно заоштравање“ (quantitative tightening) (Bank of England, 2025a).

Новац који је коришћен за куповину обвезница у оквиру квантитативних олакшица није добијен од јавних прихода, већ од резерви централне банке у облику дигиталног новца. Процес квантитативног заоштравања је супротан процесу квантитативних олакшица. Неке од обвезница, као дуга који издаје влада или предузећа као средство за позајмљивање, ће доспети, а неке ће се продати. Новац који је емитован за куповину обвезница се поништава и укупна количина новца у оптицају се смањује. Циљ квантитативног

заоштравања је постизање стабилности цена и јачање вредности националне валуте. То је програм монетарне политике који се, обично, спроводи након програма квантитативних олакшица када централна банка настоји да „нормализује“ своју монетарну политику након дугог периода изузетно ниских каматних стопа и повећане ликвидности.

Истраживања о функционисању и ефикасности примене квантитативних олакшица (Bank of England, 2021) показала су да је ово био добар потез да се одржи ниска и стабилна инфлација као основни циљ. Утицај ових мера, међутим, значајно је варирао у различитим периодима. Највећи утицај на привреду Велике Британије имао је 2009. године у периоду глобалне финансијске и економске кризе. Значајне резултате ове мере дале су и 2016. године након референдума у Великој Британији о чланству у ЕУ, као и на почетку пандемије Ковид 2020. године.

Са становишта институционалне и фактичке независности, претходно анализиране функције и инструмената Банке Енглеске указују на висок степен самосталности у вођењу монетарне политике. Од усвајања Закона о Банци Енглеске 1998. године, овлашћење за доношење одлука о монетарној политици пренето је на Комитет за монетарну политику, чиме је ограничен директан утицај извршне власти на свакодневно вођење монетарне политике. Иако Влада дефинише основни циљ монетарне политике, односно циљану стопу инфлације, Банка самостално одлучује о избору и примени инструмената неопходних за њено остваривање, што представља једно од кључних обележја инструменталне независности централне банке (Bank of England, 2024; Tucker, 2018).

Истовремено, висок степен транспарентности, редовно објављивање записника са седница Комитета за монетарну политику, извештаја о инфлацији и јавна одговорност према Парламенту доприносе јачању кредибилитета и поверења у монетарну политику. Овакво решење омогућава Банци Енглеске да буде независна у доношењу одлука, али и одговорна јавности за остварене резултате (Bank of England, 2024).

Са аспекта фактичке независности, Банка Енглеске се током глобалне финансијске кризе 2008. године, периода након референдума о изласку Уједињеног Краљевства из Европске уније и током пандемије Ковид-19 показала као институција способна да примењује нестандардне инструменте монетарне политике без непосредног политичког утицаја. Међутим, широка примена програма квантитативних олакшица, куповина државних обвезница и значајно повећање биланса стања Банке покренули су питање да ли је дошло до извесног замагљивања границе између монетарне и фискалне политике. Управо су ове околности показале да стварна независност централне банке не зависи искључиво од законских одредби, већ и од економског окружења, кризних услова и односа између монетарних и фискалних власти (Goodhart, 2010; Tucker, 2018).

На основу анализе може се закључити да Банка Енглеске спада у ред институционално најнезависнијих централних банака развијених земаља. Иако су кризни периоди довели до проширења њене улоге и интензивније сарадње са Владом и Трезором, није дошло до суштинског нарушавања њене способности да самостално доноси одлуке о инструментима монетарне политике. Стога се може оценити да је и формална и фактичка независност Банке Енглеске остала на високом нивоу, уз истовремено повећање њене одговорности за очување ценовне и финансијске стабилности.

3.3.2. Ниво независности Енглеске централне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената

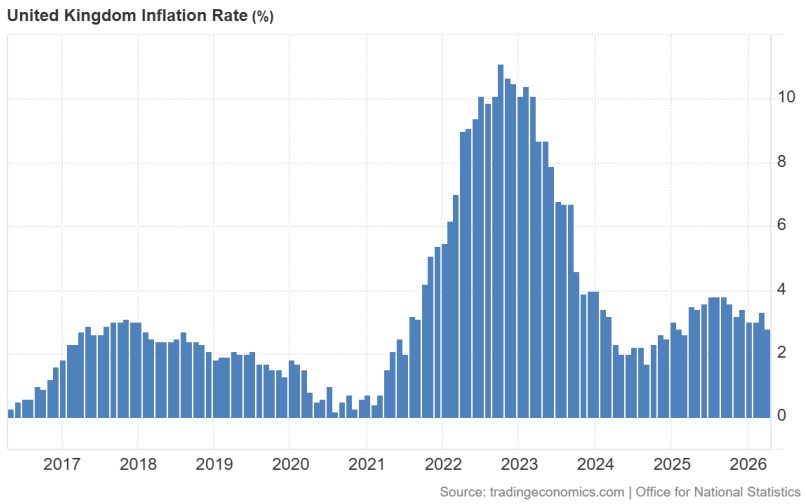
Основни циљ монетарне политике Енглеске банке је одржавање ценовне стабилности у Уједињеном краљевству. У складу са тим за циљ има и да подржи Владу у остваривању циљева економске политике као што су раст и запосленост. Банка је 6. маја 1997. године добила оперативну независност, односно слободу избора инструмената за остваривање циљева монетарне политике, тако да Одбор за монетарну политику одлучује о инструментима које ће примењивати како би се остварио циљ ниске и стабилне инфлације од 2% који је утврдила Влада. Да би одржала монетарну стабилност, Банка настоји да утиче на монетарне услове који укључују ниво цена роба и услуга и доступност кредита. Да би осигурала повољне монетарне услове Банка користи каматну стопу централне банке и квантитативне олакшице, односно куповине имовине као инструменте монетарног регулисања.

Каматна стопа банке примењује се на средства која квалификоване финансијске институције држе на рачунима код Енглеске банке ради сигурности и ликвидности, а која играју кључну улогу у стабилности финансијског система. Комитет за монетарну политику одређује висину камате осам пута годишње. Комитет, такође, примењује програм квалитативних олакшица како би остварио циљ ниске и стабилне стопе инфлације. Банка креира новац који користи за куповину дуга британске владе ("gilts ") и квалификованих корпоративних обвезница од приватних инвеститора на секундарним тржиштима. Та имовина се чува у оквиру Фонда за куповину имовине (Asset Purchase Facility -APF). Енглеска банка купује владине и корпорацијске обвезнице са циљем да се снизе ефективне каматне стопе или принос на ту имовину што подстиче прерасподелу средстава инвеститора у друге врсте ризичније имовине. С обзиром на то да камате на државне обвезнице имају тенденцију да утичу на остале каматне стопе у привреди, мере централне банке утичу на смањење каматних стопа на кредите. Намера Банке куповином ове имовине је да позајмљивање новца буде доступније грађанима и привреди како би се подстакла потрошња (Bank of England, 2025б).

Монетарна политика функционише тако што утиче на цену коштања новца, односно на краткорочне каматне стопе. Банка одређује каматну стопу у односу на трансакције које има са тржиштем да би та стопа даље утицала на цео образац формирања камате које банке нуде или наплаћују својим комитентима. Све ово утиче, како на цене имовине, тако и на тражњу потрошача и привреде и коначно на производњу и запосленост као циљеве економске политике земље. Заправо је циљ задржати агрегатну тражњау колико је то могуће у складу са продуктивним капацитетом привреде. Ако су стопе постављене прениско ово може подстаћи појаву инфлаторних притисака тако да је инфлација упорно изнад постављеног циља. Ако су стопе одређене превисоко, вероватно ће доћи до непотребног губитка у производњи и до пада стопе запослености док ће инфлација бити испод циљане вредности.

Циљ монетарне политике је стабилност цена, настојање да се одржи вредност новца и да се спречи општи пораст нивоа цена роба и услуга. Неизвесност око нивоа инфлационих стопа, о будућем нивоу цена штети функционисању привреде. Стабилан

општи ниво цена омогућава да промене појединачних цена на правилан начин сигнализирају ако и у којој области постоји проблем како би могле да се донесу рационалне одлуке о томе да ли штедити или позајмити средства, колико уложити, а колико потрошити и шта и када производити. На овај начин стабилност цена доприноси одрживом дугорочном економском расту.



Слика 3.3: Кретање стопе инфлације у Уједињеном Краљевству у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Систематизовао аутор на основу података са Trading Economics. (2026). *United Kingdom Inflation Rate*. Преузето са https://tradingeconomics.com/united-kingdom/inflation-cpi

Економија је здрава само ако људи имају поверења у институције, тржишта и инфраструктуру који чине финансијски систем Уједињеног Краљевства. Енглеска централна банка има за циљ и одржавање финансијске стабилности што постиже штитећи и повећавајући отпорност система у целини. То је институција која је надлежна за супервизију рада банака и осигуравајућих друштава, као и других небанкарских финансијских институција како би осигурала да, између осталог, фирме безбедно послују. Комитет за финансијску политику (Financial Policy Committee -FPC) је тело надлежно за регулацију и супервизију Енглеске централне банке у њеном настојању да остварује циљ финансијске стабилности. Комитет идентификује, прати и предузима мере за уклањање или смањење системских ризика по финансијски систем Уједињеног Краљевства. Комитет, наиме, представља подкомитет суда директора Банке Енглеске, основан делом Закона о Банци Енглеске из 1998. године да би допринео циљу финансијске стабилности Банке Енглеске и, у складу са тим, да би подржао економску политику Владе (Bank of England, 2025в).

Глобална финансијска криза из 2008. године указала је на значај финансијске стабилности. Влада је била приморана да спречи банкрот појединих банака које су системски значајне како би заштитила финансијску стабилност Велике Британије. Ово је указало на

недостатке у надзору финансијског система у целини, а креатори политике су препознали да фокусирање на надзор појединачних банака није довољно. Комитет за финансијску стабилност је основан 2011. године. За разлику од Управе за пруденцијалну регулативу (Prudential Regulation Authority - PRA) – која се бави безбедношћу појединачних институција – Комитет ради на томе да финансијски систем Уједињеног Краљевства као целина буде безбедан и чврст. Управа за пруденцијалну регулативу је одговорна за пруденцијално регулисање појединачних финансијских фирми. Њихови захтеви подразумевају поседовање довољно финансијских средстава и одговарајуће контроле ризика. Ова регулатива обезбеђује да Енглеска централна банка има свеобухватан преглед њихових активности, тако да може да се укључи ако је потребно. Енглеска централна банка представља и Резолуционо тело (Bank of England, 2025г) Уједињеног Краљевства и одговорна је за Resolution Liquidity Framework (RLF), важан део финансијске регулативе који омогућава стабилност и отпорност финансијских институција у периодима кризе. Његова имплементација помаже у спречавању ширења кризе и смањењу негативног утицаја на целокупан финансијски систем.

Поред вођења монетарне политике и функције надзора, Банка пружа и подршку ликвидности када постоји потреба за тим. У мирним периодима компаније се, углавном, ослањају на тржишта да се ликвидност на одговарајући начин дистрибуира у систему, али тржишта не функционишу увек беспрекорно, посебно током периода нестабилности или нефункционисања тржишта у кризним периодима. Такође, трошкови самозаштите од ризика ликвидности могу бити врло високи, притом постоји мала вероватноћа успеха заштите, а њихов утицај је велики. Присуство централне банке представља дозу сигурности. Фирме знају да ће, све док испуњавају прагматичне услове и имају праву врсту и количину колатерала, имати приступ предвидљивим и поузданим изворима ликвидности, по предвидљивој цени, како на дневном нивоу, тако и када доживе или предвиде проблеме на тржиштима.

3.3.3. Квантитативно-квалитативни индикатори независности Енглеске централне банке

Енглеска централна банка је централна банка Велике Британије која је у власништву владе Уједињеног Краљевства и има законске одговорности за утврђивање политике – за каматне стопе, финансијску стабилност и регулацију рада банака и осигуравајућих друштава. Политике се спроводе у оквирима које је поставила Влада, али Банка је ослобођена свакодневног политичког утицаја.

„Гувернер и компанија Банке Енглеске“ (The Governor and Company of the Bank of England) или како је већина људи зна, Банка Енглеске, основана је Краљевском повељом 1694. године, да би прикупила новац за финансирање рата са Француском. Преко 1.200 људи купило је акције (у то време познате као „банковне акције“) у укупном износу од 1,2 милиона фунти, што је била вредност државног зајма (Bank of England, 2025д). Први акционари имали су различито порекло и бавили се различитим пословима – трговци и занатлије, столари и пијари, доктори, витезови и племство. Почетни улог је у том тренутку износио 10.000 фунти што је еквивалентно данашњем износу од 1,25 милиона

фунти. Средствима су располагали краљ Вилијам и краљица Мери. Током година повећавао се капитал и број акционара је растао. Део акција су држале институције и фирме, као што су друге банке, али су већина акционара и даље била приватна лица. По много чему је Енглеска банка функционисала као и друге приватне компаније. Добит је коришћена за исплату годишњих дивиденди акционарима.Власници који су поседовали више од 500 фунти акција Банке Енглеске имали су право гласа на годишњим састанцима. Услови за гувернере су били да поседују најмање 4.000 фунти акција, а за директоре је важило да треба у свом поседу да имају 2.000 фунти.

Иако је још увек била у приватном власништву, од средине 19. века па надаље БОЕ је почела у мањој мери да послује као друге приватне банке, а више као централна банка. Преузела је контролу издавања новчаница у Енглеској и Велсу и одговорности за заштиту финансијског система. Енглеска банка је национализована од стране Владе Уједињеног Краљевства 1946. године с обзиром на њен значај за националну економију. И остале централне банке у Европи су од приватног прешле у државно власништво отприлике у исто време. У време национализације Банка је у свом поседу имала 14,6 милиона фунти капитала. „Институционализацијом централних банака започиње развој модерног банкарства у свету. Прва централна банка је основана у Шведској 1656. године (Riksbank of Sweden), док је највећи утицај на каснији развој централних банака имала Bank of England основана 1694. године (Крстић, 2003)“.

Енглеска централна банка је у потпуном власништву владе Уједињеног краљевства. Капиталом банке управља Treasury Solicitor (правни заступник) у име Трезора, односно министарства финансија Уједињеног Краљевства. Иако је у власништву Трезора, Енглеска централна банка представља независну институцију која доноси и спроводи одлуке самостално не подлежући политичком утицају. Одговорности централне банке варирају од земље до земље. Централна банка енглеске има неколико задатака које испуњава како би остварила постављене циљеве: одређивање каматних стопа, издавање новчаница, процесуирање електронских плаћања и праћење могућих ризика у финансијском систему, обезбеђивање сигурног складиштеа за златне резерве које припадају Великој Британији и другим централним банкама. Преко 250 година, све док није национализована 1946. године, Bank of England била је приватна банка у власништву разних акционара. Данас је у власништву Владе Уједињеног Краљевства која именује све високе креаторе политике, али има независност од Владе у смислу начина на који испуњава циљеве и одговорности према Влади и јавности. Парламент је врло прецизно одредио циљеве и одговорности, а Банка за сваки од њих има специфичне инструменте које може користити како би остварила своје циљеве. Наиме, Влада УК је дефинисала циљ за инфлацију на ниво од 2%. Независност монетарне политике коју Банка има од маја 1997. огледа се у могућности да самостално одређује каматне стопе и политику квантитавних олакшица. Такође, Комитети доносе одлуке о осталим одговорностима, као што је обезбеђење несметаног функционисања финансијског система (Bank of England, 2025ђ).

У наставку је у Табели представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Европске централне банке у 2024. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности:

Табела 3.3: CWN индекс законске независности БоЕ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ЕЦБ*
1.Гувернер БоЕ	0,1665		
а) Дужина мандата			
Од 6 – 8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера БоЕ?			
Савет одбора БОЕ		0,75	0,75
в)Разрешење			
Искључиво из разлога који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1665
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
Централна банка Енглеске		1,00	
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
БОЕ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
БОЕ има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
ЦС је примарни или једини циљ БОЕ, у случају конфликта са осталим циљевима владе, БОЕ има коначну реч		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	
в) БОЕ је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) Енглеске централне банке			0,97

Извор: Систематизовао аутор према Закону о Енглеској централној банци из 1998. године (Bank of England Act 1998, доступно на: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/11/contents#top) , Закону о банкама из 2009. године (Banking Act 2009, доступно на: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/contents), Закону о финансијским услугама из 2012. године (The Financial Services Act 2012, доступно на: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted), A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Према Закону о Енглеској централној банци из 1998. године (Bank of England Act, 1998), гувернера Банке Енглеске именује Влада на период од пет година. Законом о банкама из 2009. године (United Kingdom Parliament, 2009) додато је да гувернер и заменици гувернера не могу бити именовани на те функције више од два пута, тако да је максимални мандат који може да служи било која особа десет година. Монарх Гувернера Банке Енглеске именује Монарх на препоруку главног финансијског министра Уједињеног Краљевства. Према Закону о финансијским услугама из 2012. године (United Kingdom Parliament, 2012) мандат Гувернера је 8 година без могућности поновног именовања. Закон о финансијским услугама је закон који је донет у Уједињеном Краљевству 2012. године након глобалне финансијске кризе из 2008. године с циљем реформе финансијског сектора. Гувернери представљају извршни одбор Банке на највишем нивоу и одговорни су, у сарадњи са политичким одборима Банке, за надгледање испуњавања задатака и циљева Банке.

Суд може, уз сагласност министра финансија, да разреши лице са функције гувернера, заменика гувернера или директора Банке ако се увери да је одсутно са седница Суда дуже од три месеца без сагласности Суда, да је банкротирао, да је његова имовина заплењена, да је изгласано неповерење, да је утврђено да је неспособан да обавља своје функције (House of Commons Treasury Committee, 2011). Ово су разлози који немају политичку конотацију, те директно утичу на повећан степен персоналне независности. Чланови Комитета треба да, док су на функцији, избегавају свако јавно удруживање са политичком странком, укључујући чланство, давање донација, држање говора или писање одређене подршке било којој политичкој фигури или партији.

Комитет за монетарну политику је одговоран за формулисање монетарне политике Енглеске централне банке, али су циљеви Банке у овој области утврђени статутом и годишњим мандатом које дефинише министарство финансија (House of Commons Treasury Committee, 2011). Комитет за финансијску политику делује као макропруденцијални орган Велике Британије. Има задатак да осигура да се ризици и рањивости у финансијском систему идентификују, надгледају и ефикасно решавају. Закон о Банци Енглеске из 1998. захтева од владе да Комитету достави писмену надлежност и препоруке најмање једном годишње. Надлежност утврђује економску политику владе и даје смернице Комитету о његовим циљевима и функцијама. Од Комитета се тражи да одговори влади, наводећи сваку радњу коју је предузео или намерава да предузме као одговор на конкретну препоруку и, ако је прикладно, све разлоге зашто не намерава да поступи по препоруци (HM Treasury, 2024). Енглеска централна банка је стицањем независности 1997. године изгубила функцију управљања националним дугом, што је иначе била функција због које је банка иницијално основана. Међутим, банка може да финансира јавни дуг откупом државних хартија од вредности на секундарном тржишту, што потврђује висок степен њене финансијске независности.

3.4. Финансијска независност Швајцарске националне банке

3.4.1. Степен независности Швајцарске националне банке са аспекта дефинисаних функција

Закон о Швајцарској националној банци (Swiss National Bank -СНБ) донет је 1905. године, а банка је почела са радом 1907. године. Овим законом је регулисано оснивање централне банке као акционарског друштва са посебним јавним овлашћењима, и дата јој је искључива надлежност за емитовање новчаница у Швајцарској. Пре тога је право издавања новчаница било у поседу више од 30 кантоналних и приватних банака (SNB, 2007). Кантонске банке су регионалне банке које послују на нивоу швајцарских кантона. Основане су у 19. веку са циљем подршке локалном привредном развоју и обезбеђивања стабилности финансијског система унутар кантона. Већину кантоналних банака делимично или потпуно поседује кантон, што представља јединица регионалне власти. Фокусиране су на кредитирање малих и средњих предузећа, стамбене кредите, и подршку локалним заједницама. Имају важну развојну функцију, слично „развојним банкама“ у другим земљама, али са комерцијалним карактеристикама. Кантоналне банке су имале право да издају своје новчанице тзв. „кантоналне банкноте“. То је стварало конфузију јер је више од 30 банака имало властите емисије, па је оснивање СНБ довело до централизације и јединствене емисије швајцарског франка. У Швајцарској тренутно постоји 24 кантоналне банке. Zürcher Kantonalbank је највећа кантонална банка и четврта по величини банка у Швајцарској. Чине важан део финансијског система, са више од једне трећине укупног банкарског тржишта у земљи (Swiss Bankers Association, 2023).

Швајцарска национална банка има два главна седишта у Берну и Цириху, као и филијалу у Сингапуру која је задужена за азијска финансијска тржишта. Такође располаже мрежом од шест представништава у Швајцарској (Базел, Женева, Лозана, Лугано, Луцерн и Санкт Гален) и 13 агенција које воде кантоналне банке, обезбеђујући тиме снабдевање земље готовим новцем (Swiss National Bank, 2021). Банкарски савет (Bank Council) врши надзор и прати вођење пословања Швајцарске националне банке. Мандат чланова Банкарског савета траје четири године, а укупно трајање мандата не може премашити дванаест година. Чланство у одборима Банкарског савета одређује Банкарски савет на период од једне године (Swiss National Bank,2025a). Савезно министарство финансија (FDF) и Швајцарска национална банка (SNB) закључили су Меморандум о разумевању (MoU) којим се уређује скуп принципа који регулишу чланство у Банкарском савету SNB. Циљ овог меморандума јесте да се обезбеди да стручне способности и квалитети, од суштинског значаја за рад банке, буду трајно заступљени у Банкарском савету (Federal Department of Finance & Swiss National Bank, 2016). Управни одбор (Governing Council) представља највише управљачко и извршно тело Швајцарске националне банке. Његова три члана именује Савезни савет, на предлог Банкарског савета, на мандат од шест година. Управни одбор је надлежан, пре свега, за вођење монетарне политике, стратегију управљања имовином, допринос стабилности финансијског система и учешће у међународној монетарној сарадњи (Swiss National Bank,2025b). Проширени управни одбор (Enlarged Governing Council) чине три члана Управног одбора и њихови заменици. Он доноси стратешке смернице за пословање Швајцарске националне банке. Одбор заменика одговоран је за планирање и спровођење стратешких смерница пословања банке и

обезбеђује координацију у свим оперативним питањима од међуодељенског значаја (Swiss National Bank,2025c).

Спровођење монетарне политике представља примарну функцију Швајцарске националне банке. У складу са чланом 99. Федералног устава Швајцарске конфедерације, СНБ је дужна да води монетарну политику у интересу целокупне земље, при чему је њен основни циљ очување стабилности цена (Swiss Confederation, 1999). Овај циљ је уједно и најважнији допринос који централна банка може да пружи дугорочном економском развоју и финансијској стабилности (Jordan, 2019). У практичном смислу, СНБ дефинише инфлациони циљ у облику „одржавања годишње стопе инфлације испод 2%, али у позитивном домету“ (Swiss National Bank, 2021a). Инфлација се мери хармонизованим индексом потрошачких цена, а овај праг се сматра компатибилним са ценовном стабилношћу. Да би остварила овај циљ, банка користи комбинацију инструмената монетарне политике, пре свега: постављање референтних каматних стопа, управљање ликвидношћу банкарског система, спровођење операција на отвореном тржишту и, када је потребно, девизне интервенције (Swiss National Bank, 2021b). Политика ниске и стабилне инфлације коју спроводи СНБ има за циљ да обезбеди предуслове за стабилан привредни раст, очување поверења у швајцарски франак и спречавање финансијских дисбаланса (Swiss National Bank, 2021a). СНБ самостално дефинише стратегију и инструментаријум за остваривање циља монетарне стабилности, уз редовне тромесечне процене инфлације и комуникацију са јавношћу кроз саопштења, билтене и конференције. Независност у избору инструмената омогућава благовремену и пропорционалну реакцију на инфлаторне, односно дефлаторне притиске, при чему кредибилитет политике почива на правном оквиру и доследној пракси (Fischer & Jordan, 2020).

Функција „последњег уточишта“ представља једну од најважнијих улога централне банке у условима финансијских криза. У ванредним околностима, Швајцарска национална банка обезбеђује ликвидност финансијском систему кроз ванредне ликвидносне кредитне линије (Emergency Liquidity Assistance – ELA) (Swiss National Bank, 2023). Ови кредити се додељују уз адекватно обезбеђење и под строго дефинисаним условима, чиме се обезбеђује да подршка остане привремена и усмерена на институције од системског значаја. СНБ блиско сарађује са Швајцарским органом за надзор финансијског тржишта (FINMA) и Савезним ресором финансија (Federal Department of Finance – FDF) како би се осигурало да интервенције буду координисане и усаглашене са регулаторним и фискалним оквиром (Swiss National Bank, 2023). Овај тростарни приступ има за циљ да смањи системски ризик и спречи ширење кризе на целокупни финансијски систем. Према извештају Bank for International Settlements (BIS, 2009)**,** улога централне банке као последњег уточишта подразумева балансирање између пружања хитне подршке и очувања финансијске дисциплине. Да би била ефикасна, ова функција захтева оперативну независност централне банке, која јој омогућава да делује брзо и одлучно у кризним тренуцима.

Швајцарска национална банка ужива висок степен оперативне независности, што је предуслов за ефикасно деловање у улози „последњег уточишта“. Ова независност је правно утемељена у Федералном уставу (чл. 99) и прецизирана у Закону о Швајцарској националној банци из 2003. године**,** који јасно одваја надлежности централне банке од

извршне власти (Swiss Confederation, 1999; Swiss Confederation, 2003). Када је реч о ванредним ликвидносним кредитним линијама (ELA), СНБ има дискреционо право да одлучи о додели подршке, под условом да су кредити обезбеђени адекватним колатералом. Иако постоји блиска координација са FINMA и Федералним ресором финансија (FDF), ниједна политичка институција нема овлашћење да наложи или спречи одлуку СНБ у овом домену (Swiss National Bank, 2023). У пракси, овај оквир омогућава брзо и одлучно реаговање у кризним ситуацијама, али истовремено обезбеђује транспарентност и контролу кроз постојећи надзорни механизам (Банкарски савет). Према препорукама BIS (2009), управо је ова комбинација институционалне независности и регулаторне координације један од најјачих модела за смањење системских ризика у развијеним економијама.

Иако Швајцарска национална банка није примарни супервизор појединачних финансијских институција – та улога је у надлежности Швајцарског органа за надзор финансијског тржишта (FINMA) – она има кључну одговорност у очувању финансијске стабилности на системском нивоу (BIS, 2009). СНБ редовно прати стање у финансијском сектору и идентификује системске ризике**,** посебно оне који могу угрозити функционисање целокупног банкарског система. Резултати ових анализа представљени су у Годишњем извештају о финансијској стабилности (Financial Stability Report) који садржи оцене ризика, процене отпорности банака и препоруке за јачање стабилности (Swiss National Bank, 2023a). Један од најважнијих инструмената који је у надлежности СНБ јесте контрациклични капитални бафер (Countercyclical Capital Buffer – CCyB). СНБ даје предлог Савезном савету о активирању или деактивирању овог инструмента, који служи да се у периодима прекомерног кредитног раста од банака захтева већи капитал ради апсорпције потенцијалних губитака. На тај начин, овај механизам делује превентивно и ублажава ризике који би у супротном могли довести до системске кризе (Swiss National Bank, 2023b). У извештају BIS-а (2009) наглашено је да је улога централних банака у макропруденцијалном оквиру суштинска, јер се њихова независност и експертиза користе као кључни ресурси за идентификацију и ублажавање ризика који превазилазе домен појединачног надзора. Швајцарски модел у том смислу представља пример институционалног аранжмана у коме је оперативна независност СНБ допуњена блиском сарадњом са FINMA и Савезним саветом.

СНБ има искључиво право емисије новчаница у Швајцарској, што је једна од њених најстаријих и најважнијих функција (Swiss National Bank, 2023c). Новчанице које издаје СНБ законско су средство плаћања и морају се прихватити по номиналној вредности у целој земљи. Овај монопол над емисијом новца обезбеђује јединственост, стабилност и сигурност платног система. Савремене серије новчаница карактеришу висок степен безбедносних елемената и дизајн који одражава културни идентитет Швајцарске, што доприноси поверењу јавности у националну валуту (Swiss National Bank, 2021). Поред емисије новца, СНБ управља девизним резервама које се састоје од страних валута, злата и других финансијских инструмената. Основни циљ управљања резервама јесте да се очува поверење у швајцарски франак и обезбеди способност интервенције у случају поремећаја на девизном тржишту (Swiss National Bank, 2023d). Резерве се користе и за подршку спровођењу монетарне политике и за обезбеђивање ликвидности у страној валути. Управљање резервама заснива се на принципима сигурности, ликвидности и

приноса. У пракси, то значи да је приоритет очување вредности имовине и доступност у случају интервенције, док је остваривање приноса секундарног значаја. Структура портфеља редовно се прилагођава условима на међународним финансијским тржиштима, при чему се води рачуна о диверсификацији између различитих валута и класа актива. Ова функција има кључан значај за стабилност финансијског система. Према извештају BIS-а (2009), управо је кредибилитет централне банке у емисији стабилне валуте и адекватној политици управљања резервама основа поверења у њену способност да делује у кризним условима. У том контексту, СНБ представља пример институције која успешно комбинује традиционалну улогу емисионог центра са модерним приступом управљању великим и диверсификованим резервама.

Независност Швајцарске националне банке (СНБ) праћена је снажним механизмима јавне одговорности и транспарентности, који осигуравају демократску контролу над радом институције. Овај баланс између независности и одговорности уједно представља један од најважнијих услова за очување поверења јавности у рад централне банке (BIS, 2009). Према Закону о Швајцарској националној банци из 2003. године, СНБ је у обавези да редовно извештава Савезну скупштину и јавност о својим активностима и економским проценама (National Bank Act, 2003). Ови извештаји обухватају: квартално билтене (Quarterly Bulletin) са монетарним проценама, годишњи извештај о пословању и финансијским резултатима, извештај о финансијској стабилности у којем се анализирају системски ризици и редовна саопштења за јавност након седница Управног одбора. СНБ је такође у обавези да објављује информације о својим интервенцијама на девизном тржишту и о кретању девизних резерви, чиме се повећава транспарентност монетарне политике (Swiss National Bank, 2023e). Истовремено, Савезна скупштина нема овлашћење да мења оперативне одлуке монетарне политике, јер би такво мешање нарушило институционалну независност. Улога парламента ограничена је на надзор и разматрање извештаја, чиме се задржава суштина независности СНБ уз истовремено обезбеђивање демократске контроле (National Bank Act, 2003).

Овај оквир јасно показује да је независност СНБ институционално гарантована, али не и апсолутна у смислу да подразумева и испуњавање услова транспарентности и одговорности према јавности и политичким институцијама. Како истиче BIS (2009), управо ова комбинација представља један од кључних фактора који доприноси кредибилитету и ефикасности централних банака у савременим економијама. Нормативна независност, уставна и законска и организациона инфраструктура (Bank Council и Governing Board) чине конзистентан оквир у коме су циљеви монетарне политике јасно дефинисани, док је избор и употреба инструмената остављена у надлежности независног Управног одбора. То позиционира СНБ као један од референтних примера високе институционалне и функционалне независности у компаративној литератури о централним банкама (Cukierman, 1992; BIS, 2009).

3.4.2. Однос између институционалне и фактичке независности Швајцарске националне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Швајцарска национална банка има мандат да води монетарну политику на начин који обезбеђује очување вредности новца и омогућава стабилан развој швајцарске привреде. У складу са законским оквиром, СНБ је развила јасну монетарну стратегију, дефинисала

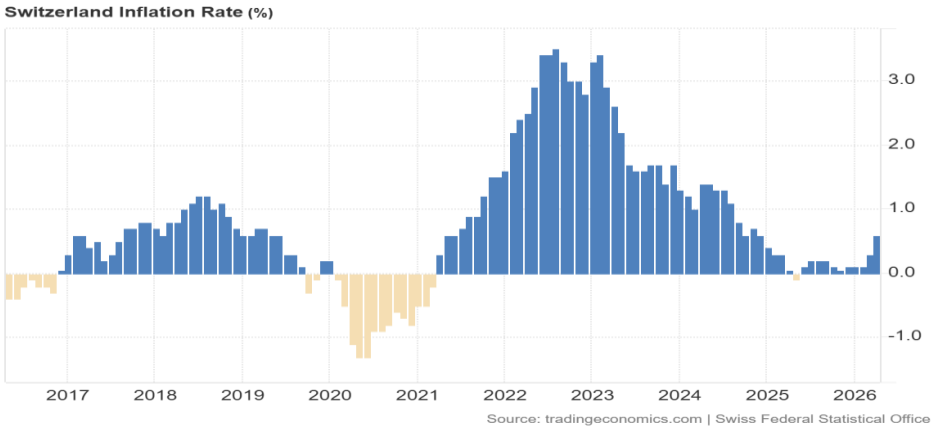
инструменте и успоставила процес доношења одлука којима се обезбеђује очување стабилности и поверења у финансијски систем. На тај начин, монетарна политика Швајцарске националне банке не само да штити вредност националне валуте, већ и доприноси одрживом економском развоју земље (Swiss National Bank, 2025).

Швајцарска национална банка има задатак да обезбеди ценовну стабилност, уз истовремено узимање у обзир економских кретања. Монетарна стратегија СНБ-а заснована је на три кључна елемента: дефиницији ценовне стабилности, средњорочној прогнози инфлације и одређивању референтне каматне стопе (SNB policy rate). На овај начин се обезбеђује транспарентан и предвидив оквир за вођење монетарне политике, што доприноси јачању кредибилитета централне банке (Swiss National Bank, 2025). Спровођење монетарне политике остварује се кроз кретање краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту, које СНБ усмерава ка нивоу своје референтне стопе. Поред редовних инструмената, примењују се и други инструменти утврђени у Смерницама Швајцарске националне банке о монетарним инструментима (Guidelines of the Swiss National Bank on monetary policy instruments) (Swiss National Bank, 2004). Овај оквир омогућава флексибилност деловања у условима промењивих тржишних и макроекономских околности, што је нарочито важно у кризним периодима када је потребно очувати ликвидност и финансијску стабилност (BIS, 2009). У литератури се истиче да висока институционална независност, у комбинацији са транспарентном стратегијом, представља предуслов за остваривање ниске и стабилне инфлације у развијеним економијама (Cukierman, 2007; Alesina & Summers, 1993). У том контексту, стратегија и инструменти које примењује SNB могу се посматрати као пример ефикасног повезивања ценовне стабилности и шире макроекономске равнотеже.

Федерални устав поверава Швајцарској националној банци, као независној централној банци, спровођење монетарне политике у интересу земље у целини. Основни задатак СНБ-а јесте обезбеђивање ценовне стабилности, уз истовремено уважавање економских кретања. Поред мандата, Устав и законски оквир дефинишу и стратегију монетарне политике, инструменте којима се она спроводи, као и механизме транспарентне комуникације са јавношћу. Овако дефинисан институционални положај СНБ-а представља пример високог нивоа институционалне независности, што у литератури важи као предуслов за одржавање ниске и стабилне инфлације (Alesina & Summers, 1993; Cukierman, 2007). Пракса швајцарске централне банке показује да се независност комбинује са снажним механизмима одговорности и јавног извештавања, што доприноси поверењу у монетарну политику и стабилност финансијског система (BIS, 2009; Swiss National Bank, 2025).

Ценовна стабилност представља важан предуслов за привредни раст и просперитет. Насупрот томе, инфлација и дефлација нарушавају економску активност, отежавају доношење одлука потрошача и произвођача, доводе до погрешне алокације рада и капитала и узрокују прерасподелу дохотка и богатства. Настојећи да очува стабилност цена, Швајцарска национална банка ствара окружење у којем економија може у потпуности да искористи свој производни потенцијал. Ценовна стабилност представља важан предуслов за раст и просперитет. Насупрот томе, инфлација и дефлација нарушавају економску активност, отежавају доношење одлука потрошача и произвођача,

доводе до погрешне алокације рада и капитала и резултирају неадекватном прерасподелом дохотка и богатства. Тежећи очувању стабилности цена, Швајцарска национална банка ствара окружење у којем економија може у потпуности да искористи свој производни потенцијал.



Слика 3.4: Кретање стопе инфлације у Швајцарској у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). *Switzerland Inflation Rate*. доступно на: https://tradingeconomics.com/switzerland/inflation-cpi

Циљ монетарне политике СНБ-а јесте да обезбеди ценовну стабилност у средњем и дугом року, док се краткорочне флуктуације цена не могу сузбијати инструментима монетарне политике (Swiss National Bank, 2025a). Каматна стопа на депозите по виђењу представља инструмент монетарне политике којим централна банка утиче на кретање краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту. Ради се о камати коју централна банка плаћа на средства која комерцијалне банке држе на својим рачунима по виђењу код централне банке. У случају Швајцарске националне банке, каматна стопа на депозите по виђењу (sight deposits) представља основни механизам за усмеравање краткорочних новчаних токова и обезбеђивање да каматне стопе на тржишту остану у складу са циљаном референтном стопом (SNB policy rate). На овај начин SNB обезбеђује делотворност своје монетарне политике и очување ценовне стабилности у средњем року (Swiss National Bank, 2025b).

Швајцарска национална банка обрачунава камату, односно врши „ремунерацију“, на депозите по виђењу у швајцарским францима које код ње држе банке и други учесници финансијског тржишта. „Ремунерација“ у контексту монетарне политике означава исплату камате на депозите које банке и други финансијски учесници држе код централне банке. Њена сврха је да омогући централној банци директно усмеравање краткорочних каматних стопа на новчаном тржишту и тиме обезбеди делотворност преносног механизма монетарне политике (Swiss National Bank, 2025b). У пракси, ремунерација депозита по виђењу служи као основни инструмент за одржавање ликвидности и јачање

кредибилитета монетарне политике, што је посебно наглашено у случају централних банака напредних економија (European Central Bank, 2019). Применом овог механизма, СНБ утиче на ниво каматних стопа на новчаном тржишту што краткорочне каматне стопе у швајцарским франциma настоји да задржи близу референтне стопе СНБ-а. У том циљу примењује се систем степенасте (tiered) ремунерације, који подстиче прерасподелу ликвидности између носилаца депозита по виђењу и тиме подстиче активно функционисање новчаног тржишта. Референтна каматна стопа СНБ-а примењује се на депозите по виђењу до одређеног прага, који за банке обвезнике минималних резерви износи обавезна резерва умножена више пута (тренутно 18 пута), док је за остале учеснике финансијског тржишта фиксно утврђен на 10 милиона CHF (Swiss National Bank, 2025) Уколико је та стопа једнака 0%, депозити који прелазе праг подлежу негативној ремунерацији. Средства која се држе ради испуњавања обавезне минималне резерве не подлежу ремунерацији. Оваквим приступом СНБ не само да усмерава краткорочне каматне стопе, већ и обезбеђује ликвидности и свеукупну стабилност монетарне политике, што се рефлектује на финансијска тржишта. Слични механизми примењују се и у оквиру других напредних економија, као што је Европска централна банка, која је током периода ниских и негативних каматних стопа користила инструмент ремунерације депозита у функцији очувања преносног механизма монетарне политике (European Central Bank, 2019).

Операције на отвореном тржишту представљају централни инструмент монетарне политике којим Швајцарска национална банка управља ликвидношћу и усмерава краткорочне каматне стопе ка нивоу своје референтне стопе (*SNB policy rate*). Ови инструменти обухватају репо трансакције, емисију и трговину *SNB Bills* (инструмент којим швајцарска централна банка фино подешава количину новца у оптицају и краткорочне каматне стопе, чиме одржава стабилност швајцарског франка и остварује циљеве монетарне политике), девизне трансакције, као и трговину хартијама од вредности у швајцарским франциma. Кроз комбинацију репо трансакција, емисије и трговине краткорочним обвезницама SNB Bills, девизних трансакција и купопродаје хартија од вредности у швајцарским франциma, централна банка одржава стабилност новчаног тржишта и обезбеђује ефикасну трансмисију монетарне политике (Swiss National Bank, 2025b).

Репо трансакције чине примарни инструмент управљања ликвидношћу. У случају репо трансакција којима се обезбеђује ликвидност, Швајцарска народна банка купује хартије од вредности од банке или друге финансијске институције овлашћене за учешће на репо тржишту и на њен рачун код СНБ одобрава одговарајући износ у швајцарским франциma. Истовремено се уговара да ће СНБ у каснијем року поново продати хартије од вредности исте врсте и количине. Код репо трансакција усмерених на повлачење ликвидности поступак се спроводи у супротном смеру. За време трајања репо уговора прималац новчаних средстава уобичајено плаћа камату (репо стопу) даваоцу средстава. Репо трансакције могу се реализовати путем аукције или билатерално са различитим уговорним странама. Репо трансакције, као најуобичајенији инструмент, могу бити ликвидносно-обезбеђујуће или ликвидносно-апсорбујуће, зависно од потребе за убризгавањем или повлачењем ликвидности (Jordan, 2019).

Емисија сопствених дужничких сертификата (*SNB Bills*) омогућава централној банци да апсорбује ликвидност са тржишта. SNB Bills су инструменти отвореног тржишта који

помажу СНБ-у да прецизно регулише новчану масу и стабилизује швајцарски франак и краткорочне каматне стопе. Сопствени дужнички сертификати су краткорочне обвезнице (дужнички вредносни папири) које емитује Швајцарска народна банка, а не савезна влада – дакле не ради се о државним обвезницама. Имају врло кратак рок доспећа -од неколико недеља до неколико месеци, па спадају у инструменте новчаног тржишта. Деноминоване у швајцарским франциma. Служе као алат за апсорпцију вишка ликвидности из банкарског система. Када СНБ жели да смањи количину новца у оптицају и тако задржи краткорочне каматне стопе близу циљне стопе, емитује ове хартије и повлачи новац из финансијског система. Касније, ако жели да врати ликвидност, може да их откупи назад или пусти да доспеју. Уколико је потребно повећати понуду ликвидности, СНБ може вршити откуп *SNB Bills* преко секундарног тржишта (Swiss National Bank, 2025b).

У циљу очувања ценовне стабилности и испуњавања свог монетарног мандата, Швајцарска народна банка активно спроводи куповину и продају стране валуте за швајцарске франке на домаћем и међународном финансијском тржишту (Swiss National Bank, 2025b). Најчешће се користе спот и своп трансакције. Спот трансакције подразумевају тренутну куповину или продају стране валуте по текућем девизном курсу, док девизни своп комбинује две повезане трансакције – истовремену куповину (или продају) стране валуте по спот курсу и њену супротну продају (или куповину) по унапред утврђеном курсу на будући датум (BIS, 2009). Свопови омогућавају СНБ-у да управља ликвидношћу у швајцарским франциma без трајног утицаја на девизни курс, јер се иницијални ток новца неутралише супротном трансакцијом по доспећу (Jordan, 2019). Овим инструментом централна банка може да ублажи привремене тензије на новчаном тржишту, обезбеди стабилност краткорочних каматних стопа и смањи притиске на франак у условима повећане глобалне несигурности (Rossi, 2014). Значај ових операција нарочито је дошао до изражаја током финансијске кризе 2008–2009. године, када је СНБ, у сарадњи са другим водећим централним банкама, користила девизне свопове како би омогућила приступ страној валути домаћим финансијским институцијама и спречила поремећаје у ликвидности (BIS, 2009). Интервенције овог типа могу се закључивати са широким спектром домаћих и страних контрапартија – укључујући комерцијалне банке, међународне финансијске институције и друге централне банке – што омогућава флексибилно и брзо прилагођавање условима на тржишту (SNB, 2025b). Ова пракса потврђује да девизни своп представља један од кључних оперативних механизама кроз који СНБ обезбеђује спровођење монетарне политике и одржава стабилност финансијског система Швајцарске.

Емисија SNB Bills омогућава фино подешавање количине новца у оптицају, док девизне интервенције служе као допунски инструмент када је потребно ограничити прекомерне флуктуације курса швајцарског франка, нарочито у условима повећане глобалне несигурности (BIS, 2009; Rossi, 2014). Стратешка примена ових инструмената показала се кључном током периода негативних каматних стопа и током криза финансијских тржишта, јер омогућава брзу реакцију на изненадне поремећаје у тражњи за ликвидношћу и очување ценовне стабилности, што је примарни циљ СНБ-а. СНБ има овлашћење да купује и продаје хартије од вредности у швајцарским франциma. Иако овај

инструмент није коришћен већ више година, он ипак остаје део расположивог арсенала у случају потребе за специфичним интервенцијама (SNB, 2025b).

Најзначајније нестандардне мере које је Швајцарска народна банка предузела у протеклим годинама обухватају интервенције на девизном тржишту, привремено утврђивање минималног девизног курса у односу на евро (септембар 2011 – јануар 2015) и увођење негативне каматне стопе на депозите по виђењу које код СНБ држе банке и други учесници финансијског тржишта. Стабилан финансијски систем је од суштинског значаја како за Швајцарску, тако и за њене међународне партнере, јер представља темељ ефикасног функционисања привреде и спровођења делотворне монетарне политике. Швајцарска народна банка даје значајан допринос очувању стабилности финансијског система што додатно јача укупну економску отпорност земље. Финансијска стабилност представља кључни предуслов за функционисање националне привреде и за ефикасно спровођење монетарне политике. Стабилан финансијски систем може се дефинисати као систем чије појединачне компоненте – финансијски посредници и инфраструктура финансијског тржишта – успешно обављају своје функције и показују отпорност на потенцијалне шокове. У области финансијске стабилности Швајцарска народна банка сарађује са Швајцарским органом за надзор финансијског тржишта (FINMA). Меморандум о разумевању (MoU) садржи јасну поделу појединачних надлежности између ове две институције, као и правила која уређују њихову међусобну сарадњу (Swiss National Bank, 2025e).

Очување финансијске стабилности представља неодвојиви део ширег циља очувања ценовне стабилности, који је примарни мандат Швајцарске народне банке. Независност СНБ, загарантована Савезним уставом и прецизирана Законом о народној банци, омогућава јој да спроводи монетарну политику и превентивне мере заштите финансијског система без политичких притисака што повећава кредибилитет њених одлука. Комбиновањем инструмената усмерених на стабилност цена са активним надзором и сарадњом у области финансијске стабилности, Банка обезбеђује дугорочну макроекономску отпорност земље и јача поверење домаћих и међународних учесника на финансијском тржишту.

3.4.3. Анализа индикатора независности Швајцарске националне банке

Швајцарска народна банка започела је са радом 20. јуна 1907. године, отварањем својих првих филијала у Базелу, Берну, Женеви, Сент Галену и Цириху. Истовремено су пуштене у оптицај привремене новчанице, обележене црвеном розетом са швајцарским крстом на лицној страни, као привремено средство плаћања у периоду конституисања новог емисионог система. Даљи развој уследио је 20. септембра 1907. године, када су отворени филијала у Нешателу и агенција у Ла Шо-де-Фону. Годину дана касније, 20. јула 1908, уследило је отварање филијале у Луцерну, а 26. октобра исте године и у Лозани, чиме је значајно проширено географско присуство Банке у кључним економским центрима Швајцарске. Период између 1910. и 1919. године представљао је кључну етапу у институционалном јачању Швајцарске народне банке и развоју њене емисионе функције. Дана 20. марта 1910. године отворена је агенција Банке у Винтертуру, чиме је настављено ширење територијалне мреже. Већ 20. јуна 1910. СНБ постаје једини носилац

права емисије новчаница на територији Швајцарске, чиме је окончан процес централизације монетарног система.

Током треће деценије XX века Швајцарска народна банка наставила је да развија институционалну улогу у међународним финансијама и да прилагођава монетарну политику драматичним глобалним променама. Савезно веће усвајило је 1930. године Федерални декрет о учешћу СНБ у Банци за међународна поравнања, чиме Швајцарска постаје оснивач ове кључне међународне финансијске институције. Период Другог светског рата и послератне обнове обележио је интензиван надзор монетарних токова и блиска сарадња Швајцарске народне банке са Савезним већем и домаћим банкама у циљу очувања финансијске стабилности. Швајцарска јавност је 1944. године сведочила оснивању ММФ-а и Светске банке, док је сама Швајцарска изабрала да због политике неутралности не приступи одмах Бретонвудским институцијама. Савезни савет Швајцарске поднео је званичну пријаву за чланство тек у јуну 1990., а формално је постала чланица 30. маја 1992. када су потписани споразуми са ММФ-ом и Светском банком (Walter, A. 1993). По завршетку рата следи нормализација. Кључан дипломатски догађај представља Вашингтонски споразум склопљен 25. маја 1946.године којим је регулисана ликвидација немачке имовине у Швајцарској, укинуте „црне листе“, одмрзнута швајцарска средства у САД и предвиђена исплата 250 милиона франака у злату савезницима (Swiss Federal Department of Foreign Affairs [FDFA], 2016).

Почетак педесетих година XX века обележен је постепеном либерализацијом финансијских токова и јачањем европске монетарне сарадње, уз активну улогу Швајцарске народне банке (SNB) у регулисању прилива страног капитала и управљању девизним режимом. У септембру исте године склопљен је споразум о оснивању Европске платне уније (EPU), а Швајцарска је 1. новембра 1950. званично приступила овој организацији. Завршница процеса економске интеграције уследила је 27. децембра 1958.године када је Швајцарска, заједно са водећим чланицама Организације за европску економску сарадњу (OEEC), прешла на режим валутне конвертибилности. Европска монетарна унија заменила је дотадашњу Европску платну унију. Тиме је окончана етапа постепеног укидања ратних контрола и остварен пун повратак швајцарског франка у међународни финансијски ток (Swiss National Bank, 2007).

Током шездесетих година XX века Швајцарска народна банка деловала је у условима убрзане европске економске интеграције и све већих изазова у међународном монетарном систему. Почетком седамдесетих година XX века швајцарски монетарни режим пролази кроз дубоке промене условљене ерозијом златног стандарда и нестабилношћу глобалног девизног система. Слом Бретонвудског система почетком 1973. године подстакао је транзицију ка флексибилним курсевима. Другом ревизијом Статута ММФ-а (1. април) легализује се режим флексибилних курсева.

Током осамдесетих година XX века Швајцарска народна банка наставила је да унапређује инструменте монетарне политике и да јача своју улогу у домаћем и међународном финансијском систему, уз постепено укидање контролних мера уведених у претходним деценијама. СНБ уводи 1982. године Редовне операције на отвореном тржишту када СНБ почиње систематску куповину обвезница ради управљања својим портфељем и ликвидношћу, то показује да Банка сама бира и развија нове инструменте

монетарне политике без директиве владе што указује на јачање инструменталне и оперативне аутономије и показује висок степен институционалне независности.

На националном плебисциту од 18. априла 1999. године грађани и кантони Швајцарске одобрили су свеобухватну ревизију Савезног устава, којом је између осталог усвојен и обновљен члан 99 Акта о националној банци. Нови Устав ступио је на снагу 1. јануара 2000. године. Члан 99 („Monetary policy“) јасно утврђује да су „новац и валута савезно питање“ и да Конфедерација има „искључиво право емисије новца и банкнота“. Посебно је значајно што се у другом ставу први пут уставним текстом изричито наглашава независност централне банке: „Као независна централна банка, Швајцарска национална банка води монетарну политику у циљу остваривања општег интереса земље; она се спроводи у сарадњи и под надзором Конфедерације“ (Swiss Federal Constitution, 1999/2000, Art. 99). Овим решењем Швајцарска је уставно утврдила висок степен институционалне аутономије Националне банке, чиме је додатно учвршћен њен мандат за вођење монетарне политике усмерене ка ценовној стабилности без политичких притисака (Cukierman, 2008; BIS, 2009).

На темељу новог уставног оквира уследила је свеобухватна ревизија Закона о Швајцарској националној банци. Оба дома Савезне скупштине (Национални савет и Савет кантона) усвојила су 3. октобра 2003. године нови National Bank Act (NBA), који је Савезно веће 24. марта 2004. прогласило, са ступањем на снагу 1. маја 2004. године (Swiss National Bank, 2004a). Ревидирани закон проширио је и прецизирао механизме независности, уређујући: примарни циљ ценовне стабилности, уз уважавање економског развоја; управно веће добија јасно дефинисано право да самостално доноси монетарне одлуке; обавезу Националне банке да редовно извештава Савезно веће и парламент, али без могућности политичког уплитања у оперативне одлуке (Swiss National Bank, 2004b). Овим законским решењем уставна независност из члана 99 добија конкретне институционалне инструменте, усклађене са међународним стандардима централнобанкарске аутономије (Dincer & Eichengreen, 2014).

Суочена са турбуленцијама глобалне финансијске кризе 2008–2009, Швајцарска народна банка применила је читав низ ванредних мера како би очувала стабилност финансијског система и ублажила рецесиони притисак. Почев од 10. јануара 2008. године СНБ је увела репо аукције у америчким доларима у износу до 4 милијарде USD, чиме је обезбеђена хитна ликвидност домаћем банкарском сектору у страној валути (Swiss National Bank, 2009). У периоду од марта до септембра 2008. године у сарадњи са Федералним резервама и другим централним банкама, редовно је повећавала обим и рокове доларских репо аукција, а 15. октобра исте године увела је редовно издавање сопствених дужничких хартија (SNB Bills) као инструмент за апсорпцију вишка ликвидности на домаћем тржишту (BIS, 2009a). Паралелно са тим, СНБ је спроводила агресивно снижавање циљаног распона тромесечног CHF Libor-a: 6. новембра 2008. на 1,5–2,5%, 20. новембра на 0,5–1,5%, и 11. децембра на 0,0–1,0% (SNB, 2009). У децембру 2008. основан је и Stabilisation Fund (SNB StabFund), посебно друштво за управљање неликвидном активом швајцарске банке UBS, у износу до 60 милијарди USD, како би се спречио системски ризик (IMF, 2009). Током 2009. године настављене су доларске и EUR/CHF своп операције, а СНБ је у фебруару почела да емитује сопствене дужничке

хартије и у USD. На кварталном састанку 12. марта 2009. додатно је релаксирала монетарне услове, спустивши циљани распон Libor-а на 0,0–0,75%, уз најаву куповине швајцарских франачких обвезница приватног сектора и директних интервенција на девизном тржишту ради спречавања прекомерне апрецијације франка (SNB, 2010). До краја 2009. овај експанзивни режим остао је на снази, уз обилно снабдевање ликвидношћу и наставак координисаних мера са другим великим централним банкама. Овим комбинацијама квантитативног ублажавања, валутних свопова и кризних кредитних линија, SNB је успешно спречила дубљу финансијску дестабилизацију и ублажила последице глобалне кризе на домаћу економију.

У првој деценији након глобалне финансијске кризе, Швајцарска народна банка је спроводила снажно експанзивну и високо аутономну монетарну политику. Наставак веома ниских, а потом и негативних каматних стопа, активне интервенције на девизном тржишту и увођење нових инструмента показали су да је СНБ, у складу са уставним чланом 99 и Законом о народној банци, имала пуну институционалну независност у очувању ценовне стабилности. Монетарна политика и улога Швајцарске националне банке се у периоду од 2020. године до 2025. године усаглашавала са условима пандемијских, геополитичких и финансијских шокова. Овај период карактерише комбинација снажно експанзивне политике, постепеног заокрета ка рестриктивнијем ставу услед раста инфлације 2022–23, а потом поновно ублажавање у условима пада инфлационог притиска 2024–25. Швајцарска народна банка је током периода 2020–2025 применила читав низ мера како би ублажила ефекте пандемије COVID-19, сузбила инфлациона кретања и очувала стабилност финансијског система. У условима глобалног застоја привреде СНБ је задржала негативну каматну стопу од –0,75% (и policy rate и камату на депозитна средства) све до јуна 2022. године, чиме је настојала да обесхрабри прекомерно јачање швајцарског франка, који је оцењиван као „прецењен“ (SNB, 2021). Истовремено је у више наврата истицала спремност на појачане интервенције на девизном тржишту ради ублажавања притисака на курс (SNB, 2021). У марту 2020. уведена је посебна COVID-19 refinancing facility (CRF), повезана са федералним гаранцијама за корпоративне кредите. Овај инструмент омогућио је банкама да брзо прибаве ликвидност уз каматну стопу једнаку policy rate-у, чиме је обезбеђен континуитет кредитирања привреде (SNB, 2020). Истовремено је Савезном савету предложена деактивација контрацикличног капиталног бафера ради подстицања кредитне активности (SNB, 2020). Са растом инфлације СНБ је започела циклус повећања каматне стопе: 16. јуна 2022. стопа је подигнута на –0,25%, 22. септембра на 0,5%, 15. децембра на 1,0%, 23. марта 2023. на 1,5% и 22. јуна 2023. на 1,75% (SNB, 2022; SNB, 2023a). Према речима председника Управног одбора Т. Јордана, циљ је био спречавање „уграђивања“ инфлације у домаће цене добара и услуга (Jordan, 2023). Поред даљих интервенција на девизном тржишту, уведена је и вишестепена (tiered) камата на вишкове депозита, како би се краткорочне тржишне стопе задржале у близини policy rate-а (SNB, 2023a). У марту 2023. SNB је обезбедила изузетно значајну ликвидносну подршку ради омогућавања преузимања Credit Suisse од стране UBS, у сарадњи са Савезним саветом и финансијским регулатором FINMA (SNB, 2023b). Ова интервенција је јасно показала улогу централне банке као кредитора последње инстанце и чувара системске стабилности (BIS, 2023). Како је инфлација опадала, SNB је постепено снижавала каматну стопу: 21. марта 2024. на 1,5%,

20. јуна на 1,25%, 26. септембра на 1,0%, 12. децембра на 0,5%, 20. марта 2025. на 0,25% и коначно 19. јуна 2025. на 0% (SNB, 2024; SNB, 2025). У априлу 2024. повећана је стопа обавезних резерви са 2,5% на 4% и проширена основица за обрачун, како би се обезбедила ефикасна примена монетарне политике (SNB, 2024).

Све наведене мере потврдиле су висок степен институционалне и оперативне независности SNB, утемељен у члану 99 Савезног устава, који предвиђа да је „новчана и валутна политика питање од националног значаја“ и да Народна банка „као независна централна банка води монетарну политику у општем интересу земље“ (Swiss Federal Constitution, 1999/2020). Законом о народној банци из 2003. године додатно је прецизирано да је једина формална обавеза SNB редовно подношење годишњег извештаја парламенту (National Bank Act, 2003). Иако је сарађивала са Савезним саветом и FINMA-ом у домену финансијске стабилности, све кључне одлуке о каматним стопама, интервенцијама и увођењу или укидању инструмената доносила је самостално (Cukierman, 2007; Jordan, 2023).

У наставку је у Табели 3.4. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Швајцарске националне банке у 2024. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Према Закону о Швајцарској народној банци, Управни одбор чине три члана, којима су додељени заменици. Чланове Управног одбора и њихове заменике именује Федерални савет на предлог Банкарског савета. Мандат чланова траје шест година, с могућношћу поновног избора. Овако дефинисан поступак именовања и трајања мандата представља један од кључних елемената персоналне независности централне банке. Дужина мандата, која премашује изборни циклус законодавне и извршне власти, има за циљ да ограничи политички утицај на кадровску структуру и одлучивање унутар банке. Поред тога, укључивање Банкарског савета у процес предлагања кандидата обезбеђује додатни степен институционалне равнотеже и стручне контроле над именовањима. Таква организациона решења омогућавају континуитет у вођењу монетарне политике и штите Управни одбор од краткорочних политичких притисака, чиме се у пракси осигурава висок степен персоналне независности гувернера и чланова руководства Швајцарске народне банке (0).

Уз законске гаранције у поступку именовања и дужину трајања мандата, персонална независност се додатно осигурава строго дефинисаним условима под којима је могуће разрешење чланова Управног одбора. Члан Управног одбора или његов заменик може бити разрешен дужности од стране Федералног савета , на предлог Банкарског савета, у току трајања мандата, уколико више не испуњава услове за вршење те функције или је починио тежу повреду дужности. У таквом случају, Федерални савет именује новог члана у складу са чланом 43 Закона о Швајцарској народној банци. Новоименовани члан обавља дужност до истека текућег мандата. Оваква законска одредба има двоструку улогу: с једне стране, обезбеђује механизам одговорности и институционалне контроле над носиоцима највиших функција у банци, док са друге стране спречава одлуке које би биле донете без објективних критеријума или под политичким утицајем. Могућност разрешења је строго ограничена на случајеве када се утврди неспособност за вршење дужности или тежа повреда службене обавезе, што доприноси очувању персоналне независности Управног одбора и стабилности његовог мандата *(National Bank Act, 2003).*

Табела 3.4: CWN индекс законске независности СНБ-а

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*СНБ*
1.Председник управног одбора СНБ	0,895		
а) Дужина мандата			
Од 6 -8 година		0,75	0,75
б)Ко именује председника УО СНБ-а?			
Одбор централне банке		1,00	1,00
в)Разрешење			
Само из разлога који нису политички		0,83	0,83
г) Да ли Председавајући СНБ-а може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,18
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
Председник управног одбора СНБ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
СНБ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
СНБ има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
ЦС је примарни циљ		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) СНБ-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) СНБ			0,98

Извор: Систематизовао аутор према Акту о Швајцарској националној банци: National Bank Act. (2003). Federal Act on the Swiss National Bank (NBA), https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2004/221/en, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Суштинска улога Управног одбора према чл.46 Акта о СНБ обухвата доношење стратешких и оперативних одлука из области монетарне политике. Конкретно, његове кључне надлежности укључују, између осталог, усмеравање и спровођење монетарне политике на концептуалном и оперативном нивоу; коришћење инструмената монетарне политике; учешће у активностима које се односе на међународну монетарну сарадњу. Расподела конкретних надлежности између чланова Управног одбора уређује се Управним актом о организацији и надлежностима који доноси сама Банка. Овако постављена структура управљања потврђује висок степен оперативне независности Швајцарске народне банке. Управни одбор не само да формулише основне правце монетарне политике, већ и непосредно спроводи инструменте који обезбеђују стабилност цена и очување вредности швајцарског франка. Одсуство директне интервенције државних органа у доношењу ових одлука представља један од најзначајнијих аспеката институционалне независности. Истовремено, обавеза јавног извештавања (члан 7) обезбеђује транспарентност и одговорност према Федералном савету, парламенту и јавности, што чини темељ равнотеже између независности у одлучивању *и* демократске контроле *(National Bank Act, 2003).*

Приликом обављања својих монетарних задатака, у складу са чланом 5, ставовима 1 и 2 Закона о Швајцарској народној банци, ни сама Банка ни чланови њених управљачких тела *не смеју тражити нити прихватати упутства* од Савезног савета (*Federal Council*), Савезне скупштине (*Federal Assembly*) или било ког другог органа *(National Bank Act, 2003).* Ова одредба члана 6 Акта о СНБ представља један од најјасније дефинисаних законских одредби аутономије централне банке у Европи. Суштински, овим се гарантује да одлуке о каматним стопама, девизним интервенцијама и управљању новчаном масом зависе искључиво од стручних критеријума и дугорочних макроекономских циљева, а не од политичких приоритета извршне или законодавне власти. Истовремено, овај степен независности праћен је институционализованом обавезом одговорности – кроз редовно извештавање парламента и јавности, што обезбеђује транспарентност без угрожавања оперативне аутономије.

Швајцарска национална банка спроводи монетарну политику у интересу земље у целини. Њен основни задатак је да обезбеди стабилност цена, уз истовремено уважавање укупних економских кретања и развоја привреде. Циљ очувања стабилности цена формулисан је као примарни, док се остали циљеви остварују уколико не угрожавају остваривање примарног циља. Таква хијерархија циљева јасно одваја монетарну политику од фискалне, ограничавајући могућност политичког утицаја на емисију новца и кредитну експанзију. Нагласак на „укупном интересу земље“ одражава консензусни приступ економској политици у Швајцарској, где централна банка делује као независна институција, али у сарадњи са државним органима када се ради о питањима од заједничког значаја. Управо ова комбинација независности у одлучивању и институционализоване сарадње са Федералним саветом омогућава дугорочну стабилност финансијског система и очување поверења у швајцарски франак *(National Bank Act, 2003; Swiss Federal Constitution, Art. 99).*

Према чл.11 Акта о СНБ може пружати банкарске услуге Конфедерацији, уз накнаду која одговара тржишним условима. Ипак, када су такве услуге у функцији спровођења

монетарне политике, оне се могу пружати без накнаде. Детаљи ових услова и односа утврђују се посебним споразумима између надлежних савезних органа и Банке. Истовремено, Швајцарској народној банци је изричито забрањено да Конфедерацији одобрава кредите или прекорачења по рачуну, као и да купује државне обвезнице директно из примарних емисија. Изузетно, Банка може дозволити дневна прекорачења по рачуну, али искључиво уз адекватно обезбеђење *(National Bank Act, 2003).* Ова одредба представља један од најјаснијих израза финансијске независности централне банке у савременој пракси. Забрана финансирања јавног сектора путем примарне емисије новца или директне куповине државних хартија од вредности спречава монетизацију буџетског дефицита и штити стабилност валуте. Овакво законско решење елиминише потенцијал за фискалну доминацију, односно ситуацију у којој би држава, преко централне банке, финансирала јавну потрошњу на рачун повећања новчане масе. Уместо тога, односи између Банке и државних органа дефинисани су на уговорној основи, што омогућава техничку сарадњу без угрожавања независности монетарне политике. Поред тога, могућност пружања услуга без накнаде када оне олакшавају спровођење монетарне политике представља пример функционалне симбиозе између институционалне независности и јавног интереса. Швајцарска народна банка тиме делује као банка државе, али не и као њен финансијер. Овим је обезбеђена јасна граница између монетарне и фискалне политике, што је суштинска претпоставка за очување стабилности цена и кредибилитета централне банке *(National Bank Act, 2003; Swiss Federal Constitution, Art. 99).*

3.5. Фактори независности централне банке Јапана

3.5.1. Достигнут ниво независности централне банке Јапана са аспекта дефинисаних функција

Банка Јапана (*Bank of Japan*, BoJ) представља централну банку Јапана и делује у складу са Законом о Банци Јапана (*Bank of Japan Act*), који је темељни правни акт који дефинише њен статус, мандат и институционалну структуру. Овај закон, који је у потпуности ревидиран 1997. године ступио је на снагу 1. априла 1998. и означио је прекретницу у развоју система централног банкарства земље и поставио основ за јачање њене независности и транспарентности у оквиру монетарне политике (Mikitani & Kuwayama, 1998).

Према члану 2 Закона о Банци Јапана основни циљ институције је спровођење монетарне и валутне контроле ради очувања стабилности цена и доприноса „здравом развоју националне економије“ (Bank of Japan Act, чл. 2). У члану 3 истог закона наглашава се да се „аутономија Банке у вези са контролом новца и валуте мора поштовати“, што чини јасно нормативно утемељење њене функционалне и институционалне независности. Истовремено, члан 4 прописује обавезу Банке да одржава „блиске контакте и размену ставова са Владом“ како би се осигурала компатибилност монетарне и економске политике државе, што представља својеврсни механизам сарадње, али не и контроле извршне власти (Orphanides, 2018; Ito, 2005). У складу са чланом 5, Банка Јапана је јавна институција која послује у јавном интересу и има самосталност у интерном управљању. Њене надлежности обухватају доношење и спровођење монетарне

политике, управљање девизним резервама, подршку ликвидности финансијског система, емисију новца и надзор над платним системима (Bank of Japan, 2011). Закон, такође, садржи прецизна правила о финансијском управљању. Члан 51 предвиђа да Банка сваке године подноси свој буџет Министру финансија на одобрење, али уколико министар одбије да га усвоји, обавезан је да образложи разлоге и јавно их објави. Банка, са своје стране, има право да изнесе своје мишљење, што ствара механизам двосмерне одговорности без нарушавања њене оперативне аутономије (Bank of Japan Act, чл. 51; Mikitani & Kuwayama, 1998).

Банка поседује седиште у Токију, 32 филијале широм земље и 14 представништава у иностранству. У оквиру централне структуре делују одељења за истраживање и статистику, монетарне операције, међународне односе, управљање девизним резервама и издавање новчаница (Bank of Japan, 2011). Ова широка организациона мрежа омогућава Банци да комбинује централну контролу са регионалним увидом у економска кретања, што представља важан инструмент за ефективну примену монетарне политике. Институционални оквир Банке Јапана представља уравнотежен модел између независности и јавне одговорности. Монетарна политика се спроводи без директног политичког притиска, али у сталном дијалогу са државним органима, што омогућава хармонизацију монетарних и економских циљева без нарушавања суверенитета централне банке (Ito, 2005; Orphanides, 2018).

Политички одбор (*Policy Board*) представља највише тело Банке Јапана и делује као централни орган у формулисању и надзору монетарне политике. Овај Одбор одређује смернице за контролу новца и валуте, поставља основне принципе спровођења пословања Банке, као и надзор над извршавањем дужности званичника Банке**,** осим ревизора (*Auditors*) и саветника (*Counsellors*) (Bank of Japan, 2011; Bank of Japan Act, чл. 15–17). Својим статусом Политички одбор има функцију управног органа који обједињује стратегијску, оперативну и надзорну димензију монетарне политике. Сва кључна питања у вези са одређивањем циљева инфлације, каматних стопа, ликвидности на тржишту и управљања резервама разматрају се и усвајају на седницама Одбора, уз примену колегијалног система одлучивања већином гласова (Ito, 2005). Састав руководства Банке Јапана обухвата: гувернера, вицегувернере, остале чланове Политичког одбора, ревизоре (*Auditors*), извршне директоре (*Executive Directors*) и саветнике (*Counsellors*) (Bank of Japan Act, чл. 22–24).

Гувернер председава Политичким одбором и представља Банку у јавности, док вицегувернери и извршни директори спроводе оперативне активности у складу са смерницама које усваја Одбор. Ревизори обављају независан надзор над финансијским пословањем и извештавају Одбор о резултатима, док саветници учествују у стратешким консултацијама у областима које захтевају додатну стручну подршку (Bank of Japan, 2011; Dwyer, 2004). Оваква структура управљања осигурава институционалну равнотежу између доношења одлука, оперативног спровођења и надзора што представља кључни механизам унутрашње контроле и одговорности у оквиру Банке Јапана. На овај начин Одбор делује као централни стуб целокупне институционалне архитектуре Банке, интегришући принципе независности, транспарентности и колегијалности у процесу доношења монетарних одлука (Orphanides, 2018).

Одбор, такође, утврђује оквир за комуникацију са Владом и јавним институцијама, чиме се обезбеђује транспарентност у доношењу одлука и одговорност према јавности (Dwyer, 2004). Према Закону, Министар финансија може присуствовати седницама Одбора и износити ставове у име Владе, али нема право да наметне или поништи донете одлуке (Bank of Japan Act, чл. 19). Тај механизам симболизује баланс између сарадње и независности — Банка Јапана остаје самостална у формулисању и спровођењу монетарне политике, док Влада задржава могућност консултативног учешћа без директног утицаја (Orphanides, 2018).

Централна управа (*Head Office*) Банке Јапана налази се у Токију и представља основни административни и управљачки центар институције. У њој се налазе главна оперативна одељења која покривају кључне области деловања: монетарне операције, истраживање и статистику, међународне односе, управљање девизним резервама, финансијску стабилност, платне системе и издавање новчаница (Bank of Japan, 2011). Управо из централне управе делује Политички одбор (*Policy Board)* као највиши орган одлучивања у области монетарне политике, док извршни директори и специјализована одељења спроводе усвојене мере у складу са законом и стратегијом Банке (Bank of Japan Act, чл. 15–18). Филијале (*Branches*) представљају регионалне јединице Банке Јапана распоређене широм земље. Оне обављају оперативне послове као што су снабдевање готовим новцем, замена оштећених новчаница, спровођење плаћања између банака, као и прикупљање информација о регионалним економским условима (Bank of Japan, 2011). Свака филијала има на челу генералног директора који је одговоран за надзор локалних активности и за комуникацију са централном управом у Токију.

Захваљујући оваквој организационој мрежи, Банка Јапана обезбеђује равномерну географску покривеност финансијског система и ефикасно спровођење монетарне политике на националном нивоу. Филијале, такође, прикупљају и анализирају податке о економским кретањима у својим регионима, што омогућава Политичком одбору да доноси одлуке засноване на свеобухватним и ажурним информацијама (Ito, 2005). Овај модел управљања представља комбинацију централизоване стратегије и децентрализоване имплементације, што је у складу са принципима институционалне ефикасности и транспарентности дефинисаним у Закону о Банци Јапана (Bank of Japan Act, чл. 1–5). У оквиру унутрашње организације Банке Јапана послови и управљачке функције распоређени су између централне управе у Токију и шире мреже регионалних филијала и представништава у иностранству.

Генерални менаџери су највиши руководиоци филијала Банке Јапана на територији Јапана. Они надгледају све оперативне активности филијале укључујући снабдевање готовим новцем, спровођење платних трансакција, прикупљање економских података, надзор над кредитним институцијама у региону и имплементацију монетарних одлука Политичком одбору на локалном нивоу (Bank of Japan, 2011). Њихова улога је кључна у обезбеђивању двосмерног протока информација између централне управе у Токију и регионалних финансијских тржишта.

Главни представници воде представништва Банке Јапана у иностранству — као што су Вашингтон, Њујорк, Лондон, Франкфурт, Хонг Конг и Сингапур. Њихова основна улога је праћење глобалних финансијских и монетарних кретања, одржавање контаката

са другим централним банкама и међународним финансијским институцијама (нпр. ММФ, БИС, ЕЦБ), као и пружање аналитичке подршке Управном одбору Банке у области међународне монетарне сарадње (Bank of Japan, 2011; Orphanides, 2018). Захваљујући оваквој организационој структури, Банка Јапана одржава континуирани надзор над финансијским системом како на домаћем, тако и на међународном нивоу, што омогућава бољу процену ликвидности, девизних токова и спољноекономских ризика. Овај модел оперативног управљања омогућава ефикасно спровођење монетарне политике и јачање институционалне координације са другим централним банкама у оквиру глобалног финансијског система (Ito, 2005).

Једна од основних и најзначајнијих функција Банке Јапана јесте вођење монетарне политике. У складу са чланом 2 Закона о Банци Јапана, њен примарни циљ јесте „спровођење контроле новца и валуте како би се обезбедила стабилност цена и допринело здравом развоју националне економије“ (Bank of Japan Act, чл. 2). Овом одредбом закон утврђује двоструки мандат Банке — очување стабилности цена као примарни циљ, и подршку економском расту као секундарни, условни циљ (Ito, 2005). Вођење монетарне политике у Јапану заснива се на концепту аутономне, али одговорне централне банке. Члан 3 Закона јасно прописује да се „аутономија Банке у области контроле новца и валуте мора поштовати“, што гарантује функционалну независност у односу на државне органе. Истовремено, члан 4 наглашава потребу за „блиским контактима и разменом ставова са Владом“, чиме се обезбеђује институционализована координација без угрожавања самосталности у одлучивању (Bank of Japan Act, чл. 3–4; Orphanides, 2018).

Политички одбор, као највиши орган Банке формулише и спроводи монетарну политику кроз усвајање *Guideline for Money Market Operations* и *Outlook for Economic Activity and Prices* — два основна документа која одређују оперативне инструменте и циљеве монетарне политике (Bank of Japan, 2011). На основу ових смерница, Банка управља каматним стопама, обимом новчане масе, као и операцијама на отвореном тржишту, а спроводи и нестандардне мере када је то потребно. Оваква комбинација стандардних и нестандардних инструмената омогућава Банци Јапана да активно управља ликвидношћу и стабилизује очекивања на финансијским тржиштима. Посебан значај има њена улога у комуникационој политици, јер се путем редовних конференција, извештаја и објава транспарентно саопштавају циљеви и резултати монетарне политике, што представља важан механизам јавне одговорности и кредибилитета (Bank of Japan, 2011; Dwyer, 2004). На овај начин, Банка Јапана истовремено остварује своју мисију стабилности цена и подршке реалној економији, док очувањем аутономије у одлучивању и транспарентношћу у комуникацији ојачава поверење јавности и финансијских институција.

У Јапану супервизорска функција централне банке има специфичан и ограничен обим у односу на многе друге државе (нпр. у односу на Европску централну банку или Федералне резерве). Банка Јапана нема класичну надзорну функцију над банкама у смислу регулаторног овлашћења — та улога припада Агенцији за финансијске услуге (Financial Services Agency – FSA) — али BoJ има значајну аналитичку, координациону и системску улогу у одржавању финансијске стабилности (Financial Services Agency, 2025). Иако Банка Јапана формално није орган банкарске супервизије, она обавља важну системску и превентивну улогу у очувању финансијске стабилности, што представља

проширени концепт супервизорске функције у оквиру њеног мандата. Према члану 1 и 2 Закона о Банци Јапана (Bank of Japan Act), Банка делује у јавном интересу, спроводећи политику новца и валуте ради стабилности цена и здравог развоја економије, али и „доприносећи стабилности финансијског система као целине“ (Bank of Japan Act, чл. 2). Супервизорска функција Банке Јапана не подразумева издавање лиценци, доношење регулаторних аката нити спровођење инспекцијског надзора, што је у надлежности *FSA*. Међутим, Банка има комплементарну улогу у надзору ликвидности и системских ризика, и блиско сарађује са FSA и Министарством финансија у области финансијске стабилности (Dwyer, 2004; Orphanides, 2018).

У новије време, Банка Јапана интензивира сарадњу са Агенцијом за финансијске услуге у оквиру заједничких истраживања и симулација кризних сценарија (stress testing), како би се унапред идентификовали потенцијални системски ризици. Овај приступ се ослања на концепт макропруденцијалног надзора, где централна банка доприноси стабилности не кроз директну регулацију, већ кроз надзор ликвидности, анализу тржишних ризика и креирање протокола за интервенцију у кризним ситуацијама (Bank of Japan, 2011; Dwyer, 2004). Тако дефинисана супервизорска функција Банке Јапана има аналитички, превентивни и координациони карактер, а не регулаторни. Она служи као допуна формалном надзору који спроводи држава, што обезбеђује јединство монетарне политике и финансијске стабилности као два међузависна циља економске политике.

Поред аналитичке и консултативне улоге, Банка Јапана има и функцију кредитора последње инстанце (Lender of Last Resort), чиме се директно доприноси очувању стабилности банкарског система. У ванредним околностима, Банка може обезбедити ликвидност банкама које су привремено изложене кризи, под условом да су те институције иначе солвентне (Ito, 2005). Овај инструмент има двоструку функцију — стабилизацију тржишта и превенцију ширења финансијске кризе, чиме Банка индиректно врши надзор над финансијским системом у ширем смислу (Orphanides, 2018).

Функција зајмодавца у крајњој инстанци је централни елемент супервизорске и стабилизационе улоге сваке централне банке. У случају Банке Јапана, ова функција има дугу традицију и јасно дефинисан правни и институционални оквир.Уусмерена је на очување ликвидности и спречавање системских финансијских криза**.** Њена правна основа дефинисана је *Законом о Банци Јапана*, према којем Банка може обезбедити кредите финансијским институцијама како би се спречиле озбиљне неравнотеже у платним системима или ширење кризе у финансијском сектору (Bank of Japan Act, чл. 37). Према законским одредбама, ова функција подразумева да Банка Јапана може одобрити кредит финансијској институцији која је привремено суочена са недостатком ликвидности, али је иначе солвентна. Циљ није спасавање финансијски неодрживих институција, већ спречавање „ефекта домина“ и ширења панике међу банкама и инвеститорима (Ito, 2005). Такви кредити се најчешће одобравају уз адекватно обезбеђење, у виду хартија од вредности или других ликвидних средстава.

Историјски гледано, ова функција је имала пресудан значај у време финансијске кризе 1997–1998. године, када је Банка Јапана интервенисала како би спречила ликвидносни колапс више комерцијалних банака (Mikitani & Kuwayama, 1998). Њена улога тада је била не само техничка, већ и институционална — као чувар поверења у

финансијски систем у периоду дубоких структурних промена. Након реформе из 1998. године, Закон је додатно нагласио независност Банке у одлучивању о LOLR интервенцијама, али и обавезу сарадње са Министарством финансија и Агенцијом за финансијске услуге ради очувања стабилности система (Dwyer, 2004). Тај модел, познат као *coordinated independence*, омогућава да се одлуке о ликвидносној подршци доносе брзо и ефикасно, али у оквиру укупне економске стратегије државе. Оперативно, ова функција је део ширег концепта финансијске стабилности који интегрише надзор ликвидности, анализу ризика и механизме кризне интервенције. Банка Јапана у том контексту делује као последњи извор поверења и ликвидности, што представља суштину њеног доприноса стабилности финансијског система (Orphanides, 2018).

Једна од кључних функција Банке Јапана јесте управљање девизним резервама и спровођење операција на девизном тржишту, с циљем очувања стабилности јапанске валуте и подршке ефективном спровођењу монетарне политике. Према члану 38 Закона Банка има овлашћење да спроводи куповину и продају страних валута, као и других девизних актива, у складу са законом и у сарадњи са Владом Јапана (Bank of Japan Act, чл. 38). Управљање девизним резервама подразумева одржавање оптималне структуре портфеља у погледу ликвидности, сигурности и приноса. Банка Јапана располаже различитим инструментима — страним обвезницама, депозитима у иностраним финансијским институцијама, златом и СДР јединицама (*Special Drawing Rights*) — које користи ради подршке домаћој валути и обезбеђивања могућности интервенције на тржишту у случају наглих осцилација курса (Bank of Japan, 2011). С обзиром да је Јапан једна од најотворенијих економија света, стабилност курса јена има изузетан значај за извозно оријентисану привреду. У том контексту, Банка Јапана блиско сарађује са Министарством финансија у креирању и спровођењу интервенција на девизном тржишту. Док је Министарство финансија формално надлежно за одлуке о интервенцијама, Банка Јапана обавља техничко спровођење тих операција у име Владе, делујући као агент државе на девизном тржишту (Ito, 2005). У целини, функција управљања девизним резервама и курсом јена представља један од кључних стубова институционалног деловања Банке Јапана, који обједињује аспекте монетарне стабилности, међународне координације и превенције финансијских шокова.

Функција емисије новца и управљања готовином представља једну од основних и уставом гарантованих надлежности Банке Јапана. Према члану 46 Закона искључиво Банка Јапана има право емисије новчаница у Јапану, чиме се обезбеђује монопол државе над издавањем националне валуте — јапанског јена (Bank of Japan Act, чл. 46). Ова функција обухвата читав низ активности које осигуравају стабилност и интегритет новчаног система: од пројектовања и производње новчаница, преко дистрибуције готовине и повлачења оштећених новчаница, до контроле квалитета у оптицају. Централна управа Банке у Токију, у сарадњи са филијалама, надгледа целокупан процес циркулације новца, осигуравајући да количина готовине у оптицају одговара потребама реалне економије и монетарне политике (Bank of Japan, 2011).Циљ функције емисије новца није само снабдевање привреде ликвидношћу, већ и очување поверења јавности у вредност и безбедност националне валуте. Функција емисије новца и управљања готовином представља не само техничку, већ и системску димензију монетарног суверенитета. Њена примена обезбеђује стабилност националне валуте, интегритет платног промета и

континуитет између традиционалног готовинског и савременог дигиталног финансијског система.

3.5.2. Финансијска независност централне банке Јапана у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Инструменти монетарне политике представљају скуп механизама и оперативних алата којима Банка Јапана спроводи своје основне циљеве — пре свега очување стабилности цена и подстицање здравог и одрживог економског раста. У складу са Законом чл. 33–39*)*, централна банка је овлашћена да „спроводи контролу новца и валуте како би обезбедила стабилност цена и допринела здравом развоју националне економије“ (Bank of Japan Act, 1998). Та законска одредба поставља темељ оперативне независности Банке у формулисању и примени монетарне политике, док истовремено наглашава њену дужност да делује у оквиру општег интереса државе (Orphanides, 2018). Организационо, Политички одбор Банке Јапана има кључну улогу у одређивању смерница за спровођење монетарне политике и у дефинисању каматне стопе која представља основни оријентир за међубанкарске камате (Bank of Japan, 2011). Овај одбор, састављен од гувернера, два потгувернера и шест чланова, доноси одлуке колегијално, што доприноси транспарентности и кредибилитету монетарног процеса (Dwyer, 2004).

Инструменти монетарне политике Банке Јапана могу се поделити на стандардне (традиционалне) и нестандардне (иновативне) мере. Стандардни инструменти, као што су операције на отвореном тржишту, дисконтна стопа и камате на резерве, усмерени су на краткорочно управљање ликвидношћу и стабилизацију новчаног тржишта. Међутим, дуготрајна дефлација и појава „нултог доњег прага каматних стопа“ (*zero lower bound*) почетком 2000-их година приморали су Банку Јапана да развије нови сет нестандардних мера — као што су квантитативно и квалитативно ублажавање (*QQE*), контрола криве приноса (*YCC*) и политика негативних каматних стопа (*NIRP*) (Ito & Mishkin, 2006; Ugai, 2007; Kuroda, 2016). Примена ових инструмената није само реакција на специфичне макроекономске услове у Јапану, већ представља и почетак нове ере у теорији и пракси монетарне политике, јер је Банка Јапана постала прва централна банка у свету која је систематски применила нестандардне мере ради борбе против дефлације и економске стагнације (Ito, 2014; Orphanides, 2018). На тај начин, јапански модел постао је референтни оквир за касније монетарне иновације у САД, еврозони и другим развијеним економијама.

Стандардни или традиционални инструменти монетарне политике представљају класичне механизме којима Банка Јапана управља понудом новца, краткорочним каматним стопама и нивоом ликвидности у финансијском систему. Они чине оперативну основу монетарне политике и користе се у складу са циљем очувања стабилности цена и одрживог економског раста. У складу са Законом (Bank of Japan Act, чл. 33–39), Банка има овлашћење да спроводи операције на отвореном тржишту, одобрава кредите финансијским институцијама и управља каматним стопама и резервама у међубанкарском систему (Bank of Japan, 2011).

Операције на отвореном тржишту представљају најзначајнији инструмент монетарне политике Банке Јапана, јер омогућавају директну контролу ликвидности финансијског

система и утицај на краткорочне каматне стопе. Банка купује или продаје државне хартије од вредности (*Japanese Government Bonds – JGBs*) и друге инструменте, чиме повећава или смањује количину новца у оптицају (Bank of Japan, 2011). Постоје две основне врсте ових операција: операције за снабдевање финансијског система ликвидношћу, којима Банка повећава новчану понуду куповином хартија од вредности; операције за апсорпцију ликвидности, којима се ликвидност смањује продајом или издавањем сопствених хартија. Циљ ових операција је одржавање краткорочне међубанкарске каматне стопе близу циљне *policy rate*, коју утврђује Одбор. Ове операције се спроводе путем дневних, недељних или месечних аукција, као и билатералних трансакција са финансијским институцијама.

Дисконтна стопа, као инструмент монетарног регулисања представља цену по којој комерцијалне банке могу позајмити средства од централне банке на кратак рок, уз одговарајуће обезбеђење. Банка Јапана користи овај инструмент као сигурносни вентил ликвидности – када банке не могу прибавити средства на тржишту, оне могу позајмити директно од централне банке (Ito, 2005). Ова функција је операционализована кроз механизам кроз који Банка Јапана обезбеђује хитну ликвидност финансијским институцијам (Complementary Lending Facility),чиме делује као стабилизатор каматних стопа у кратком року. Банка Јапана на овај начин обезбеђује стабилност платног система и спречава нагле осцилације каматних стопа. У практичном смислу, овај инструмент функционише као горња граница (ceiling rate) каматног коридора у оквиру монетарне политике с обзиром да банке немају подстицај да позајмљују средства једна другој по вишој стопи од оне коју нуди Банка Јапана чиме се стабилизује краткорочна overnight call rate и одржава њена вредност близу циљне policy rate коју одређује Политички одбор. Кредити се најчешће одобравају на један дан (overnight) или на врло кратке рокове, уз колатерал у облику државних хартија од вредности, корпоративних обвезница или других ликвидних актива.

Још један важан инструмент је каматна стопа коју Банка Јапана плаћа финансијским институцијама на њихове резерве депоноване код ње. Ради се о каматној стопи на резерве (Interest Rate on Excess Reserves – IOER). Ова мера има двоструку функцију: с једне стране, делује као доња граница каматног коридора, а с друге стране, представља инструмент управљања ликвидношћу и кредитном активношћу у банкарском сектору (Orphanides, 2018). Први пут је примењена 2008. године, у оквиру мера подршке током глобалне финансијске кризе, како би се стабилизовало тржиште новца. Од 2016. године, ова политика је проширена у оквиру Negative Interest Rate Policy (NIRP), чиме је Банка почела да наплаћује негативну камату на део вишка резерви, подстичући банке да повећају кредитну активност (Kuroda, 2016).

Иако Банка Јапана није носилац званичне девизне политике, она делује као агент Министарства финансија у спровођењу интервенција на девизном тржишту. Циљ ових интервенција је стабилизација курса јена, који има директан утицај на извоз, увоз и инфлациона очекивања (Ito, 2005). Банка спроводи ове операције куповином или продајом страних валута (најчешће америчких долара) у складу са упутствима Министарства, али задржава техничку и оперативну контролу над трансакцијама. У том смислу овај инструмент представља спој монетарне и девизне политике, односно пример институционалне координације између централне банке и државе.

Систем обавезних резерви омогућава Банци Јапана да индиректно утиче на количину новца у оптицају и ниво ликвидности у банкарском сектору. Све финансијске институције у Јапану дужне су да држе одређени проценат својих депозита као резерве на рачунима код централне банке. Променом стопе обавезних резерви, Банка може повећати или смањити потенцијал банкарског сектора за кредитну експанзију (Bank of Japan, 2011). Иако се овај инструмент ретко користи у оперативном смислу, он представља структурни механизам стабилности ликвидности и делује као дугорочни сигнал монетарне политике.

Банка Јапана је била прва централна банка у свету која је систематски применила нестандардне инструменте монетарне политике, као одговор на дуготрајну дефлацију и економску стагнацију након пуцања финансијског балона почетком 1990-их година. С обзиром да су традиционални инструменти – пре свега каматне стопе – достигли нулти ниво (*zero lower bound*), Банка је била принуђена да развије нове механизме за подстицање ликвидности и економске активности (Ito & Mishkin, 2006; Ugai, 2007). Први корак у примени нестандардних мера представљала је политика квантитативног ублажавања (Quantitative Easing – QE), уведена у марту 2001. године. Њен циљ био је повећање монетарне базе путем куповине државних обвезница (*Japanese Government Bonds – JGBs*) и повећања салда резерви комерцијалних банака код Банке Јапана (Bank of Japan, 2011). За разлику од класичног снижавања каматних стопа, ова политика је тежила да делује кроз канал очекивања – сигнализирајући посвећеност Банке спречавању дефлације (Ugai, 2007). Након глобалне финансијске кризе 2008, Банка Јапана је унапредила овај приступ у оквиру програма квантитативног и квалитативног ублажавања (Quantitative and Qualitative Monetary Easing – QQE), покренутог у априлу 2013. године. Овај програм је проширио обим и спектар куповине актива, укључујући и корпоративне обвезнице и ETF фондове[19], с циљем да се снизе дугорочне каматне стопе и подстакну инфлациона очекивања (Orphanides, 2018; Ito, 2014).

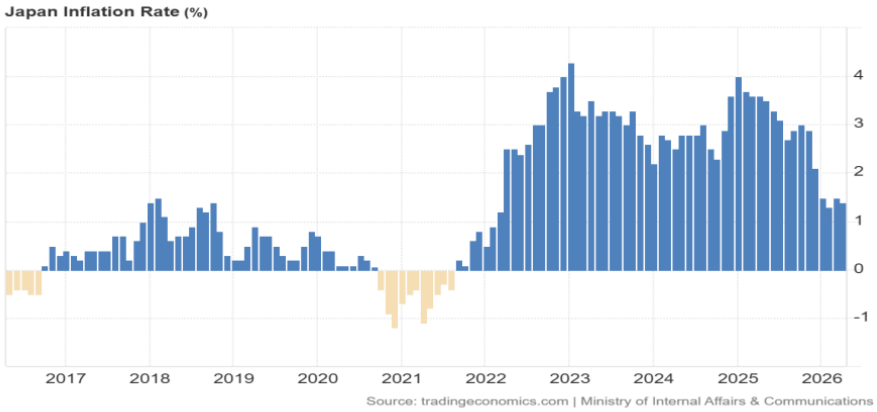
Следећа фаза развоја нестандардних мера била је контрола криве приноса (Yield Curve Control – YCC), уведена 2016. године. Она подразумева да Банка Јапана одређује циљ за приносе на десетогодишње државне обвезнице, чиме директно утиче на дугорочни трошак финансирања и стабилност криве приноса (Bank of Japan, 2016). Ова мера је представљала револуционарни корак у теорији и пракси монетарне политике, јер је први пут једна централна банка контролисала не само краткорочне, већ и дугорочне каматне стопе (Kuroda, 2016; Orphanides, 2018). Ове мере омогућиле су Банци Јапана да делује и у условима када су каматне стопе достигле нулу, а традиционални инструменти изгубили ефективност. Иако резултати нису довели до трајног сузбијања дефлације, применом ових мера Јапан је поставио основу за развој нестандардних мера монетарне

[19] ETF (exchange-traded fund) у Јапану нису само финансијски производ за инвеститоре већ су коришћени и као операциони инструмент централне банке. БоЈ је кроз програм куповине ETF-ова настојала да смањи ризичне премије, повећа поверење у трговину акцијама и подржи шире финансијске услове — што је нетипично за стандардне инструменте централне банке.

политике која је касније послужила као модел за Федералне резерве САД (2008) и Европску централну банку (2015) (Ito & Mishkin, 2006; Bernanke, 2010). У академској литератури, овај приступ Банке Јапана често се тумачи као пример „институционалне флексибилности у оквиру правне независности“ – показујући како централна банка, иако правно ограничена, може иновативно да прошири свој инструментаријум ради постизања циљева стабилности цена и економског опоравка (Orphanides, 2018; Dwyer, 2004).

Сви инструменти које БоЈ примењује делују координисано у оквиру монетарног механизма који је усмерен ка стабилизацији краткорочних каматних стопа и контролисању монетарне базе. Њихова примена зависи од макроекономских услова, тржишних очекивања и процена Политичког одбора о инфлационим очекивањима.

Банка Јапана, као централна банка државе, доноси и спроводи монетарну политику са основним циљем очувања стабилности цена, што представља темељ одрживог економског раста (Bank of Japan, 2011).



Слика 3.5: Кретање стопе инфлације у Јапану у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). *Japan Inflation Rate*. доступно на https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi

Стабилност цена има централни значај јер обезбеђује предвидивост економског окружења, подстиче инвестиције и доприноси дугорочној макроекономској стабилности. У спровођењу монетарне политике, Банка Јапана утиче на формирање каматних стопа и ликвидност на новчаном тржишту, користећи низ оперативних инструмената као што су операције на отвореном тржишту, камата на резерве и рефинансирајући кредити финансијским институцијама. Циљ ових мера је ефикасна контрола понуде новца и стабилизација финансијских услова у складу са постављеним циљем инфлације. Основни став и смернице монетарне политике утврђује Политички одбор на редовним седницама познатим као *Monetary Policy Meetings (MPMs)*. Током ових седница, чланови Одбора анализирају актуелна економска и финансијска кретања, усвајају смернице (Guideline for Money Market Operations) и дефинишу оперативну стратегију монетарне политике за

наредни период. Одлуке донете на МРМ састанцима објављују се одмах по завршетку седнице, што обезбеђује висок ниво транспарентности и предвидивости БоЈ (Dwyer, 2004; Orphanides, 2018).На основу усвојених смерница, Банка Јапана одређује дневни обим операција на новчаном тржишту и структуру инструмената који ће се користити у конкретном периоду. Пружањем или апсорпцијом ликвидности на тржишту, Банка директно утиче на краткорочне каматне и тиме усмерава монетарне услове у складу са својим циљем одржавањем стабилности цена и макроекономске равнотеже.

У складу са Законом о Банци Јапана (Bank of Japan Act*)*, основни циљ монетарне политике је постизање стабилности цена, чиме Банка доприноси „здравом развоју националне економије“ (Bank of Japan Act, чл. 2). Стабилност цена представља темељ функционисања тржишне економије, јер омогућава предвидивост економског окружења и рационално доношење одлука о потрошњи и улагању. У условима нестабилних цена, домаћинства и привреда тешко процењују реалну вредност добара и услуга, што доводи до погрешне алокације ресурса и нарушавања равнотеже између штедње и инвестиција (Bank of Japan, 2013).Нестабилност цена може изазвати дисторзију у расподели дохотка, јер инфлација или дефлација различито утичу на различите друштвене групе. Управо зато је очување стабилности цена кључни предуслов за дугорочну макроекономску стабилност и социјалну праведност (Orphanides, 2018).На тој основи, Банка Јапана је у јануару 2013. године званично усвојила „циљ стабилности цена“ (Price Stability Target), дефинишући га као годишњу стопу раста индекса потрошачких цена (CPI) од 2%. Овај циљ служи као сидро инфлационих очекивања и оријентир за јавност и финансијска тржишта (Bank of Japan, 2013). Истовремено је, у сарадњи са Владом Јапана, објављено заједничко саопштење „Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth“, у којем је потврђена заједничка посвећеност елиминацији дефлације и подстицању одрживог економског опоравка (Government of Japan & Bank of Japan, 2013). Ово саопштење означило је први корак ка формалној имплементацији инфлационог таргетирања у јапанском монетарном систему. Иако је остваривање тог циља у пракси било отежано због дуготрајних дефлационих притисака, формално усвајање инфлационог таргета означило је прелазак Банке Јапана са традиционалног на „експлицитно инфлационо таргетирање“, што представља прекретницу у савременој монетарној историји земље.

3.5.3. Индикатори независности централне банке Јапана

Период оснивања Банке Јапана представља кључну прекретницу у процесу модернизације јапанског финансијског система и успостављања централизоване монетарне власти. Јапан је тежио да изгради институције по узору на западне државе, нарочито Енглеску и Француску, са циљем стабилизације валуте, финансијског система и подршке индустријализацији (Tamaki, 1995; Ito, 2014). У јуну 1882. године донет је ***Bank of Japan Act of 1882***, којим је формално основана Банка Јапана као централна банка државе (Bank of Japan, 2011). Закон је предвидео почетни капитал од 10 милиона јена и лиценцу за пословање у трајању од 30 година, што је представљало симболички и правни почетак модерног монетарног система. Банка је започела са радом 10. октобра 1882. године, као емисиона институција са монополом на издавање новчаница и циљем стабилизације

курса јена (Bank of Japan, 2011). У почетној фази, Банка Јапана функционисала је као полудржавна институција, са капиталом у мешовитом власништву — делимично државном, а делимично приватном. Иако је у законском смислу уживала одређен степен оперативне аутономије, у пракси је била снажно подређена Министарству финансија, што је ограничавало њену персоналну и институционалну независност (Cargill, Hutchison & Ito, 1997). Током овог периода, основни циљ није био контрола инфлације, већ обезбеђивање стабилности финансијског система и јачање поверења у нову валуту након укидања система приватних емисионих банака (National Banks System) из 1870-их година.

У циљу јачања институционалне снаге и способности Банке да управља монетарном масом у марту 1887. године капитал је повећан са 10 на 20 милиона јена, а у августу 1895. на 30 милиона јена (Bank of Japan, 2011). Ове реформе одражавале су све већу улогу Банке као централног финансијског посредника и кредитора државе, што је допринело постепеном преласку са фискалне зависности на развој оперативних механизама монетарне политике. Повећање капитала уједно је омогућило Банци Јапана да прошири обим операција, укључујући контролу краткорочних каматних стопа и стабилизацију курса јена у односу на злато, што је представљало први корак ка дефинисању основних инструмената монетарне политике. У том периоду почиње и изградња првих основа функционалне независности, јер Банка све више делује као институција која усмерава ликвидност и контролише кредитну експанзију (Tamaki, 1995; Cargill et al., 1997).

Јапанска централна банка је 1896. године преселила седиште у нову зграду у Токију, на садашњој локацији у округу Нихонбаши. Овај прелаз није био само архитектонски или административни чин, већ и симбол институционалне зрелости и стабилности централне банке. Ново седиште представљало је материјализовану везу између традиционалних јапанских вредности и западног концепта централног банкарства (Bank of Japan, 2011). У овом периоду Банка је већ била призната као централна институција финансијског система и почиње да обавља улогу посредника између владе, финансијских тржишта и привреде, постављајући темеље каснијих механизама монетарне контроле и кредитног надзора.

Период између краја XIX и прве половине XX века обележен је дубоким структурним променама у јапанском финансијском систему. Банка Јапана је постепено прерастала из емисионе институције у централну банку савременог типа, са све ширим спектром функција у области монетарне контроле, финансијске стабилности и кредитне подршке привреди.

Године 1897. Јапан је званично усвојио златни стандард, што је представљало једну од најважнијих финансијских реформи Меији ере[20]. Увођењем фиксног односа између јена и злата (1 јен = 0,75 г злата), Банка Јапана добија централну улогу у одржавању девизног курса и стабилности цена (Tamaki, 1995; Ito, 2014). Овај период обележава

[20] Меији ера је период када је Јапан из изоловане источњачке монархије прешао у ред светских индустријских сила. Овај период поставио је темеље за каснији економски успон, формирање модерних институција попут Банке Јапана и развој тржишне економије.

постепен прелаз са административне на монетарну контролу засновану на каматним стопама и управљању резервама. Банка је почела да користи прве облике операција на отвореном тржишту, као и инструменте кредитне рестрикције, чиме су постављени темељи савремене монетарне политике. Иако је у пракси остала блиско повезана са Министарством финансија, овај период представља почетак функционалне независности, јер Банка почиње да делује на основу макроекономских процена, а не искључиво фискалних потреба државе (Cargill, Hutchison & Ito, 1997).

Током Првог светског рата (1914–1918), јапанска привреда је доживела значајну експанзију, а Банка Јапана је проширила обим својих кредитних операција ради финансирања индустријализације и ратне производње. Повећана тражња за капиталом довела је до пораста кредитне експанзије, што је створило услове за инфлаторне притиске у послератном периоду (Tamaki, 1995). У циљу контроле ликвидности, Банка Јапана је увела дисконтну политику као кључни инструмент управљања монетарним токовима. То је представљало важан корак ка стварању оперативне независности, јер је омогућило Банци да путем каматних стопа регулише обим кредита и утиче на привредну активност (Ito, 2014). Међутим, монетарна политика је и даље била у сенци фискалних приоритета владе, посебно у контексту растућих војних издатака и финансирања инфраструктурних пројеката.

Јапан је напустио златни стандард 1931. године што је означило крај ере фиксног девизног курса и почетак фазе контролисане монетарне експанзије. У том контексту, Банка Јапана је све више постајала инструмент државне економске политике. У настојању да се обезбеди контрола над финансијским системом и мобилизација ресурса за ратне сврхе, донет је нови Закон о Банци Јапана (Bank of Japan Act of 1942). Овим законом Банка је формално подређена Министарству финансија и Влади Јапана, што је значило укидање сваког облика институционалне независности. Монетарна политика постала је у потпуности инструментализована у функцији државног финансирања, а Банка је била обавезна да купује државне обвезнице и обезбеђује директне кредите влади и војно-индустријском комплексу (Bank of Japan, 2011).

Централна банка Јапана је у овом периоду прошла кроз постепен развој монетарне аутономије, а затим кроз потпуни губитак исте. Од модернизације и увођења златног стандарда, преко формирања првих инструмената монетарне контроле, до потпуне централизације и фискалне доминације у ратним годинама, Банка Јапана је прошла кроз све фазе институционалне еволуције. Овај период поставио је основу за послератну реформу 1949. и Закон из 1998. године, који ће коначно вратити Банци Јапана њену независност и одговорност у савременом смислу (Ito, 2014; Orphanides, 2018).

По окончању Другог светског рата и капитулацији Јапана 1945. године, земља је ушла у дубоку економску и институционалну кризу. Финансијски систем био је дезинтегрисан, инфлација изузетно висока, а Банка Јапана потпуно подређена државном финансирању из периода ратне економије (Cargill, Hutchison & Ito, 1997). Под утицајем Савезничке команде (GHQ/SCAP), спроведене су темељне реформе које су имале за циљ демократизацију економских институција и успостављање стабилног финансијског система. У оквиру тих мера, 1949. године извршена је реформа Закона о Банци Јапана (Bank of Japan Act of 1942), чиме је Банка добила нови институционални оквир и успостављен је

Политички одбор као највише управно тело задужено за вођење монетарне политике (Bank of Japan, 2011). Иако је ова реформа формално одвојила монетарну функцију од директне владине контроле, у пракси је Банка остала под снажним утицајем Министарства финансија које је имало надзор над кључним кадровским и оперативним одлукама. Такав однос је у литератури означен као „fiscal dominance“, односно стање у којем приоритет фискалне политике ограничава маневарски простор централне банке (Ito, 2014).

Током периода познатог као „јапанско економско чудо“ Банка Јапана је играла активну улогу у подршци брзом индустријском развоју. Монетарна политика била је оријентисана ка стимулисању раста кредита и стабилности девизног курса у оквиру Бретонвудског система фиксног курса. Банка је примењивала инструменте селективне кредитне политике, подстичући првенствено извозне и индустријске секторе. Иако је ова политика допринела расту БДП-а и запослености, она је додатно учврстила зависност Банке од државне економске стратегије. Монетарна независност је била формално ограничена, јер је координација са Министарством финансија била предуслов за одобравање већине операција (Cargill et al., 1997).

Пад Бретонвудског система 1971. године и увођење флексибилног курса јена означили су почетак нове етапе у деловању Банке Јапана. У условима наглих осцилација девизног курса и раста инфлације након нафтних криза 1973. и 1979. године, Банка је почела све више да делује самостално, користећи операције на отвореном тржишту и контролу краткорочних каматних стопа као главне инструменте монетарне политике (Ito, 2014). Ипак, до краја 1980-их година монетарна политика је била под утицајем владиних приоритета, нарочито током периода финансијске либерализације и настанка шпекулативног мехура на тржишту некретнина и акција. Упркос упозорењима стручњака, ограничења у одлучивању и потреба за координацијом са Министарством финансија спречили су Банку да правовремено заоштри монетарну политику, што је допринело пуцању финансијског мехура почетком деведесетих година 20. века (Cargill et al., 1997). Крајем тог периода уочена је структурна слабост институционалне зависности, која је резултовала растућим захтевима за правном реформом. Јавна расправа и академски радови (нпр. Cargill & Ito, 1997; Orphanides, 2018) наглашавали су потребу за јасним раздвајањем монетарне и фискалне политике и за успостављањем модела по узору на Европску централну банку.

Нови Акт о централној банци јапана усвојен је у јуну 1997. године (Act No. 89 of 1997), који је ступио на снагу 1. априла 1998. године. Овим законом је Банка добила јасан мандат за постизање стабилности цена и формално је утврђена њена институционална и оперативна независност (Bank of Japan, 2011). Нови закон је такође прецизирао механизме јавне одговорности, укључујући обавезу извештавања парламенту и транспарентност рада Политичког одбора. Реформа из 1997. године означила је крај дуге етапе институционалне еволуције — од инструментализоване банке у служби државе до савремене, независне централне банке у складу са међународним стандардима. Тај оквир представља темељ савремене монетарне политике Јапана и пример за друге економије које настоје да ојачају кредибилитет својих централних банака.

Институционални модел Банке Јапана представља један од најизбалансиранијих примера комбиновања монетарне независности и демократске одговорности у савременој монетарној теорији и пракси. Овај модел почива на две комплементарне димензије: аутономији у формулисању и спровођењу монетарне политике и обавези јавне одговорности и транспарентности у комуникацији својих циљева, инструмената и резултата (Orphanides, 2018). Правна основа ове равнотеже утемељена је у Закону о Банци Јапана из 1998. године, којим је Банка добила већи степен оперативне независности, али и јасно дефинисану дужност сарадње са Владом ради очувања макроекономске стабилности. На тај начин је створен систем „координисане независности“ (coordinated independence), у коме централна банка има слободу у избору инструмената, али усклађује своју политику са економским приоритетима државе (Dwyer, 2004). Овај модел независности праћен је развијеним механизмима институционалне транспарентности, који омогућавају јавну контролу без угрожавања самосталности одлучивања. Објављивање одлука Политичког одбора одмах по завршетку Седнице о монетарној политици, као и редовне конференције гувернера, извештаји парламенту (*Diet*) и публикације чине Банку Јапана једном од најтранспарентнијих централних банака у свету (Bank of Japan, 2011; Ito, 2014). Истовремено, ова комбинација независности и јавне одговорности омогућава очување кредибилитета монетарне политике. Независност спречава политичке утицаје који могу довести до прекомерне инфлације или фискалне доминације, док транспарентност и одговорност граде поверење јавности и финансијских тржишта у циљеве и поступке централне банке (Orphanides, 2018). Суштина институционалне архитектуре Банке Јапана огледа се, дакле, у партнерству између независности и поверења. Њен пример показује да истинска независност централне банке није апсолутна изолација од политичког система, већ способност да се аутономно, стручним критеријумима и уз пуну јавну одговорност доносе одлуке које обезбеђују дугорочну макроекономску стабилност и поверење јавности у институцију.

У наставку је у Табели 3.5. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности централне банке Јапана у 2024. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Мандати функционера централне банке одражавају степен њене персоналне независности и капацитет за континуирано и стручним критеријумима вођено управљање монетарном политиком. У периоду послератног централизованог монетарног режима, а нарочито након свеобухватних институционалних реформи током деведесетих година, успостављање релативно дугих и правно дефинисаних мандата представљало је механизам заштите централне банке од краткорочних политичких притисака (Cargill, Hutchison & Ito, 1997; Dwyer, 2004). Закон о Банци Јапана (чл. 24) прописује да мандат гувернера, заменика гувернера и чланова највишег монетарног одбора траје пет година, док су мандати ревизорске и извршне управљачке структуре краћи — четири, односно две године за саветодавне позиције ((Bank of Japan Act, 1998). Посебно значајна одредба је да се при упражњености функција, наследници именују само до краја мандата претходника, чиме се институционално штити континуитет монетарног управљања и спречава произвољно ресетовање кадровског циклуса (*term-reset limitation*) (Dwyer, 2004; Ito, 2014).

Табела 3.5: CWN индекс законске независности БоЈ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ФЕД*
1.Гувернер БоЈ	0,83		
а) Дужина мандата			
Краћи од 5 година		0,50	0,50
б)Ко именује гувернера БоЈ?			
Управни одбор БоЈ		1,00	1,00
в)Разрешење			
Из разлога који нису политички		0,83	0,83
г) Да ли гувернер БоЈ може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1665
2. Дефинисање политике	0,33		
а) Ко формулише МП			
БоЈ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
БоЈ у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		0,00	0,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
БоЈ нема активну улогу		0,00	0,833
3. Циљеви	1,00		
ЦС је један циљ заједно са потенцијално супротсављеним циљевима, као што је пуна запосленост		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	0,04		
а) Позајмице			
Нема ограничења у кредитирању Владе		0,00	0,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		0,00	0,00
ц) Договор између БоЈ и извршне власти			
Договор између БоЈ и извршне власти		0,00	0,00
ф)Доспелост кредита			
Није дефинисано		0,00	0,00
г)Каматне стопе на зајмове			
Није дефинисано		0,25	0,25
х) Забрана кредитирања			
Нема забране кредитирања			
			0,0208
Индекс укупне легалне независности (CWN) БоЈ			0,42

Извор: Систематизовао аутор према Акту о федералним резервама: Bank of Japan Act. (1998). *Act No. 89 of June 18, 1997 (Amended 1998).* Japanese Law Translation. https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3788, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Овлашћење за поновно именовање гувернера и других носилаца функција, прописано Законом, представља један од формалних механизама персоналне стабилности, типичан за централнобанкарске институције са колегијалним моделом одлучивања. Иако је у Закону истакнуто да се аутономија централне банке у „контроли новца и валуте мора поштовати“, истовремено је прописана и обавеза континуираног дијалога са владом ради усаглашавања општег макроекономског курса, што одражава јапански модел тзв. координисане независности, у коме Банка не прихвата инструкције, али одржава институционалну синхронизацију са фискалном и економском политиком државе (Dwyer, 2004; Bank of Japan, 2011; Orphanides, 2018). У том смислу, правно уређени мандати из 1998. године означавају фазу у којој је Банка Јапана ојачала оперативну и функционалну самосталност, задржавајући при том демократску одговорност кроз прописане процедуре и координацију са државним институцијама.

Поступак именовања носилаца функција у Банци Јапана представља једну од кључних димензија персоналне и институционалне независности, јер дефинише ко формално бира руководеће органе, али и какав механизам контроле постоји у случају кадровског прекида у одлучивању. Према члану 23,ставу 1 гувернера и његове заменике именује Влада Јапана (Cabinet of Japan), уз обавезну сагласност оба дома Парламента — Доњи дом – Представнички дом (House of Representatives) и Горњи дом – Дом саветника (House of Councillors), чиме се успоставља демократско легитимизован циклус централнобанкарског управљања (Bank of Japan Act, 1998; Dincer & Eichengreen, 2014). Став 2 овог члана даље прецизира да чланове монетарног одбора (*Policy Board Members*) именује Влада Јапана, са сагласношћу Парламента, али искључиво из реда лица која поседују релевантну експертизу у области економије и финансија, што је у литератури препознато као мера „професионалне заштите независности“ (expertise-based insulation) — систем у коме политика бира, али струка легитимише избор (Ito & Mishkin, 2006; Orphanides, 2018). Мандати других позиција одражавају различиту пирамиду одлучивања и надзора: ревизоре именује Влада Јапана (став 3), док извршне директоре и саветнике не именује директно Кабинет, већ их именује Министарство финансија(Ministry of Finance of Japan), на основу препоруке Управног одбора Банке (став 4), што указује на двостепени модел кадровске номинације (*board recommendation → state appointment*), чест у системима у којима се независност комбинује са државном координацијом (Tamaki, 1995; Dwyer, 2004).

Члан 25 Закона о Банци Јапана обезбеђује висок степен заштите статуса функционера централне банке, прописујући да они не могу бити разрешени пре истека мандата без сопствене сагласности (Bank of Japan Act, 1998). Разрешење је могуће искључиво у унапред строго дефинисаним случајевима, као што су покретање стечајног поступка, изрицање законске казне, правноснажна кривична осуда или утврђена неспособност за обављање функције услед здравствених разлога (Dwyer, 2004; Ito, 2014). На тај начин, закон ограничава дискрециono право извршне власти и спречава произвољно мешање у рад централне банке. Ова одредба представља један од кључних механизама персоналне независности Банке Јапана, јер забрана разрешења функционера против њихове воље током трајања мандата значајно смањује могућност политичког притиска, посебно у контексту вођења монетарне политике (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014). Разлози за разрешење су уско дефинисани и углавном правне или здравствене природе, што је у складу са међународним стандардима независности централне банке

(Cukierman et al., 1992). Посебно је значајно што се неспособност за обављање дужности утврђује од стране Управног одбора, а не искључиво органа извршне власти, чиме се додатно ограничава политичка интервенција (Dwyer, 2004; Ito, 2014). Међутим, укључивање Владе Јапана у поступак утврђивања неспособности ревизора указује на одређени степен институционалне повезаности између Банке Јапана и извршне власти, што представља блажи облик ограничења персоналне независности у поређењу са моделом Европске централне банке, где је разрешење чланова Извршног одбора могуће искључиво путем Суда правде Европске уније (BIS, 2009; Dincer & Eichengreen, 2014). У целини посматрано, члан 25 Закона о Банци Јапана значајно доприноси стабилности руководеће структуре и представља важан институционални предуслов за кредибилитет монетарне политике (Cukierman et al., 1992; Orphanides, 2018).

Члан 26 Закона о Банци Јапана прописује строга ограничења у погледу политичког и професионалног ангажовања функционера централне банке, са циљем очувања њихове неутралности и спречавања сукоба интереса (Bank of Japan Act, 1998). Ова одредба представља значајан инструмент заштите персоналне и функционалне независности Банке Јапана, јер уводи строга ограничења у погледу политичког и економског ангажовања њених функционера. Забрана политичког деловања и учешћа у изборним процесима има за циљ да спречи политизацију процеса доношења одлука централне банке, чиме се обезбеђује неутралност и објективност у спровођењу монетарне политике (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014). Истовремено, ограничење обављања плаћених активности и послова ради стицања добити спречава настанак сукоба интереса и јача професионални интегритет носилаца функција. Овакве одредбе су у складу са међународним стандардима управљања централним банкама, према којима функционери морају деловати искључиво у јавном интересу, без утицаја приватних или политичких мотива (BIS, 2009; Orphanides, 2018). Посебно је значајно што се одређени облици додатног ангажовања могу дозволити само уз сагласност Управног одбора и под условом да не утичу на вршење службених дужности, чиме се успоставља интерни механизам контроле, а не директна зависност од извршне власти. На тај начин, Закон комбинује рестриктивне мере са институционалном флексибилношћу, што доприноси балансу између професионалне аутономије и одговорности (Ito, 2014). У целини посматрано, члан 26 допуњује одредбе о мандату и разрешењу (чл. 24 и 25), формирајући заокружен систем заштите персоналне независности кроз три кључна елемента: стабилност мандата, ограничење разрешења и забрану политичког и приватног утицаја на рад функционера централне банке.

Чланом 14 је прописано да се у оквиру Банке Јапана оснива Монетарни одбор као највиши орган одлучивања у области монетарне политике (Bank of Japan Act, 1998). Оснивање Монетарног одбора као централног органа одлучивања представља кључни елемент функционалне независности Банке Јапана, јер се монетарна политика формулише и спроводи унутар институције, а не од стране извршне власти (Bank of Japan Act, 1998; Dwyer, 2004). Концентрација надлежности у овом органу омогућава да се одлуке о каматним стопама, ликвидности и кредитним условима доносе на основу стручних процена, што доприноси стабилности и кредибилитету монетарне политике (Ito, 2014; Orphanides, 2018). Посебно је значајно што Монетарни одбор има директну контролу над

кључним инструментима монетарне политике — каматним стопама и условима кредитирања — што је у складу са међународним стандардима независности централних банака. Овакав модел одлучивања обезбеђује оперативну аутономију у избору инструмената, док истовремено омогућава транспарентност и колегијалност у процесу доношења одлука (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014). Према члану 15 Закона о Банци Јапана, Монетарни одбор доноси одлуке о кључним питањима монетарне политике, укључујући утврђивање и измену каматних стопа, као и услове кредитирања и дисконтних операција (Bank of Japan Act, 1998). У целини посматрано, чланови 14 и 15 Закона о Банци Јапана постављају институционалну основу за функционисање Банке као модерне централне банке, у којој је монетарна политика формално измештена из домена директне политичке контроле и поверена стручном телу унутар саме институције. Оваква концентрација надлежности у оквиру Монетарног одбора указује на то да Банка Јапана не само да формално дефинише циљеве монетарне политике, већ поседује и пуну аутономију у избору инструмената за њихово остваривање, што представља суштину њене оперативне независности (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Према члану 19 Закона о Банци Јапана, представници Владе Јапана могу присуствовати седницама Монетарног одбора, износити мишљења и предлагати одлагање одлука, али без права гласа (Bank of Japan Act, 1998). Овакво решење указује на постојање институционализованог канала комуникације између монетарне и фискалне власти, чиме се обезбеђује координација економских политика без директног нарушавања аутономије централне банке. Могућност да представници владе иницирају одлагање гласања представља одређени инструмент утицаја, али је његова примена ограничена чињеницом да коначну одлуку о прихватању таквог захтева доноси сам Монетарни одбор. На тај начин, задржава се институционална равнотежа између сарадње и независности, јер се Влади омогућава да укаже на шире макроекономске импликације појединих одлука, док се истовремено очува кључни принцип да одлуке о монетарној политици остају у надлежности централне банке (Dincer & Eichengreen, 2014; Orphanides, 2018). У том смислу, ова одредба представља типичан пример координисане независности, где је утицај извршне власти ограничен на саветодавну и иницијативну улогу, без могућности наметања одлука. Овакав модел доприноси транспарентности и усклађености економске политике, али истовремено задржава суштинску оперативну самосталност Банке Јапана у формулисању и спровођењу монетарне политике.

У институционалном оквиру Јапана, улога БоЈ у процесу доношења државног буџета је формално ограничена и јасно одвојена од фискалне власти. Буџет припрема и спроводи Министарство финансија Јапана које координише читав буџетски процес и сноси пуну одговорност за његово креирање (Ministry of Finance Japan, 2026). Банка Јапана нема овлашћења да учествује у изради, предлагању или усвајању буџета, већ је њена улога институционално усмерена на спровођење монетарне политике (Bank of Japan, 2026; Bank of Japan Act, 1998). Иако постоје формализовани механизми комуникације, попут могућности присуства представника владе седницама органа Банке Јапана, ова интеракција не подразумева учешће централне банке у буџетском одлучивању (Bank of Japan Act, 1998, чл. 19). Стога се може закључити да је улога Банке Јапана у буџетском процесу искључиво индиректна и информативна, без формалног утицаја на креирање фискалне политике (Bank of Japan, 2026; Ministry of Finance Japan, 2026).

Законски оквир који уређује деловање Банке Јапана јасно дефинише њене основне функције и циљеве. Пре свега, Банци се поверава издавање новца и спровођење монетарне политике, али и обезбеђивање стабилног функционисања платног система, што указује на њену кључну улогу у очувању финансијске стабилности (Bank of Japan, 2026). Истовремено, закон поставља и јасан нормативни циљ монетарне политике, који се огледа у постизању ценовне стабилности као предуслова ширег економског развоја. На тај начин се улога Банке Јапана не своди само на техничко управљање новчаном масом, већ се позиционира као институција која својим деловањем доприноси укупној макроекономској стабилности (Bank of Japan, 2026).

Одредбе чланова 33–39 Закона о Банци Јапана регулишу оперативне активности Банке, њене односе са државом и могућност обављања додатних послова. Са аспекта финансијске независности, њихов значај може се сагледати кроз следећу анализу (Bank of Japan Act, 1997, чл. 33–39).

Табела 3.6: Утицај одредаба чланова 33–39 Закона о Банци Јапана на финансијску независност

ЧЛАН	САДРЖАЈ ОДРЕДБЕ	УТИЦАЈ НА ФИНАНСИЈСКУ НЕЗАВИСНОСТ
ЧЛАН 33	Монетарне операције, кредити уз колатерал, куповина и продаја финансијских инструмената, депозити и платни промет	Висок степен инструменталне флексибилности и самосталности у избору инструмената монетарне политике.
ЧЛАН 34	Финансијске трансакције са државом и могућност кредитирања владе у законом прописаним оквирима	Представља ограничење пуне финансијске независности због институционализоване повезаности са државним финансијама.
ЧЛАН 35	Управљање средствима државног трезора	Потврђује значајну улогу Банке у јавним финансијама и њену институционалну повезаност са државом.
ЧЛАН 36	Обављање појединих послова државне управе у области валуте и финансија	Указује на функционалну повезаност Банке са државним апаратом и релативизује потпуну финансијску независност.
ЧЛАН 37	Пословање Банке као агента владе	Показује висок степен интегрисаности Банке у систем јавних финансија.
ЧЛАН 38	Обављање других послова уз одобрење надлежних органа	Флексибилност деловања је ограничена потребом за институционалном сагласношћу.
ЧЛАН 39	Додатне активности у систему поравнања средстава уз одобрење премијера и министра финансија	Представља ограничење оперативне и финансијске независности због зависности од извршне власти.

Извор: Систематизовао аутор на основу Bank of Japan Act (1997/1998), чл. 33–39.

Анализа приказаних одредаба показује да Банка Јапана располаже значајном инструменталном флексибилношћу у спровођењу монетарне политике. Међутим, закон предвиђа више механизама сарадње са државом, укључујући управљање трезорским средствима, улогу агента владе и могућност обављања појединих активности уз одобрење извршне власти. Стога се може закључити да је финансијска независност Банке Јапана релативно висока, али не и потпуна, јер поједине законске одредбе омогућавају институционалну повезаност Банке и државе у области јавних финансија (Cukierman, 1992; Bank of Japan Act, 1997).

3.6. Сумарни приказ независности централних банака развијених земаља у условима глобалне финансијске кризе

Индекс независности централне банке према Cukierman, Webb и Neyapti (1992) представља један од најзначајнијих инструмената у литератури за мерење степена правне (de jure) независности, будући да омогућава релативно стандардизовано и упоредиво сагледавање институционалног положаја централних банака. Његов основни допринос огледа се у систематизацији различитих елемената институционалног дизајна – као што су начин именовања и разрешења руководства, формулисање циљева, као и ограничења у финансирању јавног сектора – који заједно одређују степен формалне независности централне банке (Cukierman, 1992). Даље унапређење овог приступа дато је у раду Cukierman, Webb и Neyapti (1992), где се, поред законске независности, уводи и димензија стварне (de facto) независности, кроз показатеље као што је учесталост смене гувернера, чиме се настоји да се оствари превазилажење ограничења искључиво нормативног приступа.

Иако овај индекс задржава значајну аналитичку вредност, његов домет је у одређеној мери условљен теоријским оквиром у којем је развијен. Наиме, овај индекс настаје у периоду у коме је у теорији централног банкарства доминирао проблем инфлаторне пристрасности, односно тежња економске политике ка краткорочно експанзивним решењима на штету дугорочне стабилности (Kydland & Prescott, 1977; Barro & Gordon, 1983). У том контексту, институционална решења која ограничавају утицај извршне власти на централну банку посматрана су као кључни механизам за очување ценовне стабилности. Сходно томе, сам индекс придаје већу тежину управо оним аспектима који обезбеђују независност у избору и примени монетарних инструмената.

Савремена литература и институционална пракса, међутим, указују на потребу за прецизнијим разликовањем више димензија независности. Поред правне (de jure) независности, све већи значај придаје се оперативној, односно инструменталној независности, затим независности циља, финансијској независности, као и стварној (de facto) независности која зависи од политичке праксе и институционалног контекста (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Eijffinger & de Haan, 1996; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). Управо у том смислу може се закључити да Цукерманов индекс, иако изузетно значајан као полазиште за компаративну анализу, превасходно обухвата правну и делимично оперативну димензију независности, док друге компоненте остају недовољно обухваћене или се могу сагледати тек посредно.

Сходно наведеном, резултате добијене применом Цукермановог индекса неопходно је тумачити са извесном дозом опреза, имајући у виду да висок степен формалне независности не мора нужно значити и висок степен стварне независности у пракси. Разлика између de jure и de facto независности посебно долази до изражаја у условима економских криза, када и институционално веома независне централне банке делују у тесној интеракцији са фискалном политиком, што додатно указује на ограничења искључиво нормативних индикатора независности.

Анализа степена независности Федералних резерви САД на основу CWN индекса указује на релативно висок ниво правне независности, са укупним резултатом од 0,84. Ова вредност позиционира ФЕД међу институције са израженом институционалном аутономијом, али истовремено открива и одређене специфичности у структури те независности. Највиши степен независности уочава се у домену ограничења кредитирања владе, где ФЕД остварује максималне вредности. Забрана директног финансирања државе, као и ограничења у погледу примарног тржишта државних хартија од вредности, указују на снажну институционалну баријеру према фискалној доминацији. Овај резултат је у складу са теоријским очекивањима Cukierman, Webb и Neyapti (1992) приступа, који управо овај сегмент сматра кључним за очување ценовне стабилности (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

У оквиру категорије дефинисања политике, ФЕД показује висок степен оперативне, односно инструменталне независности. Централна банка формулише монетарну политику и има одлучујућу улогу у случају конфликта, што потврђује њену снажну позицију у процесу доношења одлука. Ипак, чињеница да су циљеви монетарне политике законом дефинисани (двоструки мандат – ценовна стабилност и пуна запосленост) указује да ова независност није апсолутна, већ се пре свега односи на избор инструмената, а не на самостално дефинисање крајњих циљева. Посебно је значајно уочити да је најнижи резултат остварен у категорији циљева, што додатно потврђује ограничен степен независности циља. У складу са CWN методологијом, постојање више, потенцијално конфликтних циљева умањује укупну оцену независности, јер отвара простор за шире тумачење мандата и потенцијално већи утицај политичких фактора. Када је реч о персоналној независности, резултати су нешто нижи у поређењу са осталим категоријама. Иако је дужина мандата председавајућег дуга, што доприноси стабилности функције, улога извршне власти у именовању, као и могућност разрешења, уносе одређени степен институционалне зависности. Ово је карактеристично за ФЕД, који, за разлику од неких других централних банака, функционише у оквиру система у којем постоји снажан демократски надзор. У целини посматрано, структура CWN индекса показује да је независност Федералних резерви САД пре свега изражена у домену инструмената и ограничења финансирања државе, док је независност циља ограниченија и условљена законским мандатом. Овај налаз је у складу са ширим теоријским увидом да савремене централне банке, укључујући ФЕД, поседују висок степен оперативне аутономије, али не и потпуну слободу у дефинисању крајњих циљева монетарне политике.

Анализа степена независности Европске централне банке на основу Cukierman, Webb и Neyapti (1992) индекса показује изузетно висок ниво правне независности, са укупним

резултатом од 0,98, што је сврстава међу институције са највишим степеном институционалне аутономије. Овако висок степен институционалне независности последица је доследно конципираног правног оквира који у великој мери минимизира могућност политичког утицаја на монетарну политику. У домену ограничења кредитирања владе, Европска централна банка остварује максималне вредности, што указује на снажну институционалну баријеру према фискалној доминацији. Забрана директног финансирања јавног сектора и ограничења у погледу учешћа на примарном тржишту државних хартија од вредности представљају један од кључних елемената њене независности. Овај аспект је у потпуности у складу са теоријским полазиштима у мерењу CWN индекса, који управо ову димензију препознаје као централну за очување монетарне стабилности. Посебно је значајно истаћи да Европска централна банка показује највиши степен независности у категорији циљева, што је разликује у односу на већину других централних банака. Примарни циљ ценовне стабилности је јасно дефинисан и има приоритет у односу на све остале економске циљеве, при чему централна банка задржава коначну реч у случају потенцијалних конфликата. Овакво решење представља типичан пример високог степена не само инструменталне, већ и релативно изражене независности циља.

У погледу дефинисања политике, Европска централна банка има потпуну контролу над формулисањем и спровођењем монетарне политике, као и одлучујућу улогу у случају неслагања са другим актерима. Ово додатно потврђује висок степен оперативне независности, који је у овом случају институционално снажније изражен него код већине других централних банака. Када је реч о персоналној независности, резултати такође указују на висок степен институционалне заштићености. Дужина мандата, ограничени разлози за разрешење који искључују политичке мотиве, као и забрана обављања других јавних функција, доприносе стабилности и аутономији руководства. За разлику од система као што је ФЕД, где постоји израженија улога националних институција у процесу именовања, код ЕЦБ је тај процес више интерно институционализован, што додатно смањује директан политички утицај. У целини посматрано, структура CWN индекса показује да Европске централне банке представља пример централне банке са изразито високим степеном правне и оперативне независности, уз истовремено релативно снажно наглашену независност циља. Ова комбинација је у значајној мери последица специфичног институционалног оквира монетарне уније, у којем је централна банка конципирана као наднационална институција, изолована од директних утицаја појединачних држава чланица.

Анализа степена независности Швајцарске националне банке на основу CWN индекса показује изузетно висок степен правне независности, са укупним резултатом од 0,98. Ова вредност сврстава СНБ у групу институција са највишим нивоом институционалне аутономије, при чему је структура њене независности у великој мери уједначена и конзистентна. У домену ограничења кредитирања владе, Швајцарска национална банка остварује максималне вредности, што указује на јасно дефинисану и снажно институционализовану заштиту од фискалне доминације. Забрана директног финансирања јавног сектора, као и ограничења у погледу примарног тржишта државних хартија од вредности, представљају кључни елемент њене независности, у складу са основним поставкама CWN приступа. Када је реч о дефинисању монетарне политике, Швајцарска национална банка задржава пуну контролу над формулисањем и спровођењем монетарне

политике, као и коначну реч у случају потенцијалних сукоба. Овај аспект указује на висок степен оперативне, односно инструменталне независности, који је у пракси један од најзначајнијих показатеља стварне аутономије централне банке.

У категорији циљева, резултат указује да је ценовна стабилност примарни циљ, што доприноси високом укупном индексу. Ипак, иако је овај циљ јасно наглашен, он је дефинисан у оквиру ширег законског мандата, што значи да се независност циља не може посматрати као апсолутна, већ као нормативно утемељена и институционално ограничена.У погледу персоналне независности, Швајцарска национална банка показује висок степен институционалне стабилности. Дужина мандата, као и ограничени разлози за разрешење који искључују политичке мотиве, доприносе континуитету у вођењу монетарне политике. Додатно, забрана обављања других јавних функција јача позицију руководства и смањује потенцијалне конфликте интереса. У целини посматрано, структура CWN индекса показује да Швајцарска национална банка представља пример централне банке са веома високим степеном правне и оперативне независности, уз јасно дефинисан примат ценовне стабилности. Овакав институционални оквир доприноси високом степену кредибилитета, али истовремено, као и код других савремених централних банака, не искључује потребу за координацијом са ширим економским политикама у специфичним макроекономским околностима.

Анализа степена независности Банке Енглеске на основу CWN индекса указује на висок ниво правне независности, са укупним резултатом од 0,95. Ова вредност сврстава Банку Енглеске међу институције са снажно израженом институционалном аутономијом, иако нешто испод нивоа који остварују Европска централна банка и Швајцарска народна банка. У домену ограничења кредитирања владе, Банка Енглеске остварује максималне вредности, што указује на јасно институционално раздвајање монетарне и фискалне функције. Забрана директног финансирања јавног сектора, као и ограничења у погледу примарног тржишта државних хартија од вредности, представљају кључне механизме за очување независности. Када је реч о дефинисању монетарне политике, Банка Енглеске има висок степен оперативне независности. Централна банка формулише монетарну политику и има одлучујућу улогу у случају конфликта, што указује на снажну позицију у процесу доношења одлука. Ипак, као и код већине савремених централних банака, ова независност се пре свега односи на избор инструмената, док су основни циљеви дефинисани у оквиру законског и институционалног мандата.

У категорији циљева, Банка Енглеске бележи висок резултат с обзиром на то да је ценовна стабилност примарни циљ монетарне политике, уз могућност да централна банка има коначну реч у случају конфликта са другим економским циљевима. Овај аспект приближава је моделу који карактерише Европска централна банка, иако у пракси остаје одређени степен повезаности са економском политиком владе. У погледу персоналне независности, резултати указују на висок, али не и максималан степен институционалне заштићености. Иако су мандати релативно дуги и разрешење је ограничено на неполитичке разлоге, сам процес именовања укључује одређени степен институционалне интеракције са државним структурама, што донекле умањује укупни индекс у овој категорији. У целини посматрано, структура CWN индекса показује да Банку Енглеске карактерише висок степен правне и оперативне независности, уз релативно јасно

дефинисан примат ценовне стабилности. Ипак, у односу на ЕЦБ и СНБ, њена независност је у извесној мери условљена, пре свега због већег степена институционалне повезаности са националним економским оквиром.

Анализа степена независности Банке Јапана на основу CWN индекса указује на значајно нижи ниво правне независности у односу на остале анализиране централне банке, са укупним резултатом од 0,52. Ова вредност позиционира Банку Јапана као институцију са релативно ограниченом формалном аутономијом, што је пре свега последица специфичне структуре њеног институционалног оквира. Најизраженије ограничење независности уочава се у домену ограничења кредитирања владе, где Банке Јапана остварује веома низак резултат. За разлику од осталих анализираних централних банака, код којих постоје јасно дефинисане забране директног финансирања јавног сектора, у овом случају нормативни оквир оставља знатно шири простор за интеракцију са фискалном политиком. Недостатак експлицитних ограничења у погледу кредитирања владе, као и постојање институционалних аранжмана који подразумевају координацију са извршном влашћу, значајно утичу на укупан индекс независности. У оквиру дефинисања монетарне политике, Банке Јапана формално задржава улогу у формулисању монетарне политике, али је њена позиција ослабљена у погледу коначног одлучивања у случају сукоба. Низак резултат у овој категорији указује на то да институционални оквир не обезбеђује потпуну аутономију у односу на друге носиоце економске политике, што представља значајну разлику у односу на, на пример, Европску централну банку или Федералне резерве САД.

У категорији циљева, резултат показује да ценовна стабилност није једини, већ један од више потенцијално конкурентних циљева, што додатно смањује степен независности у смислу Cukierman, Webb и Neyapti (1992) методологије. Оваква поставка отвара простор за шире тумачење мандата и потенцијално већи утицај економске политике државе на деловање централне банке.Када је реч о персоналној независности, краћи мандат руководства и специфичности у процесу именовања утичу на релативно нижи ниво институционалне стабилности у поређењу са другим анализираним централним банкама. Иако су разлози за разрешење формално неполитичке природе, укупна структура овог сегмента не обезбеђује исти степен заштите од потенцијалних спољних утицаја. У целини посматрано, структура CWN индекса показује да је независност Банке Јапана знатно ограниченија у односу на остале анализиране институције, посебно у домену финансијских односа са државом и институционалне аутономије у доношењу одлука. Овај налаз, међутим, не треба тумачити искључиво као недостатак независности, већ и као одраз специфичног модела односа између монетарне и економске политике, у којем је координација са државом израженија него у другим развијеним економијама.

Упоредна анализа степена независности Федералних резерви САД, Европске централне банке, Швајцарске националне банке, Банке Енглеске и Банке Јапана на основу Cukierman, Webb и Neyapti (1992) методологије показује постојање високог степена правне независности код већине анализираних институција, али и значајне разлике у структури те независности. Највише вредности индекса бележе Европска централна банка и Швајцарска народна банка (0,98), затим Банка Енглеске (0,95), док Федералне резерве имају нешто нижи, али и даље висок ниво независности (0,84). Насупрот томе,

Банка Јапана издваја се знатно нижим резултатом (0,52), што указује на специфичан институционални модел. Посматрано по појединачним компонентама, може се уочити да све анализиране централне банке, изузев Банке Јапана, карактерише изразито висок степен ограничења кредитирања државе, што представља један од кључних елемената правне независности у оквиру ове методологије. Овај резултат указује на снажно институционално раздвајање монетарне и фискалне функције и потврђује доминантну улогу централних банака у очувању ценовне стабилности. Истовремено, све анализиране институције показују висок степен оперативне, односно инструменталне независности, будући да самостално формулишу и спроводе монетарну политику.

Међутим, значајне разлике уочавају се у погледу независности циља. Док Европска централна банка, Швајцарска национална банка и у великој мери Банка Енглеске имају јасно дефинисан примат ценовне стабилности, код Федералних резерви САД и посебно Банке Јапана присутан је шири, вишеструки мандат, који укључује и потенцијално конфликтне циљеве. Ова разлика указује да висок степен независности, мерен CWN индексом, не подразумева нужно и потпуну аутономију у дефинисању циљева монетарне политике. Укупно посматрано, може се закључити да већина анализираних централних банака припада моделу у којем је независност најизраженија у домену инструмената, док је независност циља у већој или мањој мери ограничена законским и институционалним оквиром. Банка Јапана, са друге стране, представља пример институције код које су ограничења присутна у више димензија независности, посебно у области односа са државом.

Посебно значајно ограничење анализе засноване на Cukierman, Webb и Neyapti (1992) методологији огледа се у чињеници да он не обухвата у довољној мери трансформацију инструмената монетарне политике у условима савремених криза. Наиме, искуства глобалне финансијске кризе и каснијих поремећаја показала су да су централне банке развијених земаља, укључујући Федералне резерве САД, Европску централну банку и Банку Енглеске, прибегавале такозваним неконвенционалним мерама, пре свега квантитативном попуштању (quantitative easing). Ове мере се у теорији и пракси често представљају као нови инструменти монетарне политике, међутим, суштински посматрано, оне у великој мери представљају проширење и интензивирање постојећих механизама, пре свега кроз обимније операције на тржишту и директно утицање на монетарну базу.

Кроз програме квантитативног попуштања, централне банке значајно увећавају своје билансе и количину новца у оптицају, што се може тумачити као проширена форма класичних операција на отвореном тржишту, али са далеко већим обимом и другачијом структуром активе. У том смислу, може се говорити о извесној релативизацији традиционалне поделе на „стандардне“ и „нестандардне“ инструменте, будући да нови називи и оквири често прикривају континуитет са постојећим инструментаријумом, уз истовремено увођење додатних механизама који омогућавају интензивнију примарну емисију новца.

Иако се ове мере оправдавају потребом стабилизације финансијског система и подстицања економске активности у условима кризе, њихова дугорочна примена носи и одређене макроекономске импликације. У литератури се указује да значајно повећање монетарне масе, посебно у посткризним фазама, може допринети појачаним инфлаторним притисцима, иако интензитет и временска динамика овог ефекта зависе од ширег

економског контекста. Стога се може закључити да квантитативно попуштање, као инструмент, истовремено представља израз високог степена инструменталне независности централних банака, али и потенцијални извор нових изазова у вођењу монетарне политике.

У том контексту, посебно је значајно истаћи да је Банка Јапана била пионир у примени оваквих мера, будући да је већ крајем деведесетих година, након финансијске кризе и продужене дефлације, увела ране форме квантитативног попуштања. Ово искуство указује да се трансформација инструмената монетарне политике не може посматрати искључиво као реакција на глобалну кризу из 2008. године, већ као процес који има дубље институционалне и историјске корене.

Сходно наведеном, може се закључити да CWN индекс, иако адекватно мери формалну независност у оквиру традиционалног инструментаријума, не обухвата у довољној мери еволуцију монетарне политике у савременим условима. Управо зато, анализа степена независности централних банака захтева укључивање ширег концептуалног оквира, који обухвата не само формалне институционалне карактеристике, већ и стварне облике деловања у условима кризе.

Стога се може закључити да независност централних банака, иако формално високо институционализована, у савременим условима све више поприма карактер функционалне аутономије, чији се домети не могу у потпуности разумети без анализе трансформације монетарних инструмената и праксе кризног деловања, што уједно указује на ограничења класичних индекса независности.

ЧЕТВРТО ПОГЛАВЉЕ

КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА ИЗАБРАНИХ ЗЕМАЉА У РАЗВОЈУ

Савремени законски оквири су у великом броју земаља у развоју током последњих деценија значајно усклађени са међународним стандардима и принципима независности централног банкарства, степен стварне независности често зависи од ширег економског, политичког и институционалног окружења у коме централна банка функционише.

У овом поглављу анализирају се карактеристике независности централних банака одабраних земаља у развоју и транзиционих економија, односно Хрватске, Босне и Херцеговине, Црне Горе, Чешке Републике и Пољске. Избор наведених земаља заснива се на чињеници да су њихови монетарни и институционални аранжмани развијани у различитим економским и политичким околностима, што омогућава свеобухватнију анализу фактора који утичу на независност централних банака.

Посебна пажња посвећена је анализи независности са аспекта дефинисаних функција, циљева и инструмената монетарне политике, као и идентификовању квантитативних и квалитативних индикатора независности. Поред формалних законских решења, разматра се и однос између институционалне и фактичке независности, јер законски дефинисан степен аутономије централне банке не мора нужно бити одраз њене стварне способности да самостално спроводи монетарну политику без спољних, пре свега политичких, утицаја.

На крају поглавља посебно се анализира утицај глобалне финансијске кризе из 2008. године и кризе изазване пандемијом COVID-19 на остваривање стварне независности централних банака земаља у развоју у поређењу са централним банкама развијених земаља. Кризна дешавања показала су да је независност централних банака динамична категорија чији се значај и практични домети мењају у складу са економским околностима, степеном фискалних притисака и улогом коју централне банке преузимају у очувању макроекономске и финансијске стабилности.

4.1. Анализа степена независности централне банке Хрватске

4.1.1. Степен независности Хрватске народне банке са аспекта дефинисаних функција

Правни положај Хрватске народне банке (ХНБ) уређен је пре свега Законом о Хрватској народној банци, као основним правним актом којим се дефинишу њен статус, циљеви, задаци, организација и однос са другим институцијама, како на националном тако и на наднационалном нивоу. Поред националног законодавства, институционални оквир ХНБ-а значајно је обликован и правом Европске уније, пре свега одредбама Уговора о функционисању Европске уније и Статута Европског система централних банака и Европске централне банке, што је последица чланства Републике Хрватске у Европској унији и увођења евра као званичне валуте (ХНБ, 2020; ЕСВ, 2023). Хрватска народна банка има статус правног лица и делује као централна банка Републике Хрватске, при

чему је у искључивом власништву државе. Основни циљ ХНБ-а јесте одржавање стабилности цена, што представља кључни елемент њеног институционалног мандата. У остваривању овог циља, ХНБ је дужна да подржава опште економске политике Европске уније, под условом да тиме не угрожава примарни циљ стабилности цена (ХНБ, 2020).

Посебан значај у правном оквиру има принцип независности централне банке. Закон о Хрватској народној банци, у складу са правом Европске уније, експлицитно прописује да ХНБ, као и чланови њених органа одлучивања, не смеју тражити нити примати упутства од органа Републике Хрватске, институција Европске уније или било ког другог субјекта. Овакво нормативно решење представља кључну гаранцију институционалне и функционалне независности централне банке, што је у складу са стандардима развијених економија и захтевима Европског система централних банака (ECB, 2023). Институционални положај ХНБ-а додатно је трансформисан увођењем евра 1. јануара 2023. године, када је Хрватска народна банка постала саставни део Европског система централних банака и Евросистема. Од тог тренутка, национални оквир деловања ХНБ-а интегрисан је у шири наднационални монетарни систем, у којем се монетарна политика утврђује на нивоу Европске централне банке, док ХНБ учествује у њеном креирању преко свог гувернера и спроводи донете одлуке на националном нивоу (ECB, 2023).

Ова институционална поставка указује на специфичност савременог правног положаја ХНБ-а, који се заснива на комбинацији националног суверенитета и наднационалне координације. Док формално задржава статус националне централне банке, ХНБ је суштински део јединственог монетарног система еврозоне, што има директне импликације на степен њене оперативне и инструменталне самосталности. Аналитички посматрано, оваква двослојна структура институционалног оквира не умањује независност ХНБ-а, већ је трансформише. Независност се више не остварује искључиво у односу на националне власти, већ и кроз учешће у институционално независном систему на нивоу Европске уније. Стога се може закључити да је независност ХНБ-а „подељена“, али истовремено и ојачана укључивањем у Евросистем, који представља један од најразвијенијих модела независности централне банке у савременим економијама.

Институционална организација Хрватске народне банке уређена је Законом о Хрватској народној банци, којим се прецизно дефинишу органи управљања, њихове надлежности, као и унутрашња организациона структура Банке. Основни орган одлучивања у ХНБ-у јесте Савет Хрватске народне банке, који представља кључно тело за доношење одлука у оквиру националног домена деловања централне банке (ХНБ, 2020). Савет ХНБ-а чине гувернер, заменик гувернера и вицегувернери. Гувернер председава радом Савета и представља Банку у земљи и иностранству, укључујући и учешће у органима Европске централне банке, што је од посебног значаја након приступања Евросистему. Чланове Савета именује Хрватски сабор на предлог надлежних институција, што представља важан елемент персоналне независности, али и механизам демократске легитимације (ХНБ, 2020).

Надлежности Савета обухватају доношење одлука и аката неопходних за остваривање циљева и извршавање задатака ХНБ-а, укључујући регулаторне, супервизорске и друге функције које су остале у националној надлежности. Међутим, након увођења евра, класичне функције утврђивања монетарне политике више нису у искључивој

надлежности овог тела, већ се кључне одлуке доносе на нивоу Евросистема, док Савет ХНБ-а има улогу у њиховој имплементацији и уређењу осталих области деловања Банке (ECB, 2023). Поред Савета, организациона структура ХНБ-а обухвата и унутрашње организационе јединице, које су функционално распоређене у складу са основним задацима централне банке. Те јединице обухватају секторе и дирекције задужене за монетарне операције, финансијску стабилност, супервизију кредитних институција, платне системе, управљање девизним резервама, као и економска истраживања и статистику (ХНБ, 2023). Оваква организациона структура одражава двоструку природу савременог деловања ХНБ-а. Са једне стране, Банка функционише као део ширег система Европског система централних банака, што подразумева координацију са Европском централном банком и другим националним централним банкама. Са друге стране, она задржава значајне националне надлежности, пре свега у области супервизије, финансијске стабилности и регулативе (EU, 2026).

Структура органа ХНБ-а показује висок степен усклађености са моделом централних банака у еврозони, при чему је посебно значајна улога гувернера као споне између националног и наднационалног нивоа одлучивања. Управо ова позиција указује на специфичан облик „институционалне интерконекције“, где се персонална независност чланова органа одлучивања комбинује са учешћем у колективном доношењу одлука на нивоу Евросистема.

Питање одлучивања о циљевима и инструментима монетарне политике у случају Хрватске народне банке захтева јасно разликовање периода пре и након приступања еврозони, будући да је институционални положај ХНБ-а у том погледу суштински измењен.У периоду пре увођења евра, Хрватска народна банка је самостално утврђивала циљеве монетарне политике, при чему је основни циљ био одржавање стабилности цена. Истовремено, ХНБ је располагала пуним инструментаријумом монетарне политике, укључујући операције на отвореном тржишту, обавезну резерву и друге инструменте, које је користила ради остваривања постављених циљева. Одлуке у овим областима доносио је Савет ХНБ-а, што указује на висок степен инструменталне и оперативне независности у националном оквиру (ХНБ, 2020).

Међутим, увођењем евра 1. јануара 2023. године долази до суштинске промене у систему одлучивања. Монетарна политика више није у искључивој надлежности националне централне банке, већ се дефинише на нивоу Евросистема, односно Европске централне банке. Конкретно, циљ стабилности цена, као и инструменти за његово остваривање, утврђују се од стране Управног већа Европске централне банке, које представља централно тело одлучивања у оквиру еврозоне (ECBa, 2023). У том контексту, улога ХНБ-а трансформише се из самосталног креатора монетарне политике у институцију која учествује у колективном доношењу одлука и спроводи заједничку монетарну политику. Гувернер ХНБ-а учествује у раду органа ЕЦБ, чиме се обезбеђује индиректан утицај на формулисање циљева и инструмената, док се саме одлуке имплементирају на националном нивоу (ECBb, 2023).

Ипак, важно је нагласити да ХНБ задржава одређени степен самосталности у областима које нису у потпуности централизоване, као што су макропруденцијална политика, супервизија кредитних институција и мере очувања финансијске стабилности. У

тим сегментима, Савет ХНБ-а и даље доноси одлуке о инструментима и њиховој примени, што указује на постојање „делимичне инструменталне независности“ на националном нивоу (ХНБ, 2020). Прелазак са националног на наднационални ниво одлучивања довео је до трансформације класичне инструменталне независности ХНБ-а. Док је у претходном периоду постојала јасна концентрација овлашћења унутар националне централне банке, у савременом оквиру она је замењена моделом подељене надлежности. Међутим, ова „децентрализација“ не подразумева слабљење независности, већ њену институционалну еволуцију, при чему се кључне одлуке доносе у оквиру једног од најнезависнијих монетарних система у свету — Евросистема.

Функција вођења монетарне политике представља једну од кључних функција Хрватске народне банке, али је њен садржај суштински измењен приступањем еврозони. Основни циљ монетарне политике остаје одржавање стабилности цена, што је уједно и примарни циљ читавог Евросистема (ЕСВ, 2023в). Међутим, за разлику од периода пре увођења евра, када је ХНБ самостално креирала и спроводила монетарну политику, данас се кључне одлуке доносе на нивоу Европске централне банке. Управно веће Европске централне банке утврђује циљеве и инструменте монетарне политике еврозоне, док ХНБ учествује у процесу одлучивања преко свог гувернера и спроводи донете мере на националном нивоу (ЕСВ, 2023в). Имплементација монетарне политике подразумева коришћење инструмената као што су операције на отвореном тржишту, сталне олакшице и обавезна резерва, при чему ХНБ делује као операциони носилац тих мера у Републици Хрватској. Оваква подела улога указује на трансформацију монетарне функције — од национално самосталне ка колективној и координисаној у оквиру Евросистема при чему ХНБ више нема пуну инструменталну независност у области монетарне политике, али задржава оперативну улогу у њеној имплементацији. Истовремено, учешће у одлучивању на нивоу Евросистема обезбеђује индиректан утицај, што указује на трансформацију, а не нестанак монетарне функције на националном нивоу.

Функција зајмодавца у крајњој инстанци представља један од темељних механизама за очување стабилности финансијског система и односи се на обезбеђивање ликвидности финансијским институцијама у условима кризе. У случају Хрватске народне банке, ова функција је задржана и након приступања еврозони, али је њено остваривање условљено правилима Евросистема. ХНБ може обезбедити ликвидносну подршку кредитним институцијама које се суочавају са привременим проблемима ликвидности, под условом да су те институције солвентне. Ова подршка се најчешће реализује кроз механизам ванредне ликвидносне помоћи (Emergency Liquidity Assistance – ELA), који формално одобрава национална централна банка, али уз надзор и могућност ограничења од стране Европске централне банке (ЕСВ, 2023г). На овај начин, функција зајмодавца у крајњој инстанци остаје у домену националне централне банке, али у оквиру координисаног система који спречава прекомерне ризике по стабилност еврозоне у целини. Ова функција представља један од кључних елемената очуване националне аутономије ХНБ-а. Иако је подложна наднационалној контроли, она омогућава брзу реакцију у условима кризе, што је од суштинског значаја за финансијску стабилност.

Супервизорска функција Хрватске народне банке односи се на надзор над кредитним институцијама са циљем очувања стабилности банкарског система. Ова функција има

посебан значај у савременом институционалном оквиру, будући да представља једну од кључних националних надлежности која је делимично интегрисана у европски систем надзора. Након приступања банкарској унији, супервизија значајних банака пренета је на ниво Европске централне банке у оквиру Јединственог надзорног механизма (Single Supervisory Mechanism – SSM), док ХНБ учествује у заједничким надзорним тимовима и спроводи одлуке на националном нивоу. Истовремено, ХНБ задржава директну надлежност над мање значајним кредитним институцијама (ECB, 2023д). Поред микропруденцијалног надзора, ХНБ има значајну улогу и у области макропруденцијалне политике, где самостално или у сарадњи са другим институцијама доноси мере усмерене на смањење системских ризика. Супервизорска функција ХНБ-а представља пример подељене надлежности између националног и наднационалног нивоа. Овакав модел омогућава комбинацију локалног знања и централизације одлучивања, што доприноси већој ефикасности и стабилности финансијског система.

Анализа институционалног оквира, организационе структуре, процеса одлучивања и функција Хрватске народне банке указује на значајну трансформацију њеног положаја након приступања еврозони. Док је у претходном периоду ХНБ деловала као класична национална централна банка са високим степеном циљне и инструменталне независности, у савременом оквиру њена улога је интегрисана у Евросистем у коме се кључне одлуке доносе на нивоу Европске централне банке. Ова институционална промена довела је до редефинисања појединих аспеката независности ХНБ-а. Циљна и инструментална независност у области монетарне политике више нису у потпуности у националној надлежности, већ су пренете на наднационални ниво. Међутим, то не значи њихово укидање, већ трансформацију у оквиру колективног система одлучивања, у којем ХНБ учествује преко свог гувернера. Са друге стране, одређени сегменти деловања, попут функције зајмодавца у крајњој инстанци, супервизије кредитних институција и макропруденцијалне политике, и даље омогућавају очување значајног степена националне оперативне и институционалне самосталности. Посматрано у целини, институционални модел ХНБ-а представља пример „подељене независности“, у којем се национални и наднационални ниво међусобно допуњују. Овакав приступ омогућава истовремено очување стабилности финансијског система на националном нивоу и учешће у једном од најразвијенијих монетарних система у свету. Управо због тога, савремени положај ХНБ-а може се оценити као еволутивни облик независности централне банке, прилагођен условима економске и монетарне интеграције у Европској унији.

4.1.2. Достигнут ниво независности Хрватске народне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Инструменти монетарне политике Хрватске народне банке развијали су се у складу са специфичностима хрватске економије, при чему је њихова структура била условљена високим степеном евроизације, снажном изложеношћу финансијског система девизном ризику и значајним утицајем спољних фактора. У таквом окружењу, монетарна политика није се могла ослањати искључиво на класичне инструменте засноване на каматном каналу, већ је подразумевала комбинацију мера усмерених на стабилност девизног курса, контролу ликвидности и очување финансијске стабилности (Lang & Krznar, 2004).

У периоду пре увођења евра, централно место у инструментаријуму ХНБ-а заузимале су девизне интервенције, које су коришћене ради ублажавања прекомерних осцилација курса куне према евру. Овај инструмент био је од посебног значаја због чињенице да је значајан део финансијских обавеза у економији био индексиран у страној валути, те су промене курса имале директне ефекте на билансне позиције привреде и банкарског сектора. Истраживања показују да је у хрватском случају управо канал девизног курса представљао доминантан механизам трансмисије монетарне политике, док је канал каматне стопе био релативно слаб, што је условило специфичан избор инструмената (Lang & Krznar, 2004; Égert, 2007). Поред девизних интервенција, значајну улогу имали су и резервни инструменти, пре свега обавезна резерва и њени проширени облици. Ови инструменти коришћени су ради управљања ликвидношћу банкарског система, али и као средство ограничења прекомерног кредитног раста, нарочито у условима снажних капиталних прилива. У том контексту, ХНБ је примењивала и различите макропруденцијалне и административне мере, што је било у складу са налазима да су централне банке у економијама са високим степеном финансијске отворености често приморане да користе шири спектар инструмената како би очувале стабилност система (Вујчић, 2016; BIS, 2019).

Иако су операције на отвореном тржишту и каматне стопе биле присутне у инструментаријуму ХНБ-а, њихова улога била је ограничена у односу на класичне монетарне режиме. Разлог за то лежи у структури финансијског система, где су банке у значајној мери зависиле од девизних извора финансирања, а дужници били изложени валутном ризику. У таквим условима, промена домаћих каматних стопа није увек могла да произведе снажан и предвидив ефекат на економску активност, што је додатно потврдило доминантну улогу канала девизног курса у трансмисији монетарне политике (Lang & Krznar, 2004). Након приступања Европској унији, ХНБ је задржала постојећи инструментаријум, али је његова примена постепено усклађивана са правним и институционалним оквиром Европске уније. Овај период карактерише континуитет у употреби девизних интервенција и резервних инструмената, уз истовремено приближавање моделу монетарне политике који примењује Европска централна банка. Упркос томе, суштинска промена наступа тек увођењем евра 2023. године, када ХНБ постаје део Евросистема и прелази на примену заједничког инструментаријума монетарне политике (ECB, 2023ђ).

У савременом оквиру, инструменти као што су главне операције рефинансирања, дугорочне операције рефинансирања, сталне олакшице и минималне резерве постају доминантни механизми монетарне политике, при чему ХНБ више не одлучује самостално о њиховим параметрима, већ их имплементира у складу са одлукама Европске централне банке. На тај начин долази до трансформације националног инструментаријума у део јединственог система монетарне политике, што подразумева и напуштање ранијег ослањања на девизне интервенције као кључни инструмент стабилизације (ECB, 2023ђ). У условима кризе, инструментаријум се додатно проширује применом нестандардних мера. У том контексту, посебно место заузима механизам ванредне ликвидносне подршке (Emergency Liquidity Assistance – ELA), који омогућава националној централној банци да обезбеди ликвидност солвентним финансијским институцијама. Иако формално остаје у надлежности ХНБ-а, овај инструмент функционише у оквиру правила Европске централне банке, што указује на постојање координисаног приступа управљању кризама у еврозони (ECB, 2023ђ). Поред тога, након увођења евра, ХНБ

учествује и у ширем спектру нестандардних мера које спроводи Евросистем, укључујући програме куповине активе и циљане дугорочне операције рефинансирања.

Сагледано у целини, еволуција инструмената ХНБ-а показује прелазак са национално прилагођеног модела, у којем су доминирали инструменти који се односе на промене девизног курса и резервни инструменти, ка стандардизованом оквиру Евросистема заснованом на тржишно оријентисаним механизмима. Ова трансформација не одражава само институционалне промене, већ и структурну адаптацију монетарне политике условима економске и монетарне интеграције у Европској унији.

Ефикасност инструмената монетарне политике Хрватске народне банке не може се посматрати изоловано од структурних карактеристика хрватске економије, пре свега високог степена евроизације и снажне интегрисаности финансијског система са међународним токовима капитала. Управо ови фактори условили су специфичан избор инструмената, али су истовремено поставили и јасна ограничења њихове ефикасности (Lang & Krznar, 2004). У том контексту, девизне интервенције показале су се као релативно ефикасан инструмент краткорочне стабилизације, посебно у условима изражених притисака на курс. Њихова ефикасност проистицала је из способности централне банке да утиче на очекивања учесника на тржишту и спречи нагле корекције које би могле угрозити финансијску стабилност. Међутим, њихово деловање било је ограничено у дугом року, будући да нису могле да неутралишу фундаменталне дисбалансе, већ су пре свега служиле као инструмент нивелисања краткорочних флуктуација (Égert, 2007). У том смислу, ефикасност овог инструмента била је условљена кредибилитетом централне банке и адекватним нивоом девизних резерви.

С друге стране, резервни инструменти, пре свега обавезна резерва, показали су се као релативно снажно средство контроле ликвидности и кредитне експанзије. Њихова предност огледала се у директном утицају на банкарски сектор, што је било од посебног значаја у условима снажних капиталних прилива. Ипак, њихова ефикасност била је делимично ограничена могућношћу банака да се финансирају из иностранства, што је умањивало утицај националних мера и указивало на ограничен домет монетарне политике у отвореној економији (BIS, 2019). Када је реч о каматном каналу, истраживања показују да је он у хрватском случају био релативно слаб, што значи да промене каматних стопа нису имале снажан утицај на реалну економију. Ова слабост произлазила је из валутне структуре кредита и депозита, као и из чињенице да су домаће каматне стопе у значајној мери зависиле од кретања на међународним финансијским тржиштима (Lang & Krznar, 2004). Последично, класични инструменти монетарне политике засновани на каматној стопи имали су ограничен домет, што је додатно нагласило значај алтернативних инструмената.

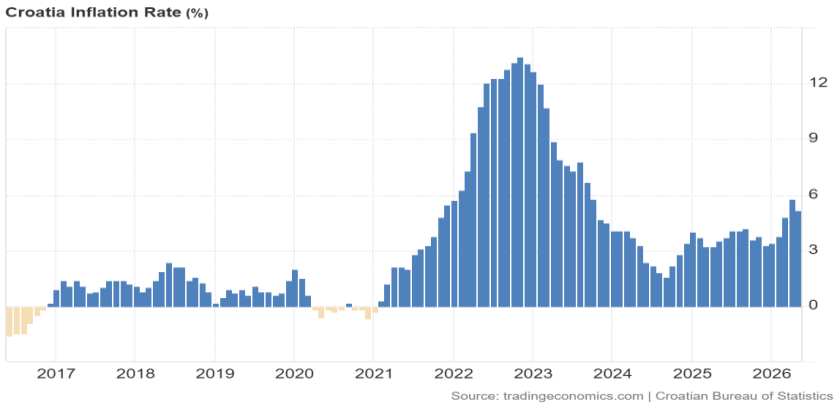
Увођењем евра долази до суштинске промене у структури и ефикасности инструмената. Са једне стране, нестаје потреба за девизним интервенцијама као кључним инструментом стабилизације, чиме се елиминише једно од главних ограничења националне монетарне политике. Са друге стране, ХНБ губи могућност самосталног креирања инструмената, јер се одлуке доносе на нивоу Европске централне банке. То значи да ефикасност инструмената више није резултат националне политике, већ деловања Евросистема (ЕСВ, 2023ђ). Посебан значај у овом контексту имају нестандардне мере,

пре свега механизам ванредне ликвидносне подршке (ELA). Овај инструмент омогућава брзу реакцију у условима кризе и представља важан механизам очувања финансијске стабилности. Његова ефикасност произлази из способности централне банке да делује као зајмодавац у крајњој инстанци, али је истовремено ограничена институционалним оквиром ЕЦБ, што указује на баланс између националне интервенције и наднационалне контроле (ECB, 2023ђ).

Инструменти ХНБ-а били су ефикасни у оквиру датих структурних ограничења, али је њихова делотворност у великој мери зависила од карактеристика економије, а не искључиво од степена независности централне банке. Управо због тога, увођење евра и интеграција у Евросистем не представљају само институционалну промену, већ и структурно унапређење ефикасности монетарне политике, кроз приступ ширем спектру инструмената и већем степену кредибилитета. Сагледано из угла независности, може се закључити да ограничења ефикасности инструмената пре увођења евра нису била последица недовољне независности ХНБ-а, већ објективних економских услова. Након увођења евра, долази до смањења формалне инструменталне независности, али истовремено и до повећања укупне ефикасности монетарне политике, што указује на сложен однос између независности и резултата монетарне политике у условима економске интеграције.

У периоду пре увођења евра, основни циљ Хрватске народне банке био је одржавање стабилности цена, што је било утврђено Законом о Хрватској народној банци и представљало формални номинални циљ монетарне политике. Међутим, за разлику од класичних режима директног циљања инфлације, у хрватском случају стабилност цена није се остваривала искључиво путем контроле новчане масе или каматних стопа, већ посредно — кроз одржавање релативно стабилног девизног курса (Lang & Krznar, 2004). Управо због високог степена евроизације, који је карактерисао хрватску економију, девизни курс је фактички имао улогу операционог и интермедијарног циља монетарне политике. Велики део депозита и кредита био је индексиран у еврима, што је значило да би значајније флуктуације курса директно утицале не само на инфлацију, већ и на стабилност финансијског система и биланснu позицију приватног и јавног сектора. У таквим условима, очување стабилног курса куне према евру постало је кључни предуслов за остваривање примарног циља стабилности цена (Vujčić, 2016; IMF, 2018).

Сходно томе, монетарна политика ХНБ-а може се окарактерисати као специфичан облик имплицитног циљања курса, односно као режим у којем девизни курс делује као номинално сидро економске стабилности. Овакав приступ био је рационалан одговор на структурна ограничења економије, будући да је у условима слабог канала каматне стопе и високе осетљивости на девизни ризик курс представљао најефикаснији инструмент за контролу инфлације и очување поверења у финансијски систем (Lang & Krznar, 2004; Égert, 2007). Истовремено, однос између стабилности цена и девизног курса није био конкурентан, већ комплементаран. Девизни курс није био циљ сам по себи, већ средство за остваривање ценовне стабилности. Међутим, у пракси је управо курс често имао примат у кратком року, јер је представљао непосредни механизам кроз који се преносе инфлаторни и финансијски шокови. То указује на постојање хијерархије циљева, у којој је стабилност цена била формално примарни циљ, док је стабилност курса представљала кључни оперативни приоритет.



Слика 4.1: Кретање стопе инфлације у Хрватској у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026.) *Croatia Inflation Rate*. доступно на: https://tradingeconomics.com/croatia/inflation-cpi

Поред ових циљева, ХНБ је у својој политици узимала у обзир и шире макроекономске циљеве, пре свега очување финансијске стабилности и одрживост спољне равнотеже. У условима снажних капиталних прилива и кредитне експанзије, посебно током 2000-их година, централна банка је примењивала мере које су имале за циљ да ограниче системске ризике и спрече прекомерно задуживање. Ово указује на то да је монетарна политика у Хрватској имала и значајну макропруденцијалну димензију, што је било у складу са препорукама међународних институција за мале, отворене економије (BIS, 2019). Ипак, важно је нагласити да су ови додатни циљеви били подређени основном циљу стабилности цена. ХНБ није водила политику активног подстицања економског раста или запослености у класичном смислу, већ је свој допринос овим циљевима остваривала индиректно, кроз очување макроекономске и финансијске стабилности. Овакав приступ био је у складу са савременим концептом монетарне политике, према којем стабилност цена представља неопходан предуслов одрживог економског раста.

Циљеви монетарне политике ХНБ-а пре увођења евра могу се описати као комбинација формалне оријентације ка стабилности цена и практичне оријентације ка стабилности девизног курса. Ова двострука структура циљева није представљала противречност, већ адаптацију монетарне политике специфичним условима економије. У том смислу, хрватски модел показује да избор номиналног сидра није искључиво теоријско питање, већ пре свега резултат институционалних и структурних карактеристика економског система.

Увођењем евра 1. јануара 2023. године, институционални и функционални оквир деловања ХНБ бива суштински редефинисан у складу са правилима Евросистема, посебно у делу који се односи на дефинисање циљева монетарне политике. За разлику од претходног периода, у којем је ХНБ формално одређивала примарни циљ стабилности цена и оперативно га остваривала кроз управљање девизним курсом, након приступања

еврозони долази до преноса кључних овлашћења на ниво ЕЦБ. У савременом институционалном оквиру, примарни циљ монетарне политике — одржавање стабилности цена — дефинисан је на нивоу Евросистема, у складу са мандатом Уговора о функционисању Европске уније. Европска централна банка утврђује стратегију монетарне политике, при чему је стабилност цена конкретизована као средњорочни циљ инфлације од око 2%. Овај циљ има обавезујући карактер за све националне централне банке еврозоне, укључујући и ХНБ, чиме се елиминише могућност самосталног дефинисања примарног циља на националном нивоу (ECB, 2023ђ).

У том смислу, може се закључити да ХНБ након увођења евра губи класичну циљну независност, будући да више не одређује самостално ни примарни циљ ни оквир монетарне политике. Међутим, овај губитак формалне независности не значи њено суштинско слабљење, већ њену трансформацију у оквиру наднационалног система. Гувернер ХНБ-а учествује у раду органа ЕЦБ, конкретно у Управном већу, где се доносе одлуке о циљевима и инструментима монетарне политике. На тај начин, ХНБ задржава индиректан утицај на формулисање циљева, иако више није самостални носилац те функције (ECB, 2023е). С друге стране, улога ХНБ-а након увођења евра огледа се пре свега у имплементацији заједничке монетарне политике и у остваривању циљева дефинисаних на нивоу Евросистема. Поред тога, ХНБ задржава значајне надлежности у областима које нису у потпуности централизоване, као што су макропруденцијална политика, супервизија кредитних институција и очување финансијске стабилности. У тим сегментима, ХНБ и даље има могућност да дефинише циљеве и инструменте на националном нивоу, што указује на постојање делимичне циљне самосталности (ХНБ, 2023).

Посебно је важно нагласити да се однос између стабилности цена и других макроекономских циљева такође мења. Док је у претходном периоду стабилност девизног курса имала кључну оперативну улогу, у новом оквиру та функција нестаје, јер је валутни ризик елиминисан унутар еврозоне. Истовремено, секундарни циљеви, као што су подршка економском расту и финансијска стабилност, дефинисани су у складу са ширим циљевима Европске уније, али остају подређени примарном циљу стабилности цена (ECB, 2023е). Компаративно посматрано, може се уочити јасна разлика између улоге ЕЦБ и ХНБ-а у дефинисању циљева. Док ЕСВ делује као централни носилац циљне функције монетарне политике на нивоу еврозоне, ХНБ функционише као институција која учествује у колективном процесу одлучивања и спроводи усвојене циљеве. Овај однос може се описати као хијерархијски, али не и једнострано подређен, будући да националне централне банке, кроз своје представнике, учествују у процесу формулисања заједничке политике.

Увођење евра доводи до преласка са модела националне циљне независности на модел „колективне циљне независности“, у којем се циљеви дефинишу на наднационалном нивоу, али уз учешће националних институција. Ова трансформација указује на то да независност централне банке у савременим условима економске интеграције не нестаје, већ се редефинише кроз институционалну сарадњу и дељење овлашћења. Управо у томе се огледа специфичност положаја ХНБ-а након увођења евра — она више није самостални носилац монетарне политике, али остаје активан учесник у њеном креирању и спровођењу.

4.1.3. Индикатори независности Хрватске народне банке

Историјски развој Хрватске народне банке тесно је повезан са процесом стицања државне независности Републике Хрватске и изградњом сопственог монетарног и финансијског система почетком деведесетих година XX века. Оснивање централне банке представљало је један од кључних институционалних корака у процесу транзиције ка тржишној економији и успостављања макроекономске стабилности (ХНБ, 2023). Хрватска народна банка основана је 1990. године као Народна банка Хрватске, у оквиру тадашњег правног система, а након проглашења независности 1991. године преузима улогу централне банке самосталне државе. У том раном периоду, основни изазови били су повезани са високом инфлацијом, нестабилношћу финансијског система и неопходношћу увођења сопствене валуте. Кључни корак у том процесу било је увођење хрватског динара 1991. године, који је представљао привремено решење, након чега је 1994. године уведена куна као стабилнија национална валута (ХНБ, 2023; IMF, 2002).

Средином деведесетих година, ХНБ је спровела стабилизациони програм усмерен ка сузбијању инфлације и успостављању поверења у домаћу валуту. Овај период обележен је преласком са административних на тржишно оријентисане инструменте монетарне политике, као и постепеним развојем банкарског сектора. Истовремено, ХНБ је развијала институционалне капацитете неопходне за функционисање модерне централне банке, укључујући регулаторну и супервизорску функцију (Vujčić & Dumičić, 2016). Током 2000-их година, монетарна политика ХНБ-а била је усмерена на одржавање стабилности цена и финансијског система у условима повећане интеграције са међународним финансијским тржиштима. Овај период карактерише и висок степен евроизације, што је значајно утицало на избор инструмената и стратегију монетарне политике. ХНБ је у том контексту развила специфичан модел заснован на стабилности девизног курса као посредног циља, уз истовремену примену макропруденцијалних мера ради очувања финансијске стабилности (Lang & Krznar, 2004; Vujčić & Dumičić, 2016; IMF, 2018).

Глобална финансијска криза 2008. године представљала је значајан тест за институционални оквир и инструменте ХНБ-а. Централна банка је у том периоду применила низ мера усмерених на очување ликвидности банкарског система и стабилности финансијског тржишта, што је допринело релативно успешној стабилизацији економије у условима спољних шокова (IMF, 2018). Наредна важна етапа у развоју ХНБ-а представља приступање Републике Хрватске Европској унији 2013. године. Овај процес подразумевао је постепено усклађивање институционалног и правног оквира централне банке са правом Европске уније, као и припреме за приступање еврозони. ХНБ је у том периоду активно учествовала у механизмима европске финансијске сарадње, укључујући и припреме за улазак у Европски систем централних банака (ECB, 2023ж). Увођењем евра као званичне валуте Републике Хрватске 1. јануара 2023. године, Хрватска народна банка постаје пуноправни члан Евросистема, чиме се њен институционални положај суштински редефинише. Од тог тренутка, ХНБ више не води самосталну монетарну политику, већ учествује у креирању и спровођењу заједничке монетарне политике еврозоне, у сарадњи са ЕЦБ (ECB, 2023ж).

Значај Хрватске народне банке за хрватску економију може се сагледати кроз њену улогу у очувању монетарне стабилности, стабилности финансијског система, управљању

системским ризицима и институционалном приближавању Хрватске еврозони. Од оснивања савремене хрватске државе, ХНБ је имала улогу једне од кључних институција економске стабилизације, јер је њена политика била усмерена на ублажавање инфлаторних притисака, очување поверења у домаћу валуту и стабилизацију банкарског система. У условима транзиционе економије, ратних последица и високог степена евроизације, стабилност коју је обезбеђивала централна банка представљала је један од предуслова шире макроекономске консолидације (Lang & Krznar, 2004; IMF, 2002).

Посебан значај ХНБ-а огледао се у очувању стабилности девизног курса, који је у дугом периоду функционисао као једно од најважнијих номиналних сидара хрватске економије. Будући да је велики део кредита, депозита и финансијских обавеза био везан за евро, нагле промене курса могле су да произведу снажне негативне ефекте на становништво, привреду и банкарски сектор. Зато је стабилност курса куне према евру имала шири економски значај од саме монетарне политике: она је утицала на финансијску сигурност дужника, стабилност цена, поверење у банке и укупну предвидивост економског окружења. Истраживања о трансмисији монетарне политике у Хрватској показују да је канал девизног курса имао посебно важну улогу, док је каматни канал био ограниченији, што објашњава зашто је ХНБ дуго давала велики значај стабилности курса (Lang & Krznar, 2004; Égert, 2007).

Поред монетарне стабилности, ХНБ је имала изузетно важну улогу у очувању стабилности банкарског система. Као регулаторна и супервизорска институција, она је надзирала пословање кредитних институција, постављала пруденцијална правила и реаговала на ризике који су могли угрозити финансијску стабилност. Ово је било посебно значајно у периоду снажног кредитног раста и прилива капитала, када је постојала опасност од прекомерног задуживања и раста системских ризика. Vujčić и Dumičić истичу да је Хрватска развила широк спектар макропруденцијалних мера ради управљања системским ризицима, што показује да је ХНБ имала не само класичну монетарну, већ и изражену стабилизациону улогу у финансијском систему (Vujčić & Dumičić, 2016). Резултати приказани у раду Vujčića и Dumičića уклапају се у шири оквир анализе BIS-а о улози макропруденцијалне политике у очувању финансијске стабилности малих отворених економија (BIS, 2016).

У кризним периодима значај ХНБ-а додатно је долазио до изражаја. Током глобалне финансијске кризе, као и у каснијим периодима појачане неизвесности, централна банка је користила инструменте ликвидности, резервне захтеве и макропруденцијалне мере како би смањила притисак на банкарски сектор и очувала поверење у финансијски систем. IMF је већ у ранијим проценама указивао да је хрватски финансијски систем показао отпорност, али и да су присутне структурне рањивости, због чега је улога ХНБ-а у надзору и управљању ризицима била од посебног значаја (IMF, 2002; IMF, 2018).

Значај ХНБ-а није био ограничен само на унутрашњу стабилизацију, већ је имао и снажну европску димензију. Приступање Хрватске Европској унији 2013. године, затим улазак у ERM II, а коначно и увођење евра 1. јануара 2023. године, показују да је централна банка имала важну улогу у институционалном прилагођавању и испуњавању услова за монетарну интеграцију. Европска комисија је у Извештају о конвергенцији 2022. године закључила да је Хрватска спремна за увођење евра, док је ЕЦБ навела да је

Хрватска 1. јануара 2023. постала двадесета чланица еврозоне, уз фиксни курс конверзије од 7,53450 куна за један евро (European Commission, 2022; ECB, 2023з). То значи да је ХНБ, кроз одржавање стабилности и усклађивање са европским правилима, имала директан значај за улазак Хрватске у највиши степен европске монетарне интеграције.

Након увођења евра, значај ХНБ-а није нестао, већ је променио свој институционални облик. Она више не води самосталну националну монетарну политику, али постаје део Евросистема и учествује у креирању и спровођењу заједничке монетарне политике еврозоне. ЕЦБ наглашава да је Хрватска усвајањем евра постала део еврозоне, док ХНБ сада спроводи инструменте заједничке монетарне политике према домаћим финансијским институцијама (ECB, 2023з; ХНБ, 2020). На тај начин, улога ХНБ-а прелази са националног креатора монетарне политике на институцију која повезује хрватску економију са наднационалним монетарним системом.

Аналитички посматрано, значај ХНБ-а за хрватску економију огледа се у томе што је она представљала институционални ослонац стабилности у различитим фазама развоја: од транзиционе стабилизације, преко управљања ризицима у високо евроизованој економији, до интеграције у еврозону. Њена улога није била само техничка, већ системска, јер је монетарна и финансијска стабилност коју је обезбеђивала утицала на инвестициону климу, поверење грађана и привреде, стабилност банкарског сектора и способност државе да се укључи у европске економске токове. Због тога се ХНБ може посматрати као једна од кључних институција економске стабилности и европске интеграције Хрватске.

Независност Хрватске народне банке представља један од кључних елемената њеног институционалног положаја, али се њен садржај и обим мењају у зависности од фазе економског и монетарног развоја, тачније у периоду пре и након увођења евра као званичне валуте Републике Хрватске. Управо из тог разлога, процена степена независности ХНБ-а захтева примену систематичних индикатора, попут CWN индекса, који омогућавају квантитативно сагледавање различитих аспеката независности централне банке.

У наставку је у Табели 4.1. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Хрватске народне банке у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Правни положај гувернера Хрватске народне банке указује на висок степен персоналне независности, што је у складу са стандардима Европски систем централних банака. Мандат од шест година (ХНБ, 2020, чл. 80, ст. 4) превазилази типичне изборне циклусе и омогућава временску дистанцу у односу на политичке промене, чиме се јача стабилност у вођењу монетарне политике. Ипак, чињеница да гувернера именује Хрватски сабор (ХНБ, 2020, чл. 80, ст. 1), уз учешће парламентарних одбора, указује на присуство политичког фактора у иницијалној фази именовања, што донекле умањује формални степен независности у овом сегменту. С друге стране, режим разрешења представља један од најјачих елемената персоналне независности. Закон о ХНБ је усклађен са чланом 14. став 2 Статута ESCB и ECB, чиме су разлози за разрешење строго ограничени на објективне и неполитичке околности (ХНБ, 2020, чл. 81; ЕЦБ, 2012, чл. 14.2).

Табела 4.1: CWN индекс законске независности ХНБ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ХНБ*
1.Гувернер ХНБ	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера ХНБ?			
Хрватски сабор		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер ХНБ може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
ХНБ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
ХНБ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ХНБ има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
Стабилност цена је главни или једини циљ, а банка има коначну реч у случају сукоба		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) ХНБ-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) ХНБ			0,92

Извор: Систематизовао аутор према Хрватска народна банка. (2020). Закон о Хрватској народној банци. https://www.hnb.hr/documents/20182/505925/h-zakon-o-HNB_npt.pdf, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Додатно, право гувернера на правну заштиту пред Суд правде Европске уније представља снажан наднационални механизам заштите, који значајно смањује могућност

произвољног политичког утицаја. Посебно је значајно да је законодавни оквир ревидиран у складу са препорукама Европска комисија, чиме је елиминисана могућност ширег тумачења разлога за разрешење (Влада Републике Хрватске, 2006). Правила о неспојивости функција[21] (Хрватска народна банка, 2020, чл. 45) су изузетно рестриктивна и обухватају не само самог члана Савета ХНБ, већ и чланове његове уже породице. Забрана обављања политичких функција, учешћа у управљачким структурама финансијских институција, као и власничких интереса у субјектима под надзором ХНБ, има за циљ елиминацију сваког потенцијалног сукоба интереса. Овако постављен режим представља снажан инструмент очувања институционалне и персоналне независности.

Функционална независност Хрватске народне банке најјасније се огледа у овлашћењима за формулисање и спровођење монетарне и девизне политике. Према Закону о ХНБ, Савет ХНБ је надлежан за утврђивање монетарне и девизне политике (Хрватска народна банка, 2020, чл. 42, ст. 3), што указује на висок степен унутрашње институционалне аутономије. Додатно, законски оквир експлицитно наглашава да је ХНБ самостална и независна у остваривању свог циља и извршавању својих задатака (чл. 2, ст. 2; чл. 4, ст. 1 и 2). Посебно је значајно што је независност формулисана не само као општи принцип, већ и као оперативна категорија која обухвата и утврђивање и спровођење монетарне политике. Овакво нормативно решење у потпуности је у складу са принципима Европског система централних банака, који забрањују тражење и прихватање инструкција од стране других органа власти. Истовремено, закон предвиђа институционализован облик сарадње са Владом Републике Хрватске, али уз јасно наглашавање да таква сарадња не сме довести у питање независност централне банке (ХНБ, 2020,чл. 6, ст. 1). У том контексту, Влада је обавезна да ХНБ доставља предлоге закона и других аката из области релевантних за њене надлежности, при чему ХНБ може давати мишљења (ХНБ, 2020, чл. 6, ст. 2). Поред тога, Министарство финансија је дужно да се редовно консултује са ХНБ у погледу планова јавног задуживања (ХНБ, 2020, чл. 38), што указује на висок степен координације између монетарне и фискалне политике, али без нарушавања институционалне самосталности.

Значајан аспект функционалне независности представља и могућност ХНБ да иницира законодавне активности у областима из свог делокруга (ХНБ, 2020, чл. 39, ст. 1), као и право гувернера да учествује у парламентарној расправи и образлаже релевантне законске предлоге (ХНБ, 2023, чл. 39, ст. 2). Ови механизми омогућавају централној банци да активно учествује у обликовању економског и финансијског законодавства, што додатно јача њен институционални положај. Посматрано из перспективе усклађености са правном тековином Европске уније, законски оквир Хрватска народна банка је у потпуности хармонизован са захтевима институционалне независности. Према налазима Европска комисија, било је неопходно извршити измене уставних и законских одредби како би се елиминисали механизми потенцијалног политичког утицаја, нарочито у

[21] Неспојивост функција подразумева правно утврђену забрану истовременог обављања одређених јавних или приватних функција, с циљем спречавања сукоба интереса и обезбеђивања независног и непристрасног вршења дужности.

погледу односа према парламенту и могућности *ex-ante* утицаја на одлуке централне банке (Европска комисија, 2006). Ови захтеви су имплементирани изменама Закона о ХНБ из 2008. године (Влада Републике Хрватске, 2006), као и изменама Устава Републике Хрватске из 2010. године, којима је јасније дефинисана независност ХНБ и ограничена могућност њеног политичког условљавања (Република Хрватска, 2010, чл.53) Додатно, институционална независност је ојачана и кроз искључење примене општих правила управног поступка на одлуке ХНБ, чиме је обезбеђена њихова коначност у управном поступку, уз могућност искључиво судске контроле (ХНБ, 2020, чл. 69). Такође, укидање обавезе да парламент потврђује статут ХНБ представља додатни корак ка јачању њене институционалне самосталности.

Сагледано у целини, дефинисање монетарне политике у правном оквиру ХНБ указује на висок степен функционалне независности, који се огледа у јасно утврђеним овлашћењима, одсуству могућности политичког инструисања и постојању формализованих, али ограничених механизама сарадње са другим носиоцима економске политике. Истовремено, ова независност је у потпуности интегрисана у оквир Евросистема, где се остварује кроз заједничка правила и координацију са Европском централном банком.

Циљеви Хрватске народне банке јасно су дефинисани законом, што представља један од кључних елемената функционалне независности централне банке. Основни циљ ХНБ је одржавање стабилности цена (ХНБ, 2020, чл. 3, ст. 1), што је у потпуности у складу са стандардима Европског система централних банака. Поред тога, ХНБ је дужна да, не доводећи у питање остваривање основног циља, подржава општу економску политику Европске уније, у складу са циљевима дефинисаним у уговору о ЕУ (чл. 3 УЕУ – циљеви Европске уније, Европска унија, 2012, чл. 3), као и начелима утврђеним у чл. 119 Европска унија (ХНБ, 2020, чл. 72). Овакво законско решење јасно успоставља хијерархију циљева, при чему стабилност цена има примат, док је подршка економској политици секундарна и условљена остваривањем примарног циља. Посматрано из перспективе усклађености са правном тековином Европске уније, овако дефинисани циљеви представљају резултат постепене хармонизације законодавства. Према налазима Европска комисија, било је неопходно додатно прецизирати однос између примарног и секундарног циља, како би се елиминисала могућност различитог тумачења обавеза централне банке (Европска комисија, 2006). Изменама Закона о ХНБ из 2008. године уклоњене су одредбе које су могле довести до правне несигурности у погледу приоритета циљева, док је изменама из 2013. године секундарни циљ у потпуности усклађен са правом Европске уније, ограничавајући га на подршку економској политици ЕУ.

На тај начин, законски оквир ХНБ обезбеђује јасно дефинисан и хијерархијски постављен систем циљева, који представља један од најважнијих предуслова њене функционалне независности. Прецизно утврђивање примарног циља, уз ограничење секундарних циљева, спречава могућност политичког притиска кроз шире тумачење мандата централне банке и доприноси доследности у вођењу монетарне политике.

Један од кључних елемената независности Хрватске народне банке односи се на строга ограничења у погледу финансирања јавног сектора. Законски оквир у потпуности је усклађен са правом Европске уније и принципом забране монетарног финансирања. У складу са чланом 123 Европске уније (Европска унија, 2012, чл. 123), ХНБ не сме

омогућити прекорачење по рачуну нити било који други облик кредитирања у корист институција Европске уније, централних, регионалних или локалних власти, као ни других јавноправних тела или јавних предузећа (ХНБ, 2020, чл. 78, ст. 1). Ова забрана додатно је разрађена Саветом Европске уније кроз Уредбу (ЕЗ) бр. 3603/93 (Савет Европске уније, 1993). Поред тога, ХНБ нема право да директно купује дужничке инструменте од наведених субјеката (ХНБ, 2020, чл. 78, ст. 1), чиме се спречава индиректно финансирање буџетских дефицита путем примарног тржишта. Овакво решење представља један од најважнијих механизама очувања стабилности цена, јер елиминише могућност да фискалне потребе државе буду финансиране емисијом новца.

Сагледано у целини, ограничења у кредитирању владе у правном оквиру ХНБ могу се оценити као изузетно строга и у потпуности усклађена са европским стандардима. Забрана директног и индиректног финансирања јавног сектора представља кључни инструмент за спречавање фискалне доминације над монетарном политиком и један од најзначајнијих показатеља високог степена независности централне банке.

4.2. Фактори независности централне банке Босне и Херцеговине

4.2.1. Достигнут ниво независности централне банке Босне и Херцеговине са аспекта дефинисаних функција

Централна банка Босне и Херцеговине (у даљем тексту: ЦБ БиХ) представља специфичан модел централнобанкарског уређења који је директно условљен постконфликтним уставним поретком и међународним институционалним оквиром успостављеним након Дејтонског мировног споразума (*Dayton Peace Agreement*, 1995). За разлику од већине централних банака, чији се правни положај развија еволутивно унутар националног правног система, ЦБ БиХ је конституисана као део ширег процеса институционалне реконструкције државе, што је значајно утицало на степен и природу њене независности. Уставни основ за успостављање ЦБ БиХ садржан је у Уставу БиХ (Устав БиХ, 1995), који експлицитно предвиђа постојање централне банке као јединствене монетарне институције на нивоу државе. Уставом је дефинисано да ЦБ БиХ буде надлежна за вођење монетарне политике, при чему је већ у самом уставном тексту имплицитно ограничена могућност дискреционог деловања, што представља одступање од класичног модела независности централне банке.

Детаљнија разрада правног положаја и функција банке утврђена је Законом о Централној банци Босне и Херцеговине (Закон о ЦБ БиХ, 1997), којим је установљен модел валутног одбора. Овај закон представља кључни нормативни акт који одређује не само институционалну структуру, већ и суштинска ограничења у спровођењу монетарне политике. Наиме, законом је прописано да је емисија домаће валуте у потпуности условљена постојањем одговарајућих девизних резерви, чиме се елиминише могућност вођења експанзивне монетарне политике и финансирања јавног сектора. У том смислу, институционално уређење ЦБ БиХ ближи је класичним валутним одборима него савременим независним централним банкама. Кључна карактеристика овог система јесте фиксни курс домаће валуте – конвертибилне марке – према евру, што додатно ограничава простор за самостално креирање монетарне политике (ЦБ БиХ, 2023).

Институционална структура ЦБ БиХ заснива се на постојању Управног већа као највишег органа одлучивања, које је надлежно за дефинисање монетарне политике и надзор над радом банке (Закон о ЦБ БиХ, 1997; ЦБ БиХ, 2023). Посебно је значајно да је у почетном периоду рада банке у састав Управног већа био укључен и међународни гувернер, именован од стране Међународног монетарног фонда, што представља јединствен пример директног међународног утицаја на управљање централном банком (International Monetary Fund, 2015). Овај елемент додатно потврђује да је институционални оквир ЦБ БиХ у великој мери екстерно детерминисан (Hanke, 2002; International Monetary Fund, 2015).

Са становишта независности, правни оквир ЦБ БиХ обезбеђује висок степен формалне институционалне и персоналне независности. Закон предвиђа јасно раздвајање надлежности између централне банке и органа извршне власти, као и забрану финансирања буџетског дефицита, што је у складу са стандардима савремених монетарних режима. Међутим, ова независност је суштински „правилима условљена“, јер је деловање банке ограничено строгим механизмима валутног одбора, који фактички искључују дискрециону монетарну политику (Hanke, 2002; IMF, 2015). Правни и институционални оквир ЦБ БиХ илуструје специфичан модел у коме се висока формална независност комбинује са ограниченом оперативном аутономијом. Док је банка у великој мери заштићена од политичких притисака, њена способност да реагује на макроекономске шокове је значајно редукована. Овај „trade-off“ између кредибилитета и флексибилности представља кључну карактеристику институционалног дизајна ЦБ БиХ и важан је за разумевање њене позиције у компаративној анализи независности.

Институционална структура ЦБ БиХ заснива се на јасно дефинисаној подели надлежности између органа управљања и извршних структура, при чему централну улогу има Управно веће као највиши орган одлучивања. Управно веће је надлежно за утврђивање монетарне политике, укључујући дефинисање њених циљева и оквира деловања, као и за надзор над спровођењем одлука (Закон о ЦБ БиХ, 1997).

Међутим, за разлику од класичних централних банака, у којима највиши орган има широку дискрецију у избору и комбинацији монетарних инструмената, у случају ЦБ БиХ ова надлежност је суштински ограничена институционалним оквиром валутног одбора. Наиме, законски модел функционисања банке подразумева да су и циљеви и инструменти монетарне политике у великој мери унапред дефинисани строгим правилима емисије новца и одржавања фиксног девизног курса (IMF, 2015). У том контексту, формално посматрано, Управно веће доноси одлуке о монетарној политици, али је његова стварна дискреција ограничена. Основни циљ – стабилност валуте – произилази директно из правног оквира и режима валутног одбора, док је спектар инструмената сведен на одржавање пуног покрића новчане масе девизним резервама и управљање ликвидношћу у складу са тим принципом (Hanke, 2002; IMF, 2015).

Извршну функцију у оквиру банке обавља гувернер, уз подршку вицегувернера, који су задужени за оперативно спровођење одлука Управног већа. Ипак, њихова улога није у креирању самосталне монетарне политике, већ пре у техничкој имплементацији унапред дефинисаних правила, што представља значајно одступање од праксе већине савремених централних банака. Систем одлучивања у ЦБ БиХ указује на постојање

формалне институционалне структуре сличне другим централним банкама, али са суштински редукованом улогом у погледу избора циљева и инструмената. Ово потврђује да је у условима валутног одбора монетарна политика у великој мери „деполитизована“, али истовремено и „депрофесионализована“ у смислу ограничене потребе за активним инструменталним управљањем, што има директне импликације на оцену оперативне независности централне банке.

Функција вођења монетарне политике у оквиру Централне банке Босне и Херцеговине представља један од најспецифичнијих примера институционалног дизајна међу савременим централним банкама. За разлику од класичног концепта, у коме централна банка активно креира и спроводи монетарну политику кроз различите инструменте, у случају ЦБ БиХ ова функција је у великој мери редукована и условљена режимом валутног одбора, утврђеним Закон о Централној банци Босне и Херцеговине (Закон о ЦБ БиХ, 1997).

Основни циљ монетарне политике – очување стабилности валуте – произилази директно из законског оквира и непосредно је у вези са одржавањем фиксног девизног курса конвертибилне марке. У том смислу, монетарна политика није резултат текућих дискреционих одлука, већ представља имплементацију унапред дефинисаног правила, које подразумева да је свака емисија новца у потпуности покривена девизним резервама (International Monetary Fund, 2015; Hanke, 2002). Последица је суштинско одсуство класичних инструмената монетарне политике. ЦБ БиХ не користи референтне каматне стопе као активан инструмент управљања агрегатном тражњом, нити спроводи операције на отвореном тржишту у уобичајеном смислу. Уместо тога, монетарна политика се спроводи пасивно, кроз механизам аутоматског прилагођавања новчане масе кретањима у платном билансу и нивоу девизних резерви (IMF, 2015; ЦБ БиХ, 2023).

Овакво институционално решење може се додатно теоријски утемељити у оквиру временске недоследности, како су је формулисали Фин Кидланд и Едвард Прескот (Kydland, Finn E. & Prescott, Edward C., 1977). Полазећи од претпоставке да носиоци економске политике имају подстицај да одступе од унапред најављених правила ради краткорочних добитака (нпр. подстицања производње), ова теорија указује да дискрециона монетарна политика може довести до систематске инфлаторне тенденције и губитка кредибилитета.У том контексту, режим валутног одбора, какав је успостављен у Босни и Херцеговини, представља институционални механизам за превазилажење проблема временске недоследности. Строго правило о пуном покрићу новчане масе девизним резервама, као и фиксни девизни курс, фактички елиминишу могућност дискреционог деловања централне банке, чиме се унапред ограничава простор за опортунистичко понашање носилаца политике (Hanke, 2002; IMF, 2015).

Међутим, ова институционална предност долази по цену губитка флексибилности. Док правило обезбеђује висок степен кредибилитета и стабилности очекивања, истовремено онемогућава централну банку да реагује на асиметричне шокове или рецесију путем активне монетарне политике. На тај начин, случај ЦБ БиХ илуструје класичан trade-off између кредибилитета и стабилизационе улоге монетарне политике, који се налази у сржи савремене макроекономске теорије. У том контексту, улога централне

банке се помера са активног креатора политике ка институцији која обезбеђује кредибилитет и стабилност монетарног система. Управљање девизним резервама и одржавање поверења у фиксни курс постају кључни инструменти деловања, док се класична функција „фино подешене“ монетарне политике губи. Ово је у складу са теоријским поставкама валутног одбора, који тежи елиминацији инфлаторних очекивања кроз строга правила и институционалну дисциплину (Hanke, 2002). Оваква поставка истовремено намеће значајна ограничења. Одсуство дискреционе монетарне политике значи да ЦБ БиХ нема могућност да користи каматне стопе или ликвидносне инструменте као одговор на економске шокове, што смањује флексибилност економског система. Уместо тога, прилагођавање се преноси на реални сектор, кроз промене цена, зарада и економске активности, што може продужити периоде макроекономске нестабилности (Hanke, 2002).

Функција вођења монетарне политике у ЦБ БиХ представља пример „правилима засноване“ монетарне политике у њеном најчистијем облику. Иако овакав модел обезбеђује висок степен кредибилитета и стабилности валуте, он истовремено подразумева значајан губитак инструменталне аутономије. Однос између стабилности и флексибилности представља кључну одредницу функционисања монетарне политике у Босни и Херцеговини и има директне импликације на оцену оперативне независности централне банке у компаративном контексту.

Функција зајмодавца у крајњој инстанци представља једну од кључних функција савремених централних банака, која подразумева обезбеђивање ликвидности финансијском систему у условима кризе, са циљем спречавања ширења панике и очувања стабилности банкарског сектора. Међутим, у случају Централна банка Босне и Херцеговине, ова функција је суштински ограничена институционалним оквиром валутног одбора. Наиме, у складу са Закон о Централној банци Босне и Херцеговине (1997), ЦБ БиХ нема могућност да делује као класичан зајмодавац у крајњој инстанци, будући да јој није дозвољено да емитује новац без пуног покрића у девизним резервама, нити да кредитира банкарски сектор у циљу обезбеђивања ликвидности (ЦБ БиХ, 1997). Ово ограничење произилази директно из природе валутног одбора, који искључује дискреционо деловање централне банке у кризним ситуацијама (Hanke, 2002; IMF, 2015).

У том контексту, функција зајмодавца у крајњој инстанци у Босни и Херцеговини није у потпуности укинута, али је институционално измештена и значајно редукована. Обезбеђивање ликвидности банкарском сектору у великој мери се ослања на механизме тржишта, регулаторни оквир и, у крајњој линији, на подршку међународних финансијских институција. Овакво решење одражава специфичну поделу функција у оквиру финансијског система, у којој централна банка не игра класичну стабилизациону улогу (IMF, 2015). Истовремено, овакав институционални аранжман може се довести у везу са ширим моделом успостављања и функционисања ЦБ БиХ, који је у значајној мери обликован под утицајем међународних институција, пре свега Међународног монетарног фонда. У том смислу, измештање функције зајмодавца у крајњој инстанци представља не само последицу режима валутног одбора, већ и одраз екстерно детерминисаног институционалног оквира, у коме се стабилизациона улога делимично преноси ван саме централне банке. Оваква конфигурација представља специфичан облик „ограничене

суверености“ монетарне политике, у коме се кредибилитет обезбеђује кроз екстерна институционална сидра, а не кроз интерну дискрециону способност централне банке.

Одсуство пуне функције зајмодавца у крајњој инстанци представља једну од најзначајнијих карактеристика режима валутног одбора. Док овај режим доприноси стабилности валуте и контроли инфлације, он истовремено повећава рањивост финансијског система на ликвидносне шокове. У таквом институционалном окружењу, стабилност банкарског сектора у већој мери зависи од регулаторних и супервизорских механизама, као и од поверења тржишних учесника, него од интервенција централне банке. Посматрано кроз призму теорије временске недоследности, овакво ограничење додатно јача кредибилитет монетарног режима, јер елиминише могућност ад хок интервенција. Међутим, истовремено се продубљује тензија између кредибилитета и стабилизационе функције централне банке, будући да се једна од њених кључних традиционалних улога своди на минималан ниво.

Функција очувања финансијске стабилности представља један од кључних стубова савременог деловања централних банака, који подразумева не само праћење системских ризика, већ и примену макропруденцијалних инструмената у циљу спречавања финансијских криза. Међутим, у случају Централне банке Босне и Херцеговине, ова функција има специфичан институционални облик, условљен како режимом валутног одбора, тако и широм архитектуром финансијског система.

За разлику од већине савремених централних банака, које обједињују монетарну и супервизорску функцију, у Босни и Херцеговини је банкарска супервизија институционално измештена са нивоа централне банке. Надзор над банкарским сектором врше ентитетске агенције за банкарство, пре свега Агенција за банкарство Федерације Босне и Херцеговине и Агенција за банкарство Републике Српске (Агенција за банкарство Федерације Босне и Херцеговине, 2023; Агенција за банкарство Републике Српске, 2023), што значи да Централна банка Босне и Херцеговине нема директну регулаторну и супервизорску улогу у класичном смислу (Закон о ЦБ БиХ, 1997; IMF, 2015). Ове институције су надлежне за издавање дозвола за рад банака, контролу њиховог пословања, праћење адекватности капитала и управљање ризицима, чиме представљају кључне носиоце микропруденцијалне супервизије. Истовремено, координација између супервизорских органа и централне банке остварује се кроз институционалне механизме сарадње, пре свега у оквиру Сталног комитета за финансијску стабилност БиХ, који има за циљ размену информација и усклађивање политика у области финансијске стабилности (Стални комитет за финансијску стабилност БиХ, 2023).

У том смислу, централна банка задржава значајну улогу у области макропруденцијалне анализе, кроз праћење системских ризика и припрему аналитичких извештаја, док се оперативна супервизорска функција налази ван њеног директног домена. Овакав модел сарадње указује на висок степен институционалне фрагментације, али и на потребу за континуираном координацијом како би се обезбедила укупна стабилност финансијског система (IMF, 2015; BIS, 2011).Ово представља модел „подељене одговорности“, у коме је функција финансијске стабилности расподељена између више институција (ЦБ БиХ, 2023).

Посебно је значајно да ограничења у погледу функције зајмодавца у крајњој инстанци додатно повећавају значај макропруденцијалне политике. У одсуству могућности директне интервенције централне банке у условима кризе, превенција системских ризика постаје кључни инструмент очувања стабилности. У том смислу, регулаторни оквир, капитални захтеви и надзорни механизми преузимају улогу „прве линије одбране“ финансијског система (IMF, 2015; BIS, 2011). Институционални оквир финансијске стабилности у Босни и Херцеговини одражава специфичну комбинацију ограничене улоге централне банке и појачане улоге регулаторних институција. Док централна банка задржава значајну аналитичку и координациону функцију, њена директна интервенциона способност остаје ограничена. Ово додатно наглашава већ уочену тензију између кредибилитета монетарног режима и стабилизационе улоге институција, при чему се очување финансијске стабилности у већој мери ослања на институционалну координацију него на монетарне инструменте.

4.2.2. Финансијска независност централне банке Босне и Херцеговине у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Инструментални оквир Централне банке Босне и Херцеговине у значајној мери је условљен режимом валутног одбора, што га суштински разликује од оквира који примењују већина савремених централних банака. Уместо широког спектра тржишно оријентисаних инструмената, монетарна политика у Босни и Херцеговини заснива се на ограниченом броју механизама, пре свега на обавезној резерви и управљању девизним резервама (Закон о ЦБ БиХ, 1997; IMF, 2015). Кључни инструмент, међутим, не представља класичан инструмент у ужем смислу, већ сам институционални механизам фиксног девизног курса, који функционише као номинално сидро монетарног система. У складу са тим, емисија новца директно је условљена нивоом девизних резерви, чиме се обезбеђује аутоматско прилагођавање новчане масе спољним токовима, без могућности дискреционог деловања централне банке (IMF, 2015; Hanke, 2002). Поред тога, Централна банка Босне и Херцеговине има улогу у обезбеђивању несметаног функционисања платног система и управљању ликвидношћу унутар финансијског система, али ове активности немају карактер класичних инструмената монетарне политике, већ представљају техничку имплементацију правила валутног одбора (ЦБ БиХ, 2023). С друге стране, из инструменталног оквира су искључени кључни инструменти који карактеришу савремене монетарне режиме, као што су операције на отвореном тржишту, активна политика каматних стопа и кредитне олакшице централне банке. Ово указује да је инструментална независност ЦБ БиХ значајно ограничена, будући да је избор и употреба инструмената унапред дефинисана правилима система, а не резултат текућих одлука носилаца монетарне политике.

Инструментални оквир ЦБ БиХ представља пример екстремно редукованог, али високо кредибилног система, у коме се стабилност постиже кроз институционална правила, а не кроз активну употребу инструмената. Овакав приступ додатно потврђује специфичност модела монетарне политике у Босни и Херцеговини, који се заснива на примату правила над дискрецијом и ограниченој улози централне банке у управљању макроекономским кретањима.

Обавезна резерва представља једини класични инструмент монетарне политике који је на располагању Централној банкци Босне и Херцеговине, при чему њена улога и значај треба посматрати у контексту специфичног режима валутног одбора. У складу са Законом о Централној банци Босне и Херцеговине, централна банка има овлашћење да прописује стопу обавезне резерве и услове њеног одржавања, чиме индиректно утиче на ликвидност банкарског сектора (ЦБ БиХ, 1997). За разлику од већине савремених централних банака, које обавезну резерву користе као један од инструмената у ширем оквиру активне монетарне политике, у случају ЦБ БиХ њена функција је пре свега техничка и стабилизациона, а не антициклична. Наиме, с обзиром на одсуство дискреционих инструмената као што су операције на отвореном тржишту или активна политика каматних стопа, обавезна резерва остаје један од ретких канала кроз који централна банка може утицати на ниво ликвидности у систему (IMF, 2015).

Домет овог инструмента је суштински ограничен. У условима валутног одбора, укупна новчана маса условљена је нивоом девизних резерви, што значи да промена стопе обавезне резерве не може имати исти ефекат као у системима са дискреционом монетарном политиком. Уместо тога, њена улога се огледа у финој регулацији ликвидности банкарског сектора и очувању стабилности платног система, без могућности ширег макроекономског деловања (IMF, 2015; Hanke, 2002). Обавезна резерва у Босни и Херцеговини има пре свега функцију „амортизера“ ликвидности, а не активног инструмента управљања агрегатном тражњом. Њена употреба не служи за вођење антицикличне политике, већ за очување стабилности финансијског система у оквиру унапред дефинисаних правила. Ово додатно потврђује да је инструментална улога централне банке у овом систему значајно редукована, те да се стабилност обезбеђује пре кроз институционални оквир него кроз активну употребу монетарних инструмената.

Иако обавезна резерва представља једини класични инструмент који стоји на располагању ЦБ БиХ, њен домет остаје ограничен у условима валутног одбора. Стога се тежиште монетарног деловања помера ка другим механизмима, који, иако формално не спадају у класичне инструменте монетарне политике, имају кључну улогу у функционисању система. У том контексту, посебан значај има управљање девизним резервама, које представља централни ослонац стабилности монетарног режима и основни канал деловања централне банке.

Управљање девизним резервама представља централни елемент монетарног оквира Централне банке Босне и Херцеговине и кључни механизам функционисања режима валутног одбора. За разлику од већине централних банака, у којима девизне резерве имају пре свега заштитну и интервенциону улогу, у Босни и Херцеговини оне чине саму основу монетарног система, будући да је емисија новца директно условљена њиховим нивоом (Закон о ЦБ БиХ, 1997; IMF, 2015). У том смислу, девизне резерве не представљају само инструмент, већ и институционално ограничење, које дефинише домет монетарне политике. Централна банка је обавезна да одржава пуно покриће новчане масе девизним резервама, што обезбеђује стабилност валуте, али истовремено елиминише могућност дискреционог ширења новчане масе. Овакав механизам омогућава аутоматско прилагођавање монетарних агрегата кретањима у платном билансу, чиме се монетарна политика у великој мери „препушта“ спољним факторима (IMF, 2015; Hanke, 2002).

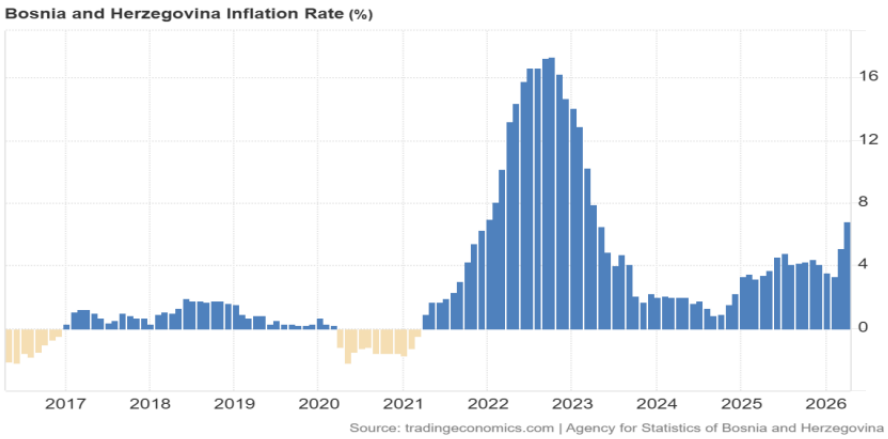
Поред своје монетарне функције, управљање девизним резервама обухвата и класичне аспекте као што су сигурност, ликвидност и принос, при чему је у контексту валутног одбора приоритет јасно дат очувању стабилности и поверења у валуту. Стога је инвестициона политика централне банке конзервативна, усмерена ка нискоризичним и високоликвидним инструментима, што додатно наглашава примат стабилности над профитабилношћу (ЦБ БиХ, 2023). Управљање девизним резервама у Босни и Херцеговини преузима улогу која у другим системима припада ширем сету монетарних инструмената. Док у класичним режимима резерве служе као подршка монетарној политици, у овом случају оне представљају њен темељ. Ова инверзија улога додатно потврђује специфичност модела валутног одбора, у коме се стабилност постиже кроз строга институционална правила, а не кроз активну употребу инструмената, што има директне импликације на ограничену инструменталну и оперативну аутономију централне банке.

Фиксни девизни курс представља централни механизам монетарног режима Централне банке Босне и Херцеговине и уједно кључно номинално сидро економије. За разлику од класичних монетарних режима, у којима централна банка активно користи различите инструменте ради постизања циљева, у Босни и Херцеговини стабилност валуте обезбеђује се кроз институционализовано правило фиксног курса конвертибилне марке према евру, што представља суштину режима валутног одбора (Закон о ЦБ БиХ, 1997; IMF, 2015). У том смислу, фиксни девизни курс не представља инструмент у уобичајеном значењу, већ институционално правило које замењује читав сет монетарних инструмената. Његова улога као номиналног сидра огледа се у стабилизацији инфлаторних очекивања и обезбеђивању поверења у домаћу валуту, што је од посебног значаја у постконфликтним и транзиционим економијама (Hanke, 2002). Истовремено, везивање домаће валуте за евро значи да монетарна политика фактички „увози“ кредибилитет Evropske centralne banke, чиме се додатно ограничава простор за самостално деловање централне банке.

Међутим, овакво решење подразумева и значајна ограничења. Одсуство флексибилног девизног курса онемогућава прилагођавање спољним шоковима путем девалвације, што повећава значај интерне прилагодбе кроз цене и зараде. Поред тога, централна банка губи могућност коришћења девизних интервенција као активног инструмента монетарне политике, будући да је курс унапред фиксиран и подржан девизним резервама (IMF, 2015). Фиксни девизни курс у Босни и Херцеговини представља пример „институционализације правила“ у монетарној политици, где се стабилност постиже кроз кредибилно и транспарентно правило, а не кроз активну интервенцију централне банке. На тај начин, овај механизам преузима улогу кључног инструмента монетарне политике, истовремено ограничавајући инструменталну и оперативну аутономију централне банке и додатно наглашавајући примат кредибилитета над флексибилношћу.

Инструментални оквир ЦБ БиХ не може се посматрати одвојено од унапред утврђених циљева. За разлику од централних банака које располажу ширим простором за избор циљева и инструмената, ЦБ БиХ функционише у систему у коме је основни циљ већ нормативно детерминисан — очување стабилности домаће валуте кроз режим валутног

одбора. Због тога се финансијска независност ЦБ БиХ не испољава кроз широку дискрецију у креирању монетарне политике, већ кроз способност да се унапред дефинисани циљ спроводи без политичких притисака и без одступања од правила система.



Слика 4.2: Кретање стопе инфлације у Босни и Херцеговини у периоду од 2017. до 2026. године

Извор:Trading Economics. (2026). *Bosnia and Herzegovina Inflation Rate*, доступно на: https://tradingeconomics.com/bosnia-and-herzegovina/inflation-cpi

Основни циљ ЦБ БиХ јесте постизање и одржавање стабилности домаће валуте — конвертибилне марке — путем њеног издавања у складу са режимом валутног одбора. Овај циљ није постављен као широка програмска оријентација, већ као прецизно правно и институционално правило: домаћа валута се издаје само уз одговарајуће девизно покриће, а фиксни курс функционише као централно номинално сидро монетарног система (Закон о ЦБ БиХ, 1997; ЦБ БиХ, 2021). Званично објашњење ЦБ БиХ посебно наглашава да банка функционише по правилима пасивне монетарне политике и да нема дискрециона права типична за класичне централне банке. (ЦБ БиХ, 2021). Управо због тога циљеви ЦБ БиХ имају другачију природу у односу на циљеве централних банака које примењују инфлационо таргетирање или активну каматну политику. Док је код таквих централних банака циљ најчешће формулисан као стабилност цена, уз могућност избора инструмената ради његовог постизања, код ЦБ БиХ стабилност валуте је непосредно везана за одржавање фиксног девизног курса и пуног девизног покрића. На тај начин, циљ није само економска категорија, већ и институционално ограничење које одређује границе деловања саме централне банке (IMF, 2015; Hanke, 2002).

Поред основног циља, ЦБ БиХ има и низ повезаних задатака који произилазе из њене улоге монетарне власти. Они обухватају дефинисање, усвајање и контролу монетарне политике, издавање домаће валуте, управљање девизним резервама, одржавање платних система, као и учешће у међународним организацијама које су релевантне за монетарну и финансијску стабилност. Међутим, сви ови задаци имају помоћни карактер у односу на

главни циљ — стабилност конвертибилне марке. Годишњи извештај ЦБ БиХ такође наглашава да су главни циљеви и задаци банке дефинисани Законом о ЦБ БиХ, при чему је стабилност домаће валуте постављена као централно начело њеног деловања. (ЦБ БиХ, 2025).

Овакво постављање циљева значи да је независност ЦБ БиХ пре свега независност у спровођењу правила, а не независност у избору монетарне стратегије. Другим речима, банка је заштићена од политичког утицаја у извршавању свог мандата, али нема широку циљну независност, јер не може самостално да редефинише основни циљ монетарне политике. Финансијска независност ЦБ БиХ постоји, али је она ограничена у контексту унапред детерминисаних циљева. Овакав модел има јасну предност у погледу кредибилитета. У економији која је настала у постконфликтном и институционално сложеном окружењу, фиксирани циљ стабилности валуте омогућио је изградњу поверења у новац и монетарни систем. Истовремено, цена таквог модела јесте ограничена способност централне банке да прилагођава циљеве економским циклусима, шоковима или потребама реалне економије. Зато се код ЦБ БиХ не може говорити о циљној независности у класичном смислу, већ о специфичној форми институционалне независности чији је садржај унапред одређен законом и режимом валутног одбора.

4.2.3. Индикатори независности централне банке Босне и Херцеговине

Историјски развој Централне банке Босне и Херцеговине не може се посматрати изоловано од ширег политичког и економског контекста у којем је настала. За разлику од већине централних банака које су се развијале постепено, као резултат еволуције националних финансијских система, ЦБ БиХ је успостављена као део процеса постконфликтне институционалне реконструкције државе након дејтонског мировног споразума (Dayton Peace Agreement,1995). Управо овај контекст у великој мери је одредио њен институционални дизајн, степен независности и карактер монетарне политике.

Пре оснивања ЦБ БиХ, монетарни систем на територији Босне и Херцеговине био је фрагментисан и нестабилан. Током ратног периода деведесетих година, у оптицају су се налазиле различите валуте, укључујући југословенски динар, хрватску куну и немачку марку, што је довело до високог степена монетарне дезинтеграције и губитка поверења у домаћу валуту (IMF, 2015). У таквим условима, успостављање јединствене монетарне институције представљало је предуслов за економску стабилизацију и обнову финансијског система.

Правни основ за оснивање централне банке постављен је у оквиру Устава Босне и Херцеговине, који предвиђа постојање јединствене институције надлежне за монетарну политику на нивоу државе. На основу овог уставног оквира, ЦБ БиХ је формално основана 1997. године доношењем Закон о Централној банци Босне и Херцеговине, чиме је успостављен режим валутног одбора као основни принцип њеног функционисања. Посебна карактеристика почетног периода рада ЦБ БиХ била је директна укљученост међународне заједнице у њено функционисање. У складу са законским решењима, у првим годинама постојања банке функцију гувернера обављао је страни држављанин, именован уз сагласност Међународног монетарног фонад, што представља јединствен

пример у пракси централног банкарства. Овај модел имао је за циљ да обезбеди кредибилитет нове институције и спречи политичке притиске у условима слабих домаћих институција (Hanke, 2002; International Monetary Fund, 2015).

Увођењем конвертибилне марке и њеним везивањем за немачку марку, а касније за евро, створени су услови за стабилизацију монетарног система. Фиксни девизни курс и пуно девизно покриће новчане масе омогућили су брзо успостављање поверења у домаћу валуту, што је било од кључног значаја у транзиционом и постконфликтном окружењу. Овај модел се показао ефикасним у обуздавању инфлације и стабилизацији цена, али је истовремено ограничио могућност активног вођења монетарне политике. Током наредног периода, институционални оквир ЦБ БиХ остао је релативно непромењен, што указује на висок степен стабилности и доследности у примени режима валутног одбора. За разлику од многих других транзиционих економија које су постепено прелазиле на флексибилније режиме, Босна и Херцеговина је задржала овај модел, што додатно потврђује његову улогу као кључног институционалног сидра монетарне стабилности (IMF, 2015).

Историјски развој ЦБ БиХ указује на то да је њен институционални дизајн резултат специфичних околности, а не еволутивног развоја. Уместо постепеног јачања независности и инструмената, као у развијеним економијама, независност ЦБ БиХ је „уграђена“ у сам систем кроз строга правила валутног одбора. Ово је омогућило висок степен кредибилитета, али је истовремено довело до трајних ограничења у погледу флексибилности монетарне политике, што представља кључну карактеристику њеног функционисања и у савременом периоду.

Иако би се, у теоријском смислу, могло очекивати да транзициона економија временом пређе са строгог режима валутног одбора на флексибилнији монетарни режим, у случају Босне и Херцеговине до такве промене није дошло. Разлог за то није само економске, већ и институционалне и политичке природе. Валутни одбор је у БиХ од почетка имао улогу стабилизационог механизма, али и ширег институционалног сидра у условима сложене државне структуре, ограниченог поверења у домаће институције и високог степена евроизације финансијског система (IMF, 2015). Први разлог за задржавање фиксног курса јесте чињеница да је режим валутног одбора обезбедио кредибилитет новоуспостављене монетарне институције. У постконфликтном периоду, када је поверење у домаћи новац било слабо са различитим валутама у оптицају, фиксни курс конвертибилне марке према немачкој марки, а касније према евру, омогућио је брзу стабилизацију очекивања и изградњу поверења у монетарни систем (ЦБ БиХ, 2021; Hanke, 2002).

Други разлог односи се на ограничену институционалну способност за вођење дискреционе монетарне политике. Прелазак на флексибилан курс подразумевао би да ЦБ БиХ располаже развијеним инструментима монетарне политике, кредибилном каматном стопом, дубљим финансијским тржиштем и јасним механизмом трансмисије монетарне политике. У условима у којима ЦБ БиХ нема класичну референтну каматну стопу, не спроводи операције на отвореном тржишту у уобичајеном смислу и не врши функцију зајмодавца у крајњој инстанци, прелазак на флексибилан курс би значио промену целокупног институционалног модела, а не само техничку измену девизног режима (IMF, 2019; IMF, 2024).

Још један разлог је и висок степен повезаности са евром. Конвертибилна марка је законски везана за евро по фиксном курсу, што је временом постало кључни елемент економских очекивања становништва, банака и привреде. Прелазак на флексибилан курс могао би да доведе до раста девалвационих очекивања, повећања валутног ризика и потенцијалне дестабилизације финансијског система (ЦБ БиХ, 2021; IMF, 2015). Затим, политичко-институционална структура БиХ. У условима сложеног уставног уређења и ограничене координације економских политика, валутни одбор функционише као механизам који смањује простор за политички утицај на монетарну политику. У том смислу, фиксни курс делује као инструмент институционалне самодисциплине, који спречава коришћење монетарне политике за финансирање фискалних дефицита или краткорочне политичке циљеве (IMF, 2015; Hanke, 2002).

Чињеница да БиХ није прешла на флексибилан курс показује да је валутни одбор задржан не зато што представља најфлексибилније решење, већ зато што представља најкредибилније решење у датом институционалном контексту. Његова предност огледа се у стабилности, предвидљивости и ограничењу политичке дискреције, док је његова цена у губитку самосталне монетарне реакције на шокове. Зато се историјски развој ЦБ БиХ може тумачити као пример независности централне банке која није настала постепеним проширењем инструмената, већ управо њиховим правним и институционалним ограничењем.

Значај Централне банке Босне и Херцеговине за економију Босне и Херцеговине произилази из њене специфичне улоге у очувању монетарне и финансијске стабилности у условима ограничене инструменталне аутономије. За разлику од централних банака које активно утичу на економске циклусе путем каматних стопа и других инструмената, допринос ЦБ БиХ огледа се пре свега у обезбеђивању стабилног и предвидљивог монетарног окружења, које представља основ за функционисање реалног сектора. Кључни допринос ЦБ БиХ огледа се у очувању стабилности валуте, што има директан утицај на инфлациона очекивања, ниво цена и поверење економских субјеката. Режим валутног одбора, заснован на фиксном девизном курсу и пуном девизном покрићу новчане масе, омогућио је одржавање ниске и стабилне инфлације током дужег временског периода, што је од посебног значаја у економији која је прошла кроз фазу макроекономске нестабилности (IMF, 2015; Hanke, 2002).

Поред монетарне стабилности, ЦБ БиХ има значајну улогу у функционисању платног система и обезбеђивању финансијске инфраструктуре, што је предуслов за несметано одвијање економских активности. Ефикасан и сигуран платни систем омогућава смањење трансакционих трошкова, повећава ликвидност привреде и доприноси укупној ефикасности финансијског система (ЦБ БиХ, 2023). Истовремено, улога ЦБ БиХ у управљању девизним резервама има директне импликације на спољну стабилност економије. Одржавање адекватног нивоа девизних резерви доприноси отпорности земље на спољне шокове, стабилности девизног курса и поверењу међународних инвеститора. У том смислу, централна банка делује као кључни фактор макроекономске стабилности, иако не располаже класичним инструментима монетарне политике (IMF, 2015).

Међутим, значај ЦБ БиХ за економију не може се посматрати једнострано. Док режим валутног одбора обезбеђује висок степен стабилности и кредибилитета, он истовремено

ограничава способност централне банке да реагује на економске шокове и подстиче економски раст кроз активну монетарну политику. У условима рецесије или спољних поремећаја, одсуство флексибилних инструмената значи да се прилагођавање преноси на реални сектор, што може довести до продужених периода економске стагнације (IMF, 2015; BIS, 2011). Значај ЦБ БиХ за економију огледа се у обезбеђивању стабилности као јавног добра, које представља основу за дугорочни економски развој. Ипак, овај допринос долази уз јасна ограничења у погледу флексибилности и активне стабилизационе улоге, што потврђује да је улога централне банке у Босни и Херцеговини специфична и условљена институционалним оквиром у којем делује.

У наставку је у Табели 4.2. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности ЦБ БиХ у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Анализа правног оквира који се односи на руководеће структуре ЦБ БиХ показује да је институционални дизајн у великој мери усклађен са принципима формалне независности, али уз одређене специфичности које произилазе из ширег уставног и политичког оквира (Закон о БиХ, 1997). Мандат чланова Савета износи шест година, уз могућност поновног избора (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 8.4). У складу са Цукермановом методологијом, дужина мандата представља значајан фактор институционалне независности, јер дужи мандати смањују изложеност краткорочним политичким утицајима (Cukierman, Alex, 1992). У том смислу, шестогодишњи мандат може се оценити као релативно повољно решење, будући да превазилази уобичајене политичке циклусе и доприноси континуитету у вођењу политике. Процедура именовања у случају ЦБ БиХ има вишеслојни карактер. Чланове Извршног одбора именује Председништво БиХ, док Управно веће има улогу у одобравању именовања вицегувернера и избору гувернера између својих чланова (Закон о ЦБ БиХ 1997, чл. 7.h; чл. 8.2a и 8.2b). Истовремено, гувернера формално именује Председништво БиХ.

Оваква структура указује на мешовити модел именовања, у коме учествују и извршна власт и интерни органи централне банке. Према Цукерману, већи степен независности везује се за моделе у којима централна банка има значајну улогу у избору руководства (Cukierman, Alex, 1992). У том смислу, укљученост Управног већа у процес избора представља елемент који повећава институционалну аутономију, иако задржавање коначне надлежности код Председништва указује на присуство политичког утицаја.

Правни оквир за разрешење чланова Управног већа строго је дефинисан и ограничен на јасно прописане случајеве (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 11.1–11.3). Разлози за разрешење укључују кршење правила валутног одбора, правну неподобност, кривичну осуду, несолвентност, као и професионалне пропусте. Додатно, разрешење је могуће и у случају трајне неспособности за обављање функције или озбиљног кршења закона, али искључиво уз предлог већине чланова Управног већа. Посебно је значајно да закон експлицитно предвиђа да се чланови не могу разрешити из других разлога (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 11.3), што представља снажан механизам заштите од политички мотивисаног уклањања. У складу са Цукермановом методологијом, оваква ограничења указују на висок степен персоналне независности, јер значајно смањују могућност произвољног утицаја извршне власти (Cukierman, Alex, 1992).

Табела 4.2: CWN индекс законске независности ЦББиХ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ЦББиХ*
1.Гувернер ЦБ БиХ	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера ЦБ БиХ?			
Председништво БиХ		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер ЦБ БиХ може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
ЦББиХ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
ЦББиХ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ЦББиХ има консултативну улогу		1,00	0,15
3.Циљеви	0,60		
Стабилност цена је један од циљева		0,60	0,09
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) ЦББиХ-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) ЦБ БиХ			0,86

Извор: Систематизовао аутор према: Закон о Централној банци Босне и Херцеговине. (1997). *Службени гласник БиХ*, бр. 1/97. Преузето са: https://www.advokat-prnjavorac.com/legislation/Law-on-the-Central-Bank-of-Bosnia-and-Herzegovina.pdf, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Додатни елемент независности огледа се у строгим правилима о неспојивости функција. Чланови Управног већа не могу истовремено обављати функције у кључним политичким институцијама, као што су Председништво, законодавна власт или извршни

органи на различитим нивоима власти (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 10). Поред тога, гувернер и вицегувернери не могу обављати друге послове без одобрења Управног већа (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 23.1). Ова ограничења имају за циљ спречавање сукоба интереса и очување институционалне аутономије централне банке. У контексту Цукерманове анализе, јасно дефинисана правила о неспојивости функција представљају важан индикатор независности, јер доприносе одвајању монетарне власти од политичких структура (Cukierman, Alex, 1992).

Посматрано у целини, правни оквир који се односи на руководство ЦБ БиХ указује на релативно висок степен формалне персоналне независности. Дужина мандата, ограничени разлози за разрешење и правила о неспојивости функција делују у правцу заштите од политичких притисака. Међутим, учешће политичких институција у процесу именовања указује на присуство одређеног степена институционалне зависности, што је у складу са ширим карактеристикама уставног система БиХ. Ова комбинација елемената потврђује да је независност ЦБ БиХ пре свега правно заштићена, али истовремено условљена политичко-институционалним оквиром у коме банка делује.

Правни оквир који се односи на формулисање и спровођење монетарне политике у оквиру ЦБ БиХ указује на формално висок степен институционалне независности, али уз одређене нормативне недоречености које могу имати импликације у пракси. У складу са Законом о Централној банци Босне и Херцеговине, централна банка, односно њено Управно веће, има искључиву надлежност у области формулисања, усвајања и спровођења монетарне политике. Закон експлицитно прописује да ЦБ БиХ дефинише и контролише монетарну политику путем издавања домаће валуте (Закон о ЦБ БиХ чл. 2.3.a, 2.3.f и 2.4.a), док Управно веће утврђује монетарну политику (Закон о ЦБ БиХ чл. 7.a). Овакво решење указује на висок степен формалне независности у погледу дефинисања монетарне политике, будући да не постоји директна улога владе или других политичких институција у овом процесу. У складу са Цукермановом методологијом, искључива надлежност централне банке у формулисању политике представља један од најјачих индикатора институционалне независности (Cukierman, 1992).

Додатно, закон садржи изричиту одредбу о независности централне банке, према којој је ЦБ БиХ „потпуно независна“ од свих нивоа власти и јавних институција, те да нико не може утицати на чланове њених органа у вршењу њихових функција (Закон о ЦБ БиХ чл. 3). Ова норма представља класичан пример формалне институционалне заштите независности, у складу са стандардима савременог централног банкарства. Међутим, упркос овако јасној декларативној одредби, уочавају се одређене нормативне слабости. Пре свега, закон не садржи експлицитну забрану утицаја „трећих лица“, укључујући међународне институције, на начин како је то прецизирано у праву Европске уније (чл. 130 Уговор о функционисању Европске уније; чл. 7 Статут Европског система централних банака и Европске централне банке). Ово оставља простор за шире тумачење независности и потенцијалне институционалне нејасноће, посебно у контексту будућих европских интеграција.

Посебну пажњу заслужује одредба која регулише однос између централне банке и фискалних власти. Закон предвиђа могућност међусобних консултација између ЦБ БиХ и министарства надлежног за буџет (Закон о ЦБ БиХ чл. 52.2), као и учешће централне

банке у припреми буџета кроз давање мишљења и извештаја (Закон о ЦБ БиХ чл. 52.3). Иако су консултације између монетарних и фискалних власти уобичајене у савременим економијама, формулација ових одредби није довољно прецизна у погледу њиховог обима и карактера. Недовољно јасно разграничење између саветодавне улоге и потенцијалног утицаја може довести у питање степен институционалне независности централне банке. У том смислу, постојање ex ante консултација може се тумачити као потенцијални канал индиректног утицаја на одлуке централне банке. Такође, поједине одредбе закона које предвиђају укључивање других институција у одређене аспекте деловања централне банке (нпр. питања дизајна новчаница, управљања резервама или учешћа у организацијама) указују на постојање одређеног степена институционалне повезаности са другим актерима, што може бити у супротности са строгим принципима независности.

Посматрано у целини, правни оквир ЦБ БиХ у области формулисања монетарне политике указује на висок степен формалне институционалне независности, посебно у погледу дефинисања и спровођења политике. Међутим, постојање недовољно прецизно дефинисаних механизама сарадње са другим институцијама, као и изостанак експлицитне заштите од утицаја „трећих лица“, указују на одређене слабости у нормативном оквиру. У том смислу, независност ЦБ БиХ може се окарактерисати као формално висока, али институционално непотпуно заокружена, што је у складу са ширим специфичностима њеног правног и економског система.

Правни оквир који дефинише циљеве Централне банке Босне и Херцеговине указује на специфичан приступ формулисању монетарне политике, који се у значајној мери разликује од стандарда савремених централних банака, посебно у контексту функционалне независности (Закон о ЦБ БиХ, 1997). Основни циљ централне банке дефинисан је законом као постизање и одржавање стабилности домаће валуте – конвертибилне марке – кроз њено издавање у складу са режимом валутног одбора (Закон о ЦБ БиХ, 1997, чл. 2.1). Оваква формулација указује да је циљ монетарне политике директно повезан са одржавањем фиксног девизног курса, што представља суштину режима валутног одбора.

Међутим, у контексту Цукерманове методологије, овакво решење указује на ограничен степен функционалне (циљне) независности. Наиме, централна банка нема могућност да самостално дефинише или мења основни циљ монетарне политике, већ је он унапред нормативно одређен. У том смислу, циљ није резултат дискреционе одлуке централне банке, већ правно утврђено правило, што значајно редукује њену циљну аутономију (Cukierman, Alex, 1992). Додатно, оваква поставка циљева одступа од стандарда који важе у праву Европске уније, где је као примарни циљ централних банака експлицитно дефинисана стабилност цена (чл. 127 и 130 Уговор о функционисању Европске уније, 2012). У том смислу, нормативно дефинисање циља искључиво кроз стабилност девизног курса не одговара у потпуности савременим концепцијама монетарне политике. У оквиру права Европске уније, примарни циљ централних банака јесте ценовна стабилност, док се курсна стабилност третира као инструментални, а не циљни елемент монетарне политике. Иако се у пракси стабилност девизног курса често доводи у везу са стабилношћу цена, њихово нормативно изједначавање није у потпуности у складу са стандардима Европске уније, који јасно раздвајају циљеве од инструмената монетарне политике.

Посебан значај има и уставни оквир, који додатно дефинише улогу централне банке. У складу са Устав Босне и Херцеговине (Устав БиХ, 1995, чл. VII), ЦБ БиХ је једина институција надлежна за емисију новца и вођење монетарне политике, али се истовремено предвиђа да њене надлежности одређује законодавна власт. С обзиром да је у почетном периоду функционисања изричито било прописано да банка делује као валутни одбор, без могућности кредитирања путем емисије новца, закључак је да је основни циљ од самог почетка био нормативно ограничен (Устав БиХ, 1995).

Циљеви ЦБ БиХ представљају пример унапред детерминисаног монетарног оквира, у коме је стабилност валуте постављена као апсолутни приоритет, без могућности њене ревизије од стране централне банке. Овакво решење има јасне предности у погледу кредибилитета и стабилности очекивања, али истовремено значи да централна банка нема циљну независност у класичном смислу. Из овога се може закључити да је функционална независност ЦБ БиХ ограничена, јер банка не располаже могућношћу самосталног дефинисања циљева монетарне политике, већ делује у оквиру правно задатог циља. Ово је у складу са ширим карактеристикама њеног институционалног дизајна, који се заснива на примату правила над дискрецијом.

Правни оквир који се односи на забрану кредитирања јавног сектора у оквиру Централне банке Босне и Херцеговине представља један од кључних елемената њене институционалне независности. У складу са Законом о Централној банци Босне и Херцеговине (Закон о ЦБ БиХ, 1997), централној банци је изричито забрањено да даје кредите путем креирања новца (Закон о ЦБ БиХ , 1997, чл. 1.1), као и да одобрава било какав кредит „под било каквим околностима“ (Закон о ЦБ БиХ чл. 67.1.а). Оваква формулација указује на апсолутну забрану монетарног финансирања, што је у складу са основним принципима режима валутног одбора.

Посматрано у контексту Цукерманове методологије, строга забрана кредитирања владе представља један од најјачих индикатора финансијске независности централне банке, јер елиминише могућност да се монетарна политика користи као инструмент финансирања буџетских дефицита (Cukierman, Alex, 1992). У том смислу, законски оквир ЦБ БиХ поставља веома висок степен формалне заштите од фискалне доминације. Међутим, упркос јасној забрани кредитирања, уочавају се одређене нормативне недоречености. Пре свега, закон не садржи прецизну дефиницију субјеката којима је кредитирање забрањено, већ користи општу формулацију која не прави разлику између различитих нивоа власти или јавних институција. Ово може оставити простор за различита тумачења, посебно у сложеном институционалном оквиру Босне и Херцеговине.

Додатно, закон не садржи експлицитну забрану директне куповине државних дужничких инструмената, што представља важан елемент у праву Европске уније. Наиме, у складу са чл. 123 Уговор о функционисању Европске уније (Уговор о функционисању Европске уније, 2012), централним банкама је забрањено не само кредитирање јавног сектора, већ и директна куповина државних хартија од вредности на примарном тржишту. У том смислу, иако је суштина забране у систему ЦБ БиХ веома строга, изостанак овако прецизно дефинисаних одредби указује на делимичну неусклађеност са acquis communautaire.

Аналитички посматрано, забрана монетарног финансирања у случају ЦБ БиХ представља један од најконзистентнијих елемената њеног институционалног дизајна. Она је директно повезана са режимом валутног одбора и има за циљ очување стабилности валуте и спречавање инфлаторних притисака. Истовремено, нормативне недореченост у погледу обухвата забране указују на потребу за додатним усклађивањем са европским правним оквиром, како би се обезбедила потпуна правна сигурност и елиминисале потенцијалне нејасноће у тумачењу.

Посматрано у целини, ЦБ БиХ поседује веома висок степен формалне финансијске независности у погледу забране кредитирања владе, што је у складу са најстрожим стандардима централног банкарства. Међутим, одсуство детаљније нормативне разраде, посебно у погледу дефинисања субјеката и забране директне куповине државних инструмената, указује на одређене слабости у правном оквиру.

4.3. Достигнут ниво независности Централне банке Црне Горе

4.3.1. Ниво независности Централне банке Црне Горе са аспекта дефинисаних функција

Централна банка Црне Горе представља специфичан пример централнобанкарске институције, јер делује у условима једностране евроизације, односно у систему у којем се евро користи као законско средство плаћања, иако Црна Гора није чланица еврозоне. Уставни основ положаја Централне банке садржан је у члану 143 Устава Црне Горе, којим је утврђено да је Централна банка независна институција, одговорна за монетарну и финансијску стабилност и функционисање банкарског система. Истим чланом је прописано да Централном банком управља Савет Централне банке, док гувернер руководи њеним радом (Скупштина Црне Горе, 2007, чл. 143). Овакво уставно позиционирање указује да независност Централне банке није само законска категорија, већ има и уставни карактер, што јој обезбјеђује виши степен институционалне заштите.

Детаљније уређење статуса, циљева, функција и организације Централне банке садржано је у Закону о Централној банци Црне Горе. Према овом закону, Централна банка је правно лице са седиштем у Подгорици, а њен основни циљ је очување и унапређење стабилности финансијског система, укључујући стабилност банкарског система и сигурност и ефикасност платног промета (ЦБЦГ, 2023, чл. 3–4). Ова формулација циља одражава специфичност црногорског монетарног режима, у коме централна банка не спроводи класичну монетарну политику засновану на емисији националне валуте, већ је њена улога усмерена ка очувању финансијске стабилности и регулаторној функцији.

Институционална независност Централне банке даље је разрађена кроз одредбе које регулишу њен однос са извршном и законодавном влашћу. Централна банка има право да иницира доношење прописа из своје надлежности, док је Влада обавезна да прибави њено мишљење о прописима који могу утицати на финансијски систем (ЦБЦГ, 2023, чл. 40). Истовремено, обавеза подношења годишњег извештаја Скупштини представља инструмент демократске одговорности, али не доводи у питање институционалну независност, што је у складу са савременим концептом „одговорне независности“ централних банака.

Посебно значајан елемент правног оквира представља забрана монетарног финансирања јавног сектора. Закон прописује да Централна банка не може одобравати кредите држави, органима јавне власти или субјектима у јавном власништву, нити куповати њихове дужничке инструменте на примарном тржишту (ЦБЦГ, 2023, чл. 43). Ова одредба је суштински усклађена са правом Европске уније, односно са забраном из члана 123 Уговора о функционисању Европске уније (European Union, 2012a, чл. 123), што указује на висок степен правне хармонизације у овом сегменту.

Организациона структура Централне банке заснива се на подели надлежности између Савета и гувернера. Савет Централне банке доноси кључне одлуке које се односе на политику, регулативу и надзор финансијског система, укључујући одлуке о лиценцирању и супервизији финансијских институција (ЦБЦГ, 2023, чл. 44). Гувернер, са друге стране, представља Централну банку, организује њен рад и обезбјеђује спровођење одлука Савета (ЦБЦГ, 2023, чл. 45). Овакав модел је у складу са институционалним решењима карактеристичним за већину европских централних банака.

У контексту приступања Европској унији, правни оквир Централне банке Црне Горе показује висок степен усклађености са стандардима Европског система централних банака. Закон садржи посебне одредбе које ће се примјењивати након приступања Европској унији, укључујући норме којима се дефинише да Централна банка постаје део Европског система централних банака и да је њена независност усклађена са чланом 130 Уговора о функционисању Европске уније (European Union, 2012a, чл. 130) и чланом 7 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ (Protocol No. 4, 2012, чл. 7). Такође, предвиђено је да ће примарни циљ Централне банке бити одржавање стабилности цена, уз подршку општим економским политикама Европске уније (ЦБЦГ, 2023, чл. 87а–87в; European Union, 2012б, чл. 119).

Ипак, специфичност црногорског случаја произлази из чињенице да Црна Гора већ користи евро без формалног чланства у еврозони. Европска комисија наглашава да таква пракса представља посебан институционални аранжман који не подразумева учешће у одлучивању у оквиру Европске централне банке, нити приступ инструментима монетарне политике Евросистема (European Commission, 2025). То значи да, иако је правни оквир у великој мери усклађен са acquis communautaire у области економске и монетарне уније, функционални капацитети Централне банке остају ограничени у односу на централне банке држава чланица еврозоне.

Према оценама Европске комисије, Црна Гора је у области економске и монетарне политике остварила значајан напредак у правном усклађивању, али остају изазови у погледу практичне примене стандарда независности, посебно у области именовања органа Централне банке, где је потребно обезбедити пуну транспарентност и заснованост на стручним критеријумима (European Commission, 2025). Ово указује на класичан јаз између de jure и de facto независности, који је често присутан у земљама кандидатима за чланство у Европској унији.

На основу наведеног може се закључити да је Централна банка Црне Горе правно-институционално конципирана као независна институција са високим степеном усклађености са правом Европске уније. Њена специфичност проистиче из режима евроизације, који условљава ограничен опсег класичних монетарних инструмената и наглашава

улогу у очувању финансијске стабилности. Иако је формални степен усклађености висок, кључни изазов остаје јачање стварне независности кроз доследну примену законских решења у пракси.

Институционална структура управљања Централном банком Црне Горе уређена је Законом о Централној банци Црне Горе, при чему се као кључни органи издвајају Савет Централне банке и гувернер. Оваква организациона поставка одражава колегијални модел управљања, карактеристичан за већину савремених централних банака са циљем обезбеђивања баланса између стручности, континуитета у доношењу одлука и институционалне независности (ЦБЦГ, 2023, чл. 44–45).

Савет Централне банке представља највиши орган управљања и одлучивања. Он утврђује политику Централне банке и доноси кључне одлуке у вези са остваривањем њених циљева и функција (ЦБЦГ, 2023, чл. 44). У његовој надлежности су доношење подзаконских аката, одлучивање о мерама у области финансијске стабилности, као и одлуке у вези са лиценцирањем и супервизијом финансијских институција. Савет се састоји од гувернера, вицегувернера и других чланова, које именује Скупштина Црне Горе (ЦБЦГ, 2023). Овакво решење указује на значајну улогу законодавне власти у процесу именовања, што је у складу са европском праксом, али истовремено отвара питање потенцијалног политичког утицаја на састав управљачког тела. У контексту анализе независности, овај аспект је посебно релевантан, јер начин именовања представља један од кључних индикатора правне независности централне банке (Cukierman, 1992). Мандат чланова Савета је временски ограничен и законом уређен, што представља важан инструмент институционалне стабилности и континуитета. Истовремено, разрешење је могуће само под условима прописаним законом, што доприноси заштити од произвољних одлука политичких актера. Управо сигурност мандата и ограничени услови разрешења представљају једну од централних компоненти правне независности у оквиру Цукерманове методологије (Cukierman, 1992).

Гувернер Централне банке има кључну улогу у функционисању институције. Он представља и заступа Централну банку, руководи њеним радом и одговоран је за спровођење одлука Савета (ЦБЦГ, 2023, чл. 45). Поред тога, гувернер има значајну улогу у међународној сарадњи, посебно у комуникацији са институцијама Европске уније и међународним финансијским организацијама. Гувернера именује Скупштина Црне Горе на мандат утврђен законом (ЦБЦГ, 2023). Овакав модел именовања је у складу са институционалним решењима у већини европских земаља, али представља један од критичних елемената у процени степена независности. У складу са теоријским оквиром, дужина мандата и услови разрешења гувернера директно утичу на степен изложености политичким притисцима, при чему дужи и стабилнији мандати доприносе већој независности (Cukierman, 1992).

Посматрано кроз призму теорије независности централних банака, структура органа управљања Централне банке Црне Горе показује висок степен формалне усклађености са европским стандардима. Колегијални орган одлучивања, временски ограничени мандати и законски дефинисани услови разрешења представљају кључне елементе правне независности (Cukierman, 1992).Ипак, неопходно је направити разлику између формалне (de jure) и стварне (de facto) независности. Према оцени Европске комисије, иако је

правни оквир у значајној мери усклађен са acquis communautaire, остају изазови у погледу транспарентности и деполитизације процеса именовања органа Централне банке (European Commission, 2025). Ово указује да институционални дизајн представља неопходан, али не и довољан услов за пуну независност.Стога се може закључити да је структура органа управљања Централне банке Црне Горе адекватно постављена са становишта правних стандарда, али да њена стварна ефикасност зависи од начина примене у пракси.

Положај Централне банке Црне Горе у погледу дефинисања циљева и инструмената монетарне политике специфичан је у односу на већину савремених централних банака, пре свега због режима једностране евроизације. С обзиром на то да Црна Гора користи евро као законско средство плаћања, без формалног чланства у еврозони, Централна банка не располаже класичним инструментима монетарне политике, као што су емисија националне валуте, одређивање референтне каматне стопе или вођење политике девизног курса. Због тога је њена улога у већој мери усмерена ка очувању финансијске стабилности, регулацији и супервизији финансијског система, као и обезбеђивању стабилности платног система (ЦБЦГ, 2023, чл. 3–4).

Основни циљ Централне банке дефинисан је Законом о Централној банци Црне Горе, којим је прописано да је њен циљ очување и унапређење стабилности финансијског система, укључујући подстицање и одржавање сигурног и ефикасног платног промета (ЦБЦГ, 2023, чл. 4). Овакво законско решење представља значајну специфичност у односу на централне банке држава чланица Европске уније, чији је примарни циљ стабилност цена. Разлог за овакво решење лежи у чињеници да Централна банка Црне Горе не спроводи самосталну монетарну политику у класичном смислу, јер употреба евра значајно ограничава могућност коришћења традиционалних монетарних инструмената.

Међутим, у процесу приступања Европској унији законодавац је предвидео постепено усклађивање са правним оквиром Европског система централних банака. Тако Закон о Централној банци Црне Горе садржи одредбе које ће се примењивати даном приступања Европској унији, а којима је прописано да ће примарни циљ Централне банке бити одржавање стабилности цена, без довођења у питање подршке општим економским политикама Европске уније (Централна банка Црне Горе, 2023, чл. 87а). Ова формулација усклађена је са чланом 127 Уговора о функционисању Европске уније, којим је дефинисан примарни циљ Европског система централних банака (European Union, 2012, чл. 127).

Када је реч о одређивању циљева и инструмената, значајна овлашћења има Савет Централне банке, који утврђује политику и доноси одлуке ради остваривања законом дефинисаних циљева (Централна банка Црне Горе, 2023, чл. 44). То значи да су инструменти и мере у оквиру надлежности Централне банке формално поверени независном институционалном органу, а не Влади или другим политичким институцијама. Управо овај елемент представља једну од кључних компоненти инструменталне независности централне банке, која подразумева способност централне банке да самостално бира инструменте за остваривање постављених циљева (Cukierman, 1992).

Међутим, специфичност црногорског случаја огледа се у томе што инструментална независност постоји у значајно ограниченом обиму. Будући да Централна банка нема овлашћење емисије сопствене валуте, нити могућност одређивања каматне стопе, њени инструменти се превасходно односе на макропруденцијалне мере, супервизију банака, контролу ликвидности банкарског система и регулацију платног промета. На тај начин, класична монетарна функција трансформише се у функцију очувања финансијске стабилности, што представља једну од најзначајнијих институционалних специфичности Централне банке Црне Горе.

Управо због тога, анализа независности Централне банке Црне Горе захтева шири приступ од класичне анализе монетарне независности. Традиционални модели независности централних банака заснивају се на способности институције да независно води монетарну политику и контролише инфлацију путем каматних стопа и монетарних агрегата (Cukierman, 1992). У случају Црне Горе, међутим, независност се у већој мери огледа у способности институције да независно спроводи регулаторне и супервизорске функције, као и да обезбеди стабилност финансијског система у условима ограниченог монетарног суверенитета.

Европска комисија у својим извештајима наглашава да је Црна Гора у значајној мери правно ускладила своје законодавство са acquis communautaire у области економске и монетарне уније, али истовремено указује да једнострана евроизација представља специфичан институционални аранжман који није еквивалентан чланству у еврозони (European Commission, 2025). То значи да, иако је правни оквир у великој мери приближен стандардима Европске уније, Централна банка Црне Горе не учествује у процесу креирања монетарне политике Европске централне банке, нити располаже инструментима који су на располагању националним централним банкама држава чланица еврозоне.

Са аспекта теорије независности централних банака, ово представља специфичан пример раздвајања циљне и инструменталне независности. Формално посматрано, циљеви Централне банке су законом дефинисани, док Савет Централне банке има значајан степен аутономије у избору расположивих инструмената. Међутим, због ограниченог спектра инструмената, стварни домет инструменталне независности је значајно ужи у односу на класичне централне банке, што ЦБЦГ чини посебно значајним за анализу савремених модела независности централне банке.

Функције Централне банке Црне Горе специфичне су у односу на класичне функције централних банака, пре свега због режима једностране евроизације и ограниченог монетарног суверенитета. Иако Централна банка Црне Горе не располаже пуним спектром инструмената монетарне политике, њена улога остаје од кључног значаја за очување финансијске стабилности, функционисање банкарског система и сигурност платног промета. Закон о Централној банци Црне Горе дефинише њене основне функције, које обухватају одржавање стабилности финансијског система, регулацију и супервизију банака, функционисање платног система, као и друге активности од значаја за финансијску стабилност државе (ЦБЦГ, 2023, чл. 4–15).

Једна од најзначајнијих специфичности Централне банке Црне Горе односи се на ограничену могућност вођења самосталне монетарне политике. Будући да Црна Гора

користи евро као законско средство плаћања, Централна банка нема овлашћење емисије националне валуте, нити могућност утврђивања референтне каматне стопе или спровођења политике девизног курса. На тај начин, класични инструменти монетарне политике, који су карактеристични за већину централних банака, практично су искључени из њеног деловања.

Међутим, и у условима евроизације, Централна банка задржава одређене механизме утицаја на финансијски систем, пре свега кроз регулаторне и макропруденцијалне мере. То се односи на контролу обавезне резерве, праћење ликвидности банкарског система и доношење мера усмерених на очување стабилности финансијског сектора (ЦБЦГ, 2023). У том смислу, монетарна функција Централне банке трансформисана је у функцију очувања финансијске стабилности, што представља специфичност институционалног модела Црне Горе.

Европска комисија наглашава да једнострана евроизација значајно ограничава капацитет државе за вођење независне монетарне политике, због чега фискална политика добија знатно већи значај у макроекономском управљању (European Commission, 2025). Истовремено, Комисија истиче да употреба евра у Црној Гори не подразумева учешће у институционалном оквиру Евросистема, нити приступ инструментима монетарне политике Европске централне банке.

Са аспекта теорије независности централних банака, случај ЦБЦГ представља специфичан модел у којем постоји висок степен формалне институционалне независности, али ограничен обим класичне инструменталне независности. У том смислу, улога Централне банке више је усмерена ка очувању стабилности финансијског система него ка активној антиинфлационој монетарној политици, која је карактеристична за већину савремених централних банака (Alex Cukierman, 1992).

Функција зајмодавца у крајњој инстанци представља једну од традиционалних функција централних банака, јер омогућава обезбеђивање ликвидности финансијским институцијама у условима кризе. Међутим, у случају Централне банке Црне Горе ова функција је значајно ограничена због непостојања сопствене емисионе функције.

Централна банка Црне Горе не може креирати примарни новац у класичном смислу, што значи да не располаже истим капацитетом за обезбеђивање ликвидности као централне банке које емитују националну валуту. Ипак, закон предвиђа могућност одобравања краткорочних кредита банкама ради очувања стабилности банкарског система, под условима прописаним законом и уз одговарајуће инструменте обезбеђења (ЦБЦГ, 2023). Ова могућност представља ограничени облик функције зајмодавца у крајњој инстанци, прилагођен специфичностима евроизованог система.

Ограниченост ове функције представља један од кључних структурних изазова финансијског система Црне Горе. У условима кризе, способност Централне банке да обезбеди ликвидност зависи од расположивих резерви и институционалне сарадње са међународним финансијским институцијама. Због тога је стабилност банкарског система у већој мери условљена превентивном регулацијом и супервизијом, него могућношћу накнадне интервенције путем емисије новца. Управо из тог разлога, Европска комисија наглашава значај јачања финансијске отпорности и макропруденцијалног оквира у Црној

Гори, имајући у виду ограничене могућности класичне монетарне интервенције (European Commission, 2025).

Супервизорска функција представља једну од најзначајнијих функција Централне банке Црне Горе. Централна банка врши контролу и надзор над пословањем кредитних институција, са циљем очувања стабилности и сигурности банкарског система (ЦБЦГ, 2023, чл. 44). У том контексту, она доноси подзаконске акте, издаје и одузима дозволе за рад, прати ризике у банкарском сектору и спроводи мере супервизије.

Посебан значај супервизорске функције произилази из чињенице да у условима ограничене монетарне политике управо супервизија постаје кључни инструмент очувања финансијске стабилности. На тај начин, Централна банка Црне Горе преузима улогу макропруденцијалне институције, чији је основни задатак спречавање системских ризика и очување поверења у финансијски систем.

Процес приступања Европској унији значајно је утицао на развој супервизорског оквира. Законодавство Црне Горе у значајној мери је усклађено са правним тековинама Европске уније у области банкарске регулативе и супервизије, укључујући стандарде који се односе на капиталну адекватност, управљање ризицима и заштиту депонената (European Commission, 2025). Ово је посебно важно имајући у виду да је супервизорска функција у евроизованом систему један од основних механизама очувања финансијске стабилности. Посматрано са становишта институционалне економије, јачање супервизорске функције представља компензациони механизам за ограничену способност вођења независне монетарне политике. Другим речима, у условима у којима Централна банка нема класичне монетарне инструменте, значај регулаторне и супервизорске функције постаје још израженији.

На основу наведеног може се закључити да су функције Централне банке Црне Горе у великој мери прилагођене специфичностима евроизованог система. Ограничене могућности вођења монетарне политике и функције зајмодавца у крајњој инстанци условиле су јачање супервизорске и макропруденцијалне улоге Централне банке, која данас представља кључни институционални ослонац очувања финансијске стабилности у Црној Гори.

4.3.2. Анализа степена независности Централне банке Црне Горе у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Инструменти монетарне политике Централне банке Црне Горе представљају један од најспецифичнијих елемената њеног институционалног оквира, пре свега због режима једностране евроизације. За разлику од класичних централних банака, које путем референтних каматних стопа, операција на отвореном тржишту и емисије националне валуте спроводе монетарну политику, Централна банка Црне Горе не располаже пуним спектром традиционалних монетарних инструмената. Разлог за то лежи у чињеници да Црна Гора користи евро као законско средство плаћања, без формалног чланства у еврозони и без учешћа у систему одлучивања Европске централне банке (European Commission, 2025).

У таквом институционалном оквиру, могућности Централне банке да непосредно утиче на количину новца у оптицају, ниво каматних стопа или курс валуте значајно су ограничене. Централна банка не може емитовати сопствену валуту, нити самостално одређивати референтну каматну стопу, што представља кључну разлику у односу на већину савремених централних банака. Због тога су инструменти којима располаже превасходно усмерени ка очувању ликвидности и стабилности финансијског система, а не ка класичном управљању инфлацијом и агрегатном тражњом.

Један од основних инструмената који Централна банка Црне Горе користи јесте политика обавезне резерве. Банке су дужне да одређени проценат својих депозита држе код Централне банке, чиме се обезбеђује одређени ниво ликвидности и сигурности банкарског система (ЦБЦГ, 2023). Иако овај инструмент има ограничен домет у односу на класичне монетарне режиме, он представља један од ретких механизама путем којих Централна банка може посредно утицати на кредитну активност и ликвидност банака.

Поред политике обавезне резерве, значајан део инструмената Централне банке односи се на макропруденцијалне и регулаторне мере. То обухвата прописивање стандарда ликвидности и капиталне адекватности, ограничења изложености ризицима, као и друге мере усмерене ка очувању стабилности банкарског система (ЦБЦГ, 2023). На тај начин, класични монетарни инструменти замењени су инструментима финансијске стабилности, што представља једну од основних карактеристика евроизованог система.

Централна банка такође располаже ограниченим инструментима за обезбеђивање ликвидности банкама. Закон предвиђа могућност одобравања краткорочних кредита банкама ради очувања стабилности финансијског система, уз одговарајућа средства обезбеђења (ЦБЦГ, 2023). Међутим, с обзиром на то да Централна банка нема могућност емисије сопствене валуте, капацитет ових интервенција је значајно ограничен у односу на централне банке које располажу класичном емисионом функцијом.

Посебан значај у условима евроизације имају инструменти супервизије и контроле банкарског сектора. Централна банка прати ризике у финансијском систему, спроводи стрес тестове, доноси регулаторне мере и врши контролу усклађености пословања банака са прописаним стандардима (European Commission, 2025). На тај начин, очување стабилности финансијског система постаје основни механизам компензације за ограничену способност спровођења класичне монетарне политике.

Са аспекта теорије независности централних банака, ЦБЦГ представља специфичан пример ограничене инструменталне независности. Према класичном схватању, инструментална независност подразумева могућност централне банке да самостално користи инструменте ради остваривања постављених циљева (Cukierman, 1992). Међутим, у условима евроизације, спектар расположивих инструмената је суштински сужен, јер најважнији инструменти монетарне политике више нису у надлежности националне централне банке.

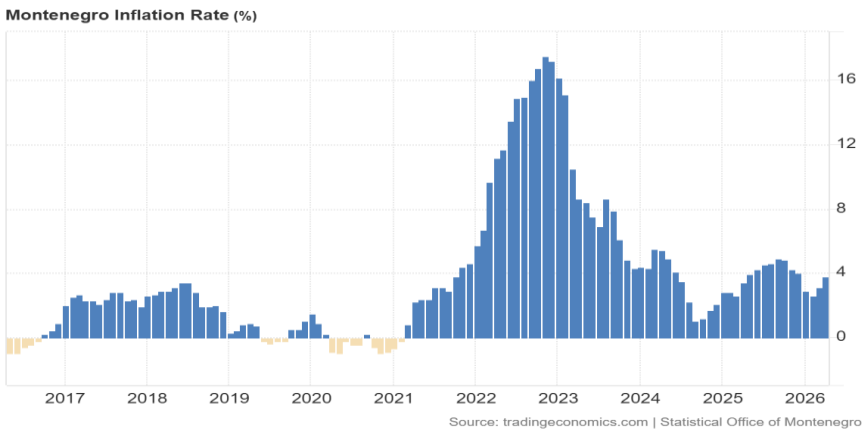
Упркос томе, Централна банка Црне Горе задржава значајан степен институционалне аутономије у области регулаторне и супервизорске политике. Управо због тога, анализа њене независности не може се заснивати искључиво на класичним критеријумима

монетарне политике, већ мора обухватити и способност институције да независно делује у области финансијске стабилности и супервизије.

Европска комисија у својим извештајима наглашава да је законодавни оквир Црне Горе у значајној мери усклађен са acquis communautaire у области економске и монетарне уније, али истовремено истиче да једнострана евроизација представља посебан институционални аранжман који није еквивалентан чланству у еврозони (European Commission, 2025). То значи да Централна банка Црне Горе, иако институционално приближена стандардима Европског система централних банака, не располаже класичним инструментима монетарне политике карактеристичним за централне банке држава чланица еврозоне.

На основу наведеног може се закључити да су инструменти Централне банке Црне Горе у великој мери прилагођени специфичностима евроизованог система. Уместо класичних монетарних инструмената, доминантну улогу имају инструменти очувања ликвидности, супервизије и макропруденцијалне политике. Ово указује да је институционална улога Централне банке Црне Горе трансформисана из класичне монетарне институције у институцију чији је примарни задатак очување стабилности финансијског система.

Циљеви Централне банке Црне Горе условљени су специфичностима институционалног и монетарног оквира у којем функционише црногорска економија. За разлику од већине савремених централних банака, чији је примарни циљ стабилност цена остварена кроз спровођење независне монетарне политике, циљеви Централне банке Црне Горе усмерени су пре свега ка очувању стабилности финансијског система. Разлог за то лежи у чињеници да Црна Гора користи евро као законско средство плаћања, без формалног чланства у еврозони, чиме су могућности спровођења класичне монетарне политике значајно ограничене.



Слика 4.3: Кретање стопе инфлације у Црној Гори у периоду од 2017. до 2026. године

Извор:Trading Economics. (2026), *Montenegro Inflation Rate*. Доступно на: https://tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi

Законом о Централној банци Црне Горе прописано је да је основни циљ Централне банке подстицање и очување стабилности финансијског система, укључујући сигуран и ефикасан платни промет (ЦБЦГ, 2023, чл. 4). Овакво законско решење указује да је тежиште деловања Централне банке усмерено ка финансијској стабилности, а не ка класичној антиинфлационој политици, која је карактеристична за централне банке са пуним монетарним суверенитетом.

Управо због режима евроизације, Централна банка Црне Горе нема могућност да самостално утиче на инфлацију путем референтних каматних стопа, операција на отвореном тржишту или девизног курса. Монетарни услови у Црној Гори у великој мери зависе од монетарне политике Европске централне банке, иако Црна Гора није чланица еврозоне нити учествује у процесу одлучивања у оквиру Европског система централних банака (European Commission, 2025). Због тога је улога Централне банке усмерена ка очувању стабилности банкарског система, спречавању системских ризика и обезбеђивању поверења у финансијски сектор.

Поред очувања финансијске стабилности, значајан циљ Централне банке односи се и на обезбеђивање сигурног и ефикасног платног система. У условима евроизације, стабилност платног промета има посебан значај, јер представља један од кључних предуслова функционисања финансијског система и одржавања поверења у банкарски сектор (ЦБЦГ, 2023).

Процес приступања Европској унији значајно је утицао на формулисање циљева Централне банке. Закон о Централној банци Црне Горе садржи посебне одредбе које ће се примењивати даном приступања Европској унији, а којима је прописано да ће примарни циљ Централне банке бити одржавање стабилности цена, без довођења у питање подршке општим економским политикама Европске уније (ЦБЦГ, 2023, чл. 87а). Ова формулација у потпуности је усклађена са чланом 127 Уговора о функционисању Европске уније, којим је дефинисан примарни циљ Европског система централних банака (European Union, 2012, чл. 127). На тај начин, може се уочити јасна разлика између садашњег институционалног положаја Централне банке и будућег оквира који је предвиђен у процесу приступања Европској унији. Док је у постојећем систему примарни циљ финансијска стабилност, будући модел предвиђа преузимање класичног европског концепта централног банкарства у коме стабилност цена има централно место.

Овакво решење представља специфичан пример раздвајања циљне и инструменталне независности. Циљеви Централне банке законом су јасно дефинисани, што указује на ограничен степен циљне независности, док је институцији остављен одређени степен аутономије у избору расположивих инструмената за њихово остваривање (Cukierman, 1992). Међутим, због ограниченог спектра инструмената у условима евроизације, стварни домет инструменталне независности остаје значајно ужи у односу на централне банке које располажу пуним монетарним суверенитетом.

Европска комисија у својим извештајима наглашава да је законодавство Црне Горе у великој мери усклађено са acquis communautaire у области економске и монетарне уније, али истовремено истиче да једнострана евроизација представља специфичан институционални аранжман који није еквивалентан чланству у еврозони (European Commission, 2025).

То значи да, иако су формално прихваћени циљеви и принципи Европског система централних банака, Централна банка Црне Горе и даље функционише у специфичном институционалном оквиру који се разликује од система држава чланица еврозоне.

Циљеви Централне банке Црне Горе у великој мери прилагођени специфичностима евроизованог система. Уместо класичног фокуса на монетарну стабилност и контролу инфлације, тежиште је стављено на очување финансијске стабилности, сигурност банкарског система и ефикасност платног промета. Истовремено, процес приступања Европској унији постепено усмерава институционални развој Централне банке ка моделу Европског система централних банака, у којем стабилност цена представља примарни циљ централне банке.

4.3.3. Квантитативно-квалитативни индикатори независности Централне банке Црне Горе

Развој Централне банке Црне Горе непосредно је повезан са политичким и економским променама насталим распадом Социјалистичке Федеративне Републике Југославије почетком деведесетих година XX века. Процес распада Југославије довео је до дубоке институционалне и економске кризе, праћене распадом јединственог монетарног система, високом инфлацијом, губитком поверења у домаћу валуту и израженом макроекономском нестабилношћу.

Након распада СФРЈ, Црна Гора је, заједно са Србијом, остала у саставу Савезне Републике Југославије, формиране 1992. године. У том периоду монетарни систем био је под надлежношћу Народне банке Југославије, док Црна Гора није имала сопствену централну банку нити независну монетарну политику. Током деведесетих година југословенска економија била је изложена међународним санкцијама, дубокој економској кризи и једној од највећих хиперинфлација у савременој економској историји (International Monetary Fund, 1994). Према подацима Међународног монетарног фонда, месечна стопа инфлације у Савезној Републици Југославији у јануару 1994. године достигла је ниво од преко 300 милиона процената, што је довело до готово потпуног губитка поверења у динар и монетарни систем државе (International Monetary Fund, 1994).

С обзирон на хиперинфлацију и нестабилност динара који су обележили економске токове у Савезној Републици Југославији током деведесетих година XX века (International Monetary Fund, 1994), крајем деведесетих година у Црној Гори је започет процес увођења немачке марке као паралелног средства плаћања. Одлука о увођењу немачке марке донета је 1999. године, након чега је она постепено преузимала функцију доминантног средства плаћања у платном промету (European Commission, 2004). Почетком 2001. године немачка марка постала је доминантна валута у Црној Гори, док је динар у значајној мери потиснут из употребе. Након увођења евра у земљама еврозоне 2002. године, Црна Гора је једнострано прихватила евро као законско средство плаћања (European Central Bank, 2012).

Почетком 2001. године немачка марка постала је доминантно средство плаћања у Црној Гори, док је динар практично потиснут из употребе. Након увођења евра у

земљама еврозоне 2002. године, Црна Гора је једнострано прихватила евро као законско средство плаћања, без формалног споразума са Европском унијом или Европском централном банком (European Central Bank, 2012). Овај процес представља један од најспецифичнијих примера евроизације у савременој економској пракси.

У таквим околностима јавила се потреба за формирањем сопствене централне банке. Централна банка Црне Горе основана је 2000. године доношењем Закона о Централној банци Црне Горе, чиме је успостављен независан институционални оквир за регулисање финансијског система и банкарског сектора (ЦБЦГ, 2023). Оснивање Централне банке представљало је важан корак у процесу институционалног осамостаљивања Црне Горе и изградње сопственог економског система.

Специфичност развоја Централне банке Црне Горе огледа се и у томе што је институција формирана у условима одсуства сопствене валуте. За разлику од већине централних банака, које су историјски настале као емисионе институције, Централна банка Црне Горе развијала се пре свега као институција финансијске стабилности, супервизије и регулације банкарског система. То је у значајној мери одредило њен институционални карактер и ограничило класичне монетарне функције.

Након обнове независности Црне Горе 2006. године, улога Централне банке додатно је ојачана кроз процес изградње институција независне државе. Уставом Црне Горе из 2007. године независност Централне банке добила је уставни карактер, чиме је институционална позиција банке додатно учвршћена (Скупштина Црне Горе, 2007, чл. 143). Истовремено, започет је интензивнији процес усклађивања законодавства са правним тековинама Европске уније у области економске и монетарне уније.

Процес европских интеграција значајно је утицао на институционални развој Централне банке Црне Горе. Након стицања статуса кандидата за чланство у Европској унији 2010. године и отварања приступних преговора 2012. године, започето је постепено усклађивање правног оквира Централне банке са стандардима Европског система централних банака (European Commission, 2025). Посебан значај у том процесу имају питања независности централне банке, забране монетарног финансирања и усклађивања супервизорског оквира са правом Европске уније.

Посматрано из перспективе институционалне економије, развој Централне банке Црне Горе представља специфичан пример трансформације централнобанкарске институције у условима ограниченог монетарног суверенитета. Историјски контекст распада Југославије, хиперинфлације и губитка поверења у националну валуту имао је кључан утицај на прихватање евроизације као механизма стабилизације. Истовремено, такав модел значајно је утицао на институционални карактер Централне банке, чија је улога више усмерена ка очувању финансијске стабилности него ка класичном вођењу монетарне политике.

Централна банка Црне Горе има значајну улогу у функционисању и стабилности црногорске економије, упркос чињеници да делује у условима ограниченог монетарног суверенитета. Специфичност њене позиције произилази из режима једностране евроизације, због чега Централна банка не располаже класичним инструментима монетарне политике карактеристичним за већину савремених централних банака. Ипак, њен значај

за економију Црне Горе огледа се пре свега у очувању финансијске стабилности, регулисању и супервизији банкарског система, обезбеђивању сигурности платног промета и јачању поверења у финансијски систем.

Основни значај Централне банке огледа се у њеној улози институције одговорне за стабилност финансијског система. Закон о Централној банци Црне Горе дефинише као њен основни циљ очување и унапређење стабилности финансијског система, укључујући сигуран и ефикасан платни промет (ЦБЦГ, 2023, чл. 4). У условима евроизације, када Централна банка нема могућност вођења класичне монетарне политике, значај финансијске стабилности постаје још израженији, јер стабилан банкарски систем представља један од основних предуслова укупне макроекономске стабилности.

Посебан значај Централне банке Црне Горе произилази из њене супервизорске функције. Централна банка врши контролу и надзор над пословањем банака, прати изложеност ризицима и доноси мере усмерене ка очувању стабилности банкарског сектора (ЦБЦГ, 2023). Ова функција има посебну важност у малим и високо евроизованим економијама, каква је Црна Гора, јер финансијски систем и економски раст у великој мери зависе од стабилности банкарског сектора и поверења депонената.

Значај Централне банке посебно је дошао до изражаја током глобалне финансијске кризе 2008. године, када је црногорски банкарски сектор био изложен значајним ризицима ликвидности и повлачењу депозита. У условима ограничених могућности класичне монетарне интервенције, Централна банка је кроз супервизорске и регулаторне мере имала кључну улогу у очувању стабилности банкарског система и спречавању шире финансијске нестабилности (International Monetary Fund, 2016). Ово је показало да у условима евроизације значај централне банке није примарно заснован на монетарној функцији, већ на институционалној способности очувања стабилности финансијског система.

Поред супервизорске улоге, Централна банка има значајну функцију у области платног промета. Обезбеђивање сигурног, ефикасног и поузданог платног система представља један од кључних предуслова функционисања савремене економије, посебно у условима високе интегрисаности финансијског система са европским тржиштем (ЦБЦГ, 2023). На тај начин, Централна банка доприноси стабилности финансијских токова, сигурности трансакција и јачању поверења у финансијски систем.

Значај Централне банке Црне Горе огледа се и у процесу европских интеграција. Као институција одговорна за усклађивање законодавства у области економске и монетарне уније, Централна банка има важну улогу у приближавању Црне Горе стандардима Европске уније. Европска комисија у својим извештајима наглашава да је Црна Гора у значајној мери ускладила законодавни оквир Централне банке са правном тековином ЕУ, посебно у области независности централне банке, супервизије и забране монетарног финансирања (European Commission, 2025).

Истовремено, Централна банка има значајну аналитичку и саветодавну функцију. Она прати макроекономска кретања, припрема анализе и извештаје о стабилности финансијског система и учествује у креирању економских политика у оквиру својих надлежности. У условима ограничене монетарне независности, ова функција добија додатни

значај, јер доприноси благовременом препознавању ризика и јачању институционалног капацитета економског система.

Посматрано са становишта институционалне економије, Централна банка Црне Горе представља један од кључних стубова економске стабилности државе. Иако не располаже класичним инструментима монетарне политике, њена улога у очувању стабилности банкарског система, супервизији, платном промету и регулаторном оквиру има суштински значај за функционисање економије. Управо због тога, у условима евроизације, институционална кредибилност и независност централне банке добијају посебан значај.

Са аспекта теорије независности централних банака, ЦБЦГ показује да значај централне банке за економију не зависи искључиво од способности вођења монетарне политике. Иако је инструментална независност ограничена због одсуства сопствене валуте, Централна банка задржава значајну улогу у области финансијске стабилности и супервизије, што представља један од кључних елемената савременог концепта централних банака (Cukierman, 1992). На основу наведеног може се закључити да је значај Централне банке Црне Горе за економију Црне Горе пре свега институционалне природе. Уместо класичне монетарне улоге, њен значај произилази из способности да обезбеди стабилност банкарског система, сигурност финансијских токова и поверење у финансијски систем, што представља један од основних предуслова макроекономске стабилности и економског развоја.

Специфичност институционалног положаја Централне банке Црне Горе огледа се у чињеници да је њена независност развијана у условима ограниченог монетарног суверенитета и једностране евроизације. Из тог разлога, анализа независности ЦБЦГ не може се посматрати искључиво кроз класичне инструменте монетарне политике, већ и кроз способност институције да независно спроводи супервизорске, регулаторне и макропруденцијалне функције. Наведене специфичности имају посебан значај у контексту примене Цукерманове методологије мерења независности централних банака.

У наставку је у Табели 4.3. представљено обрачунавања CWN индекса законске независности ЦБЦГ у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

У складу са методологијом CWN индекса независности, један од кључних елемената процене правне независности централне банке односи се на положај, именовање и разрешење највиших органа управљања. У случају Централне банке Црне Горе, законски оквир у значајној мери садржи механизме заштите институционалне независности, посебно у погледу дужине мандата, услова за именовање и ограничења политичког утицаја.

Гувернер Централне банке Црне Горе именује се на период од шест година и може бити именован највише два пута (ЦБЦГ, 2013, чл. 49.1). Посматрано кроз призму Цукерманове методологије, дужи мандат гувернера представља важан инструмент заштите од краткорочних политичких притисака, јер омогућава већу институционалну стабилност и континуитет у спровођењу политике (Cukierman, 1992).

Табела 4.3: CWN индекс законске независности ЦБЦГ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ЦБЦГ*
1.Гувернер ЦБЦГ	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера ЦБЦГ?			
Савет		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер ЦБЦГ може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
ЦБЦГ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба ЦБЦГ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ЦБЦГ има консултативну улогу		1,00	0,15
3.Циљеви	0,60		
Стабилност цена је један од циљева		0,60	0,09
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) ЦБЦГ-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) ЦБЦГ			0,86

Извор: Систематизовао аутор према: Централна банка Црне Горе. (2023). Закон о централној банци Црне Горе (OGM 125/23). https://www.cbcg.me/slike_i_fajlovi/eng/fajlovi/fajlovi_brzi_linkovi/propisi/laws/cbm_law_125-23.pdf, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

С обзиром на то да је мандат дужи од трајања једног изборног циклуса, може се оценити да законско решење доприноси релативно високом степену правне независности. Гувернера именује Скупштина Црне Горе, на предлог председника Црне Горе (ЦБЦГ, 2013, чл. 50.2). Овакво решење подразумева укљученост више институција у процес

именовања, што у одређеној мери смањује могућност концентрације политичког утицаја у оквиру једног органа власти. Према Цукермановој методологији, већи степен независности постоји у случајевима када у процесу именовања учествује више институција, а не искључиво извршна власт (Cukierman, 1992).

Закон о Централној банци Црне Горе детаљно прописује услове за разрешење чланова Савета Централне банке. Члана Савета разрешава Скупштина, на предлог већине чланова Савета (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 55.1). Разлози за разрешење обухватају ситуације у којима је лице именовано на основу нетачних података, уколико је правоснажно осуђено на казну затвора, уколико је направило озбиљан пропуст у обављању функције или постало стечајни дужник (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 53.1). Поред тога, могуће је разрешење и у случају дужег невршења функције, неспособности за рад услед болести или непоштовања обавеза прописаних законом (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 53.2). Истовремено, законом је изричито прописано да члан Савета не може бити разрешен из других разлога (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 53.3), што представља значајан механизам заштите независности од политички мотивисаног разрешења. Такође, одлука о разрешењу је коначна, али незадовољна страна има право покретања поступка пред надлежним судом (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 56).

Међутим, у контексту усклађивања са правом Европске уније, уочавају се одређене нормативне недоречености. Према члану 14.2 Статута Европског система централних банака и Европске централне банке, гувернер националне централне банке може бити разрешен само уколико више не испуњава услове потребне за обављање функције или у случају озбиљног прекршаја (European Union, 2012, чл. 14.2). Из тог разлога, у литератури и извештајима Европске комисије указује се да би законска решења у Црној Гори требало додатно ускладити са формулацијом из Статута ЕСЦБ и ЕЦБ, како би се избегло прешироко дефинисање разлога за разрешење (European Commission, 2025). Такође, уочава се потреба за додатним усклађивањем у погледу правне заштите. Према европским стандардима, гувернеру би требало обезбедити могућност жалбе Суду правде Европске уније, док би остали чланови органа одлучивања требало да имају право жалбе пред надлежним националним судом (European Commission, 2025).

Закон о Централној банци Црне Горе садржи бројне одредбе усмерене ка спречавању сукоба интереса и јачању институционалне независности. Члан Савета не може бити члан политичке организације, посланик, члан Владе или лице које обавља другу функцију на коју га је именовала Скупштина или Влада, изузев функција у међународним финансијским институцијама (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 51.2). Такође, члан Савета не може бити члан органа, запослени или сарадник банке или друге финансијске институције чије пословање контролише Централна банка (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 51.3). Законом је прописано и да члан Савета не може бити власник 5% или више акција банке, финансијске институције или ревизорског друштва (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 51.5), као и да не може обављати другу функцију или дужност без одобрења Савета (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 58). Овакве одредбе представљају значајан механизам заштите институционалне независности и спречавања потенцијалног утицаја приватних и политичких интереса на рад Централне банке.

Законски оквир Централне банке Црне Горе показује релативно висок степен формалне независности у области именовања, мандата и ограничења политичког утицаја. Ипак, у контексту приступања Европској унији, остаје потреба за додатним нормативним усклађивањем са чланом 14.2 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ, посебно у области разрешења и правне заштите носилаца функција у Централној банци.

Један од кључних елемената правне независности централне банке односи се на степен самосталности у формулисању и спровођењу политике. У том контексту, анализира се ко доноси одлуке у области монетарне и финансијске политике, у којој мери је централна банка заштићена од политичког утицаја, као и постојање механизама сарадње са Владом и другим државним органима.

Монетарну и укупну политику Централне банке Црне Горе формулише Савет Централне банке (Статут Централне банке Црне Горе, Поглавље III, чл. 9–13, ЦБЦГ, 2013). Овакво решење указује на постојање колегијалног органа који доноси кључне одлуке, што је карактеристично за већину савремених централних банака и представља важан елемент институционалне независности. Закон о Централној банци Црне Горе изричито прописује да је Централна банка независна у остваривању циљева и извршавању функција утврђених законом (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 7.1). Такође, прописано је да су Централна банка, чланови њених органа и запослени независни у извршавању својих функција и да не смеју примати нити тражити упутства од државних органа, организација или других лица (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 7.2). Поред тога, законом је утврђено да државни и други органи и организације не смеју вршити утицај на рад и одлучивање чланова органа Централне банке (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 7.3).

Ове одредбе представљају један од кључних елемената институционалне независности централне банке и усклађене су са принципом независности утврђеним чланом 130 Уговора о функционисању Европске уније, којим се забрањује тражење или примање инструкција од институција Европске уније, влада држава чланица или других тела (European Union, 2012, чл. 130). Истовремено, закон предвиђа могућност сарадње централне банке са Владом и другим државним органима, под условом да се тиме не доводи у питање њена самосталност и независност (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 8.1). Такође, Влада је дужна да Централној банци доставља податке и информације неопходне за остваривање њених циљева и функција (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 8.2). Овакве одредбе указују да законодавац настоји да успостави баланс између институционалне независности и неопходне координације економских политика.

Централна банка Црне Горе има и саветодавну улогу у области економске политике. Закон прописује да ЦБЦГ даје препоруке Влади у области економске политике (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 14.1.(9)). Поред тога, Влада је дужна да пре подношења Скупштини консултује централну банку о предлозима закона који се односе на финансијски систем и који могу утицати на остваривање њених циљева и функција (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 40.3). Мишљење централне банке Влада доставља Скупштини уз предлог закона (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 40.4).

Оваква решења указују на то да централна банка има институционално значајну улогу у креирању економског и финансијског оквира државе, али без формалног подређивања Влади. Овакви механизми сарадње не морају нужно умањивати независност, под условом да не подразумевају могућност политичког утицаја на одлучивање централне банке (Cukierman, 1992).

У процесу приступања Европској унији, законодавство Централне банке Црне Горе постепено је усклађивано са правним тековинама Европске уније. Закон о Централној банци Црне Горе из 2000. године није садржао потпуну забрану примања инструкција од трећих лица, док је постојала могућност претходних консултација са трећим лицима, као и учешћа представника Владе у Савету Централне банке (European Commission, 2025). Таква решења била су супротна принципу институционалне независности националних централних банака у оквиру Европског система централних банака.

Већи степен усклађености постигнут је Законом о Централној банци Црне Горе из 2010. године, којим су значајно ојачане гаранције институционалне независности. Ипак, Европска комисија и даље указује на потребу додатног усклађивања. Пре свега, потребно је елиминисати одредбе које предвиђају претходне консултације централне банке са трећим лицима (European Commission, 2025). Такође, указује се да одредбе које омогућавају присуство „других лица" седницама Савета без права гласа могу потенцијално угрозити принцип институционалне независности, уколико се не прецизира о којим лицима је реч. Поред тога, Европска комисија наглашава да законодавство централне банке Црне Горе не садржи изричиту забрану другим телима, изузев независних судова, да на правној основи цензуришу одлуке Централне банке у вези са задацима који се односе на Европски систем централних банака (European Commission, 2025). Због тога се препоручује додатно усклађивање законског оквира са принципима институционалне независности Европске уније. Такође, указује се и на потребу прецизнијег дефинисања члана 7.2 Закона о Централној банци Црне Горе, како би се изричито нагласило да је утицај трећих лица забрањен и приликом спровођења задатака који се односе на Европски систем централних банака (European Commission, 2025).

Централна банка Црне Горе има релативно висок степен формалне институционалне независности у области формулисања политике. Ипак, процес усклађивања са правним тековинама Европске уније указује да и даље постоји потреба за додатним нормативним прецизирањем одређених механизама заштите независности.

У складу са методологијом CWN индекса, циљеви централне банке представљају један од кључних елемената процене њене правне независности. Основна идеја полази од тога да већи степен независности постоји у случајевима када је стабилност цена јасно дефинисана као примарни или искључиви циљ централне банке, без доминације краткорочних економско-политичких циљева владе. Према Закону о Централној банци Црне Горе, основни циљ Централне банке јесте подстицање и очување стабилности финансијског система, укључујући подстицање и одржавање здравог банкарског система и сигурног и ефикасног платног промета (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 4.1). Поред тога, прописано је да Централна банка доприноси постизању и одржавању стабилности цена (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 4.2), као и да, не доводећи у питање остваривање својих циљева, подржава економску политику Владе Црне Горе у складу са принципима слободног и

отвореног тржишта, предузетништва и конкуренције (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 4.3). Овакво законско решење указује да стабилност цена није дефинисана као искључиви примарни циљ Централне банке, већ као један од циљева у оквиру ширег концепта финансијске стабилности. То представља значајну специфичност у односу на модел Европског система централних банака, у којем је стабилност цена јасно дефинисана као примарни циљ (European Union, 2012, чл. 127).

Посматрано историјски, Закон о Централној банци Црне Горе из 2000. године није садржао изричито дефинисан циљ Централне банке. Уместо тога, кроз дефинисање њених одговорности посредно су били одређени задаци који су се односили на здрав банкарски систем и ефикасан платни промет (European Commission, 2025). Међутим, такво решење није се могло сматрати јасним дефинисањем циља централне банке у смислу савремених стандарда независности централних банака. Ова специфичност била је условљена монетарним режимом Црне Горе, односно чињеницом да Централна банка функционише у условима евроизације и ограниченог монетарног суверенитета. Нови Закон о Централној банци Црне Горе из 2010. године прецизније је дефинисао циљеве Централне банке, али према оценама Европске комисије та решења и даље нису у потпуности усклађена са правним тековинама Европске уније (European Commission, 2025). Разлог за то лежи у чињеници да стабилност цена није постављена као примарни и надређени циљ, већ као један од циљева у оквиру ширег концепта финансијске стабилности.

Управо ова специфичност чини Централну банку Црне Горе посебно интересантном у контексту методологије која је коршћена у раду за квантитативно мерење. Класични модели мерења независности централних банака полазе од претпоставке постојања пуне монетарне суверености и способности централне банке да самостално спроводи антиинфлациону политику путем монетарних инструмената (Cukierman, 1992). Међутим, у условима евроизације, у којима централна банка нема сопствену валуту нити класичне инструменте монетарне политике, тежиште институционалне улоге помера се са контроле инфлације ка очувању финансијске стабилности.

Процес приступања Европској унији, међутим, постепено усмерава законодавство Црне Горе ка моделу Европског система централних банака. У том контексту, закон предвиђа да ће након приступања Европској унији примарни циљ Централне банке бити стабилност цена, у складу са чланом 127 Уговора о функционисању Европске уније (European Union, 2012, чл. 127). На тај начин, може се уочити постепена трансформација институционалног оквира Централне банке у правцу већег усклађивања са европским стандардима независности.

Један од кључних елемената правне независности централне банке односи се на ограничења у кредитирању државе и јавног сектора. Забрана монетарног финансирања представља важан механизам заштите централне банке од политичких притисака, јер спречава коришћење монетарне политике за финансирање буџетског дефицита и краткорочних фискалних потреба државе. Закон о Централној банци Црне Горе изричито прописује да Централна банка не сме, директно или индиректно, одобравати кредите Влади, другим државним органима и организацијама, јединицама локалне самоуправе, као ни правним лицима чији је оснивач или већински власник држава или јединица локалне самоуправе (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 43.1). Оваква одредба представља један од основних

механизама институционалне заштите независности Централне банке, јер онемогућава директно монетарно финансирање јавног сектора.

Поред тога, законом је прописано да Централна банка не сме куповати на примарном тржишту дужничке хартије од вредности које издају државни органи и друга лица дефинисана чланом 43.1 Закона (Закон о ЦБЦГ, 2013, чл. 43.3). На тај начин, законодавни оквир обухвата не само забрану директног кредитирања државе, већ и забрану индиректног финансирања путем куповине државних хартија од вредности на примарном тржишту. Оваква решења у значајној мери су усклађена са правом Европске уније, односно са чланом 123 Уговора о функционисању Европске уније, којим се забрањује одобравање прекорачења по рачуну или било ког другог облика кредитирања институцијама, органима и јавним предузећима држава чланица, као и директна куповина њихових дужничких инструмената од стране националних централних банака и Европске централне банке (European Union, 2012, чл. 123).

Ограничења у кредитирању државе представљају један од најзначајнијих индикатора правне независности централне банке, јер смањују могућност политичког утицаја на монетарну и финансијску политику (Cukierman, 1992). У том контексту, законски оквир Централне банке Црне Горе показује релативно висок степен усклађености са савременим стандардима независности.

Специфичност црногорског случаја произилази из чињенице да Централна банка функционише у условима евроизације и нема могућност емисије сопствене валуте. Управо због тога, забрана монетарног финансирања има посебан значај, јер очување поверења у финансијски систем и фискалну дисциплину представља један од кључних предуслова макроекономске стабилности. Процес приступања Европској унији додатно је утицао на јачање овог сегмента правног оквира. Европска комисија у својим извештајима оцењује да је законодавство Црне Горе у области забране монетарног финансирања у великој мери усклађено са правним тековинама Европске уније (European Commission, 2025). То указује да је у овој области постигнут висок степен формалне хармонизације са правилима Европског система централних банака.

На основу наведеног може се закључити да законска ограничења у кредитирању Владе и јавног сектора представљају један од најјачих елемената правне независности Централне банке Црне Горе. Забрана директног и индиректног монетарног финансирања у значајној мери је усклађена са европским стандардима и представља важан инструмент очувања институционалне независности и макроекономске стабилности.

4.4. Институционална независност Чешке народне банке

4.4.1. Степен независности Чешке народне банке са аспекта дефинисаних функција

Чешка народна банка (*Czech National Bank – CNB; Česká národní banka – ČNB*), представља централну монетарну институцију Чешке Републике чији је положај уређен уставним и законским оквиром. Њен правни статус и основне надлежности дефинисани су најпре Уставом Чешке Републике, којим је прописано да је Чешка народна банка државна централна банка, чији је основни циљ одржавање стабилности цена (Constitution

of the Czech Republic, 1992, чл. 98). Овакво решење указује на то да је независност централне банке постављена на уставном нивоу, чиме је монетарна власт институционално издвојена од непосредног политичког одлучивања. Истовремено, Устав предвиђа да је интервенисање у активности централне банке могуће искључиво на основу закона, што додатно јача њен аутономан положај у систему државне власти.

Детаљније уређење положаја, организације и надлежности Чешке народне банке садржано је у Закону о Чешкој народној банци (Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank). Према овом закону Чешка народна банка је централна банка Чешке Републике, правно лице јавног права са седиштем у Прагу, које у оквиру својих овлашћења делује као самостална институција (Act No. 6/1993 Coll., чл. 1). Закон истовремено дефинише да ЧНБ није само носилац монетарне политике, већ и институција надлежна за надзор финансијског тржишта, као и за очување финансијске стабилности. На тај начин, у оквиру једне институције обједињене су монетарна, супервизорска и макропруденцијална функција, што Чешку народну банку сврстава у групу централних банака са ширим институционалним овлашћењима.

Институционална структура Чешке народне банке заснива се на централизованом моделу управљања. Највиши орган управљања је Банкарски одбор (*Bank Board*), који доноси одлуке о монетарној политици, одређује инструменте монетарне политике, усваја макропруденцијалне мере и одлучује о питањима финансијског надзора. Банкарски одбор има седам чланова: гувернера, два вицегувернера и четири остала члана. Све чланове именује председник Републике на мандат од шест година, с тим да иста особа може бити именована највише два пута (Act No. 6/1993 Coll., чл. 5–6). Релативно дуг мандат чланова Банкарског одбора има за циљ смањење непосредног политичког утицаја и обезбеђивање континуитета у вођењу монетарне политике.

У институционалном смислу, Чешка народна банка је део Европског система централних банака, иако Чешка Република није чланица еврозоне. Због тога ЧНБ задржава право самосталног вођења монетарне политике и примене сопствених инструмената монетарне политике у оквиру националне валуте – чешке круне. Ипак, као централна банка државе чланице Европске уније, она је дужна да своје деловање усклади са правним и институционалним стандардима Европске уније и Европске централне банке.

Посматрано са аспекта независности централне банке, правни и институционални оквир Чешке народне банке указује на висок степен формалне аутономије. Уставно утемељен положај централне банке, јасно дефинисан примарни циљ стабилности цена, забрана примања инструкција и релативно стабилан мандат чланова Банкарског одбора представљају кључне елементе њене институционалне независности. Ипак, чињеница да председник Републике именује чланове Банкарског одбора показује да персонална димензија независности и даље остаје делимично повезана са политичким системом. Управо због тога се независност централне банке не може посматрати искључиво као формално правна категорија, већ и као питање практичног функционисања институција и политичке културе. Чешка народна банка располаже високим степеном правне независности, али поједина питања њене стварне аутономије остају повезана са начином именовања руководства и ширим институционалним контекстом (Kohajda, 2022).

У оквиру институционалног положаја Чешке народне банке, посебно значајно питање односи се на то ко одлучује о циљевима и инструментима монетарне политике, јер се управо кроз овај аспект најјасније испољава степен независности централне банке. Правни оквир Чешке Републике предвиђа да је основни циљ Чешке народне банке одржавање стабилности цена, што је дефинисано законом и усклађено са принципима Европског система централних банака (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2). На тај начин, примарни циљ монетарне политике није предмет текућег политичког одлучивања, већ је нормативно унапред одређен законским оквиром.

Међутим, иако је основни циљ централне банке дефинисан законом, Чешка народна банка располаже високим степеном оперативне, односно инструменталне независности. Највиши орган управљања – Банкарски одбор (*Bank Board*) – самостално одлучује о спровођењу монетарне политике и избору инструмената којима ће се обезбедити остварење примарног циља стабилности цена (Act No. 6/1993 Coll., чл. 5). То подразумева да централна банка самостално одређује ниво каматних стопа, режим девизног курса, услове ликвидности у банкарском систему, као и друге инструменте монетарне политике, без непосредног утицаја Владе или других политичких институција. Овакво решење представља типичан пример раздвајања независности у погледу циљева и независности у погледу инструмената. Док су основни циљеви монетарне политике у значајној мери одређени законодавним оквиром, централна банка има слободу у избору начина и инструмената за њихово остваривање. Управо инструментална независност представља један од кључних елемената модерне независне централне банке, јер омогућава да се монетарна политика води у складу са дугорочним макроекономским циљевима, а не краткорочним политичким интересима (Cukierman, 1992).

Чешка народна банка од 1998. године спроводи режим циљања инфлације, при чему Банкарски одбор утврђује конкретне инфлационе циљеве и инструменте за њихово остварење. Овај модел монетарне политике заснива се на претпоставци да централна банка, кроз контролу краткорочних каматних стопа и управљање инфлационим очекивањима, може обезбедити стабилност цена у средњем року. У том контексту, независност централне банке добија посебан значај, јер кредибилитет монетарне политике зависи од поверења да ће централна банка доследно спроводити антиинфлаторну политику, чак и у условима политичких или економских притисака (Svensson, 2010).

Банкарски одбор Чешке народне банке доноси одлуке већином гласова, а гувернер има значајну улогу у обликовању монетарне политике, иако формално не располаже апсолутним овлашћењима. Одлуке о монетарној политици заснивају се на макроекономским прогнозама, процени инфлационих кретања, анализи финансијске стабилности и међународних економских услова. На тај начин, процес одлучивања формално је деполитизован и заснован на технократском моделу управљања, што представља једно од основних обележја савремених независних централних банака (Kohajda, 2022).

Истовремено, иако Влада Чешке Републике нема овлашћење да директно одређује инструменте монетарне политике, између централне банке и извршне власти постоји институционална сарадња. Представници Владе могу присуствовати седницама Банкарског одбора у саветодавном својству, али без права гласа (Act No. 6/1993 Coll., чл. 11). Овакво решење омогућава координацију монетарне и економске политике, али без

нарушавања независности централне банке у процесу доношења одлука. Посматрано са аспекта независности централне банке, може се закључити да је у случају Чешке народне банке присутан висок степен инструменталне независности, док су циљеви монетарне политике делимично нормативно одређени законом и европским институционалним оквиром. Управо ова комбинација законски дефинисаног примарног циља и оперативне самосталности у избору инструмената представља једно од основних обележја модерног концепта независне централне банке.

Полазећи од чињенице да Банкарски одбор Чешке народне банке самостално одлучује о инструментима и спровођењу монетарне политике, основне функције централне банке представљају непосредан механизам реализације њеног примарног циља – очувања стабилности цена. У том контексту, функције Чешке народне банке не могу се посматрати изоловано, већ као међусобно повезан систем монетарне, кредитне и супервизорске активности усмерених ка очувању монетарне и финансијске стабилности. Основна функција Чешке народне банке јесте вођење монетарне политике. У складу са Законом о Чешкој народној банци, ЧНБ самостално дефинише и спроводи монетарну политику ради остваривања примарног циља стабилности цена (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2). Банкарски одбор одлучује о коришћењу инструмената монетарне политике, пре свега о висини референтних каматних стопа, операцијама на отвореном тржишту, управљању ликвидношћу банкарског система и девизним интервенцијама.

Монетарна политика Чешке народне банке заснива се на режиму циљања инфлације, који је уведен крајем деведесетих година. У оквиру овог режима, централна банка јавно дефинише инфлациони циљ и настоји да путем каматних стопа и других инструмената утиче на инфлациона очекивања и кретање цена у средњем року. Управо због тога кредибилитет централне банке има кључан значај, јер успешност монетарне политике зависи од поверења јавности да ће централна банка доследно спроводити политику стабилности цена (Svensson, 2010). Посебна специфичност Чешке народне банке огледа се у томе што, иако је део Европског система централних банака, Чешка Република није чланица еврозоне, па ЧНБ задржава право самосталног вођења монетарне политике у оквиру националне валуте – чешке круне. То омогућава већу флексибилност у прилагођавању инструмената монетарне политике домаћим макроекономским условима, али истовремено захтева висок степен координације са кретањима у европском финансијском и монетарном систему.

Чешка народна банка спроводи функцију зајмодавца у крајњој инстанци, која представља једну од традиционалних функција централних банака. Ова функција подразумева могућност пружања ликвидносне подршке банкама које се суочавају са привременим проблемима ликвидности, како би се спречило ширење финансијске нестабилности на читав банкарски систем. Према Закону о Чешкој народној банци, ЧНБ може одобравати кредите банкама и другим финансијским институцијама под условима које сама утврђује (Act No. 6/1993 Coll., чл. 26 и 32). Ова овлашћења омогућавају централној банци да интервенише у ситуацијама поремећаја ликвидности и кризе поверења у банкарском сектору. Значај функције зајмодавца у крајњој инстанци посебно је дошао до изражаја током глобалне финансијске кризе, када су централне банке широм света проширили инструменте ликвидносне подршке ради очувања стабилности финансијског система.

Међутим, савремена улога централне банке као зајмодавца у крајњој инстанци значајно је сложенија у односу на класично схватање ове функције. Како истиче Bagehot (1873), централна банка би у кризним условима требало да обезбеђује ликвидност солвентним банкама, али уз адекватно обезбеђење и по високим каматним стопама. Данас се ова функција све више повезује са очувањем укупне финансијске стабилности, а не само ликвидности појединачних банака. У том контексту, улога Чешке народне банке превазилази традиционалне монетарне оквире и постаје део ширег система макропруденцијалне политике.

Чешка народна банка има значајну супервизорску функцију, односно функцију надзора над финансијским тржиштем. За разлику од појединих држава у којима су супервизорске надлежности издвојене у посебне агенције, у Чешкој су ове функције интегрисане у оквиру централне банке. ЧНБ врши надзор над банкама, кредитним институцијама, осигуравајућим друштвима, пензијским фондовима, тржиштем капитала и другим финансијским институцијама (Act No. 6/1993 Coll., чл. 44 и 45).

Интеграција супервизорске и монетарне функције има више предности. Пре свега, омогућава централној банци бољи увид у ризике у финансијском систему и ефикасније повезивање монетарне политике са макропруденцијалним мерама. На тај начин, централна банка располаже ширим спектром информација неопходних за процену системских ризика и очување финансијске стабилности. Са друге стране, концентрација овлашћења у оквиру једне институције захтева висок степен транспарентности и одговорности, јер централна банка истовремено наступа као креатор монетарне политике, регулатор и супервизор финансијског система.

Након глобалне финансијске кризе, супервизорска и макропруденцијална функција централних банака добиле су значајно већу улогу. У случају Чешке народне банке, то је довело до јачања инструмената макропруденцијалне политике, као што су контрациклични заштитни слојеви капитала ограничења кредитирања и мере усмерене на смањење системских ризика на тржишту некретнина и у банкарском сектору (CNB, 2023). Функције Чешке народне банке показују да се савремена улога централне банке више не ограничава искључиво на вођење монетарне политике. Поред очувања стабилности цена, централна банка има све значајнију улогу у очувању финансијске стабилности, управљању кризама ликвидности и надзору финансијског система. Управо због тога независност централне банке данас обухвата не само самосталност у вођењу монетарне политике, већ и способност да без политичких притисака спроводи мере усмерене ка очувању стабилности целокупног финансијског система.

4.4.2. Однос између институционалне и фактичке независности Чешке народне банке у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Полазећи од чињенице да Банкарски одбор Чешке народне банке самостално одлучује о инструментима монетарне политике ради остваривања примарног циља стабилности цена, инструменти монетарне политике представљају основни оперативни механизам путем којег централна банка утиче на ликвидност банкарског система, висину каматних стопа, кредитну активност и инфлациона кретања у привреди. Управо кроз

избор и примену инструмената монетарне политике најјасније се испољава инструментална независност централне банке.

Чешка народна банка користи комбинацију конвенционалних и, у одређеним околностима, нестандардних инструмената монетарне политике. Основни инструмент монетарне политике представљају каматне стопе, односно двонедељна репо стопа (*two-week repo rate*), дисконтна стопа и ломбардна стопа. Најзначајнија је двонедељна репо стопа, која представља референтну каматну стопу монетарне политике и основни сигнал монетарног става централне банке. Променом ове стопе ЧНБ утиче на краткорочне тржишне каматне стопе, трошкове кредитирања, агрегатну тражњу и инфлациона очекивања (CNB, 2026).

У оперативном смислу, централна банка најчешће користи репо операције, путем којих банкама обезбеђује или повлачи ликвидност из финансијског система. Репо операције заснивају се на продаји хартија од вредности уз договор о њиховом поновном откупу, што омогућава ефикасно управљање краткорочном ликвидношћу банкарског система. На тај начин, Чешка народна банка посредно утиче на услове кредитирања и монетарна кретања у економији (Act No. 6/1993 Coll., чл. 32).

Поред операција на отвореном тржишту, ЧНБ користи и обавезну резерву као инструмент монетарне политике. Банке су дужне да одређени проценат својих депозита држе код централне банке, чиме се утиче на кредитни потенцијал банкарског сектора и ниво ликвидности у финансијском систему. Иако је значај обавезне резерве у савременој монетарној политици мањи у односу на каматне стопе, овај инструмент и даље има важну стабилизациону функцију, нарочито у условима повећане финансијске нестабилности.

Специфичност Чешке народне банке огледа се и у активној употреби девизних интервенција као инструмента монетарне политике. Будући да Чешка Република није чланица еврозоне и задржава сопствену валуту, централна банка има могућност интервенисања на девизном тржишту ради утицаја на курс чешке круне. Најзначајнији пример представља период након 2013. године, када је ЧНБ спроводила политику девизног курса као додатног инструмента монетарне политике у условима ниске инфлације и опасности од дефлације. Централна банка је тада одржавала минимални курс круне према евру, настојећи да путем слабљења домаће валуте подстакне инфлацију и економску активност (Franta, Holub & Král, 2014). Овај пример указује на чињеницу да савремене централне банке, у условима ниских каматних стопа и кризних економских околности, све чешће прибегавају нестандардним инструментима монетарне политике. На тај начин долази до проширења традиционалног концепта монетарне политике, који више није ограничен искључиво на промене референтних каматних стопа. Како истиче Mishkin (2019), након глобалне финансијске кризе централне банке све више користе нестандардне мере ради стабилизације финансијског система и подстицања економске активности, што доводи до значајног ширења њихове улоге у економији.

Поред монетарних инструмената у ужем смислу, Чешка народна банка користи и поједине макропруденцијалне инструменте који су усмерени ка очувању финансијске стабилности. То укључује контрацикличне капиталне заштитне слојеве, ограничења односа између кредита и вредности некретнина (*loan-to-value ratio – LTV*), као и друге

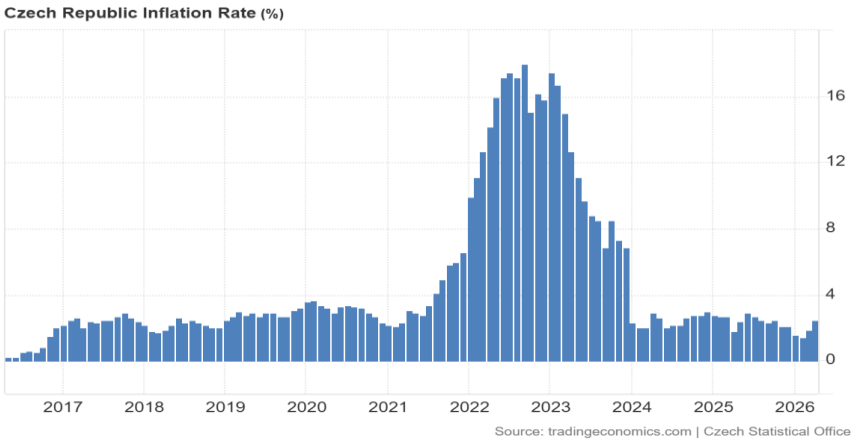
мере усмерене на смањење системских ризика у банкарском сектору. Иако се ови инструменти формално сврставају у област макропруденцијалне политике, у пракси постоји све веће преплитање монетарне и макропруденцијалне функције централних банака, посебно након глобалне финансијске кризе.

Инструменте монетарне политике Чешке народне банке карактерише висок степен флексибилности и прилагођавања савременим макроекономским условима. Самосталност Банкарског одбора у избору и примени инструмената монетарне политике представља један од кључних елемената независности централне банке. Истовремено, искуство Чешке народне банке показује да савремена монетарна политика све више превазилази класичне оквире контроле инфлације и укључује шири спектар мера усмерених ка очувању финансијске стабилности и ублажавању последица економских криза.

Иако правни и институционални оквир Чешке народне банке указује на висок степен формалне независности, анализа циљева монетарне политике захтева разликовање институционалне и фактичке независности централне банке. Институционална независност подразумева законски и уставно гарантован положај централне банке, док се фактичка независност односи на стварну способност централне банке да без политичких притисака спроводи монетарну политику и остварује законом дефинисане циљеве.

У случају Чешке народне банке, институционална независност заснива се на јасно дефинисаном примарном циљу стабилности цена, забрани примања инструкција од државних органа и самосталности Банкарског одбора у избору инструмената монетарне политике (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2 и 9). Међутим, постојање законских гаранција не значи нужно и потпуну фактичку независност, јер стварна аутономија централне банке зависи и од политичке праксе, институционалне културе и односа између монетарне и фискалне власти. Управо у контексту циљева монетарне политике разлика између институционалне и фактичке независности постаје посебно значајна. Формално посматрано, примарни циљ Чешке народне банке јесте стабилност цена, што значи да краткорочни политички циљеви, као што су подстицање привредног раста или финансирање буџетског дефицита, не би смели имати приоритет над монетарном стабилношћу. Ипак, у пракси централне банке често делују у условима снажних политичких и економских притисака, нарочито током криза, када се од њих очекује да подрже економску активност, стабилизују финансијски систем или индиректно олакшају финансирање јавног сектора.

Фактичка независност ЧНБ посебно је дошла до изражаја током периода након глобалне финансијске кризе и у условима ниске инфлације након 2013. године. Тада је ЧНБ применила нестандардне мере монетарне политике, укључујући девизне интервенције ради слабљења чешке круне и подстицања инфлације. Иако су ове мере изазвале бројне политичке и јавне расправе, централна банка је задржала способност да самостално води монетарну политику у складу са својом проценом макроекономских кретања (Franta, Holub & Král, 2014). Оваква практична решења указују на то да се стварна независност централне банке не огледа само у законским одредбама, већ и у способности институције да у пракси спроводи непопуларне или политички осетљиве мере ради очувања примарног циља монетарне политике.



Слика 4.4: Неуједначен раст стопе инфлације у Чешкој у периоду од 2017. до 2026.год.

Извор: Trading Economics. (2026). *Czech Republic Inflation Rate*. доступно на: https://tradingeconomics.com/czech-republic/inflation-cpi

Истовремено, фактичка независност централне банке у великој мери зависи и од кредибилитета институције. Како истиче Cukierman (1992), независност централне банке није искључиво правна категорија, већ и питање поверења јавности и политичких актера у способност централне банке да обезбеди дугорочну макроекономску стабилност. У том смислу, независност централне банке у пракси подразумева и висок степен транспарентности, професионализма и отпорности на краткорочне политичке интересе. С друге стране, савремени развој централног банкарства довео је до постепеног проширења циљева монетарне политике, нарочито у правцу очувања финансијске стабилности. Управо то проширење циљева потенцијално може утицати на смањење фактичке независности централне банке, јер већи број циљева често подразумева и већи степен сарадње са Владом и другим институцијама економске политике. ЧНБ је, интеграцијом монетарне, супервизорске и макропруденцијалне функције додатно утицала на јачање институционалног значаја независности. Међутим, истовремено су повећана и очекивања да централна банка активно учествује у ширем управљању економским и финансијским кретањима.

Чешка народна банка располаже високим степеном институционалне независности, који је заснован на јасном правном оквиру и усклађености са европским стандардима независности централних банака. Међутим, стварни значај те независности огледа се у фактичкој способности централне банке да у пракси спроводи монетарну политику усмерену ка очувању стабилности цена, чак и у условима политичких и економских притисака. Управо због тога анализа независности централне банке не може бити ограничена искључиво на формалноправни оквир, већ мора обухватити и практично функционисање институције, кредибилитет монетарне политике и однос централне банке према ширем економском и политичком окружењу.

4.4.3. Анализа индикатора независности Чешке народне банке

Историјски развој Чешке народне банке непосредно је повезан са политичким и економским променама које су уследиле након распада Чехословачке и транзиције ка тржишној економији. Савремена Чешка народна банка настала је у процесу раздвајања Чешке и Словачке, када је 1. јануара 1993. године формирана независна Чешка Република. Истог дана започела је са радом и Чешка народна банка (*Česká národní banka – ČNB*), као правни и институционални наследник монетарних функција које је до тада обављала Државна банка Чехословачке (*State Bank of Czechoslovakia*) (CNB, 2026).

Оснивање Чешке народне банке представљало је део ширег процеса политичке и економске трансформације постсоцијалистичких држава Централне и Источне Европе. Током раног периода транзиције, основни задатак новоформиране централне банке био је успостављање независне монетарне политике, изградња институционалног оквира тржишне економије и очување монетарне стабилности у условима структурних економских промена. Управо због тога Закон о Чешкој народној банци из 1993. године већ у почетној фази развоја поставља независност централне банке као једно од кључних институционалних начела (Act No. 6/1993 Coll.).

У првим годинама након распада Чехословачке, Чешка Република је задржала заједничку валуту са Словачком само кратак временски период. Већ у фебруару 1993. године извршена је монетарна сепарација и уведена је чешка круна као национална валута. На тај начин Чешка народна банка добила је пуну надлежност над емисијом новца, вођењем монетарне политике и управљањем девизним курсом. У условима транзиције, високих инфлаторних притисака и реструктурирања привреде, очување стабилности националне валуте представљало је један од кључних приоритета централне банке (Mandel & Tomšík, 2008).

Током деведесетих година монетарна политика Чешке народне банке постепено се приближавала моделима карактеристичним за развијене тржишне економије. Посебно значајан корак представљало је увођење режима циљања инфлације 1998. године, чиме је Чешка постала једна од првих постсоцијалистичких држава која је прихватила овај модел монетарне политике. Прелазак на циљање инфлације означио је и даље јачање независности централне банке, јер је монетарна политика све више била усмерена ка дугорочном очувању стабилности цена, а све мање ка краткорочним политичким и девизним циљевима (Svensson, 2010).

Значајна прекретница у институционалном развоју Чешке народне банке било је приступање Чешке Републике Европској унији 1. маја 2004. године. Уласком у Европску унију, Чешка народна банка постала је део Европског система централних банака, чиме је њен правни и институционални оквир додатно усклађен са правом Европске уније и стандардима Европске централне банке. То је подразумевало јачање институционалне независности, забрану монетарног финансирања државе и усклађивање законодавства са одредбама Уговора о функционисању Европске уније и Статута Европског система централних банака (European Commission, 2004).

Иако је Чешка Република чланица Европске уније, она до данас није приступила еврозони, па Чешка народна банка и даље самостално води монетарну политику у оквиру

националне валуте – чешке круне. Управо ова специфичност чини Чешку народну банку посебно значајном за анализу независности централних банака у државама чланицама Европске уније које нису прихватиле евро. За разлику од централних банака еврозоне, које су део јединствене монетарне политике Европске централне банке, ЧНБ задржава висок степен оперативне самосталности у одлучивању о инструментима и спровођењу монетарне политике. Истовремено, чланство у Европској унији значајно је утицало на ширење улоге Чешке народне банке, нарочито у области финансијске стабилности, супервизије и макропруденцијалне политике. Након глобалне финансијске кризе, улога централне банке све више превазилази класичне оквире монетарне политике, што је довело до јачања њених надзорних и регулаторних функција у складу са европским институционалним стандардима.

Историјски развој Чешке народне банке показује постепену трансформацију од централне банке настале у условима постсоцијалистичке транзиције ка модерној и институционално независној централној банци, интегрисаној у европски финансијски и правни оквир. Истовремено, задржавање националне валуте омогућило је Чешкој народној банци да очува висок степен оперативне независности у вођењу монетарне политике, што представља једну од њених кључних специфичности у оквиру Европске уније.

Значај Чешке народне банке за економију Чешке Републике произлази из њене улоге носиоца монетарне политике, институције одговорне за очување стабилности цена и једног од кључних чинилаца укупне финансијске стабилности земље. Као институционално независна централна банка, ЧНБ има централно место у обликовању макроекономског окружења, јер својим одлукама непосредно утиче на инфлацију, каматне стопе, кредитну активност, стабилност банкарског система и опште услове привредног раста.

Кључни значај Чешке народне банке огледа се у очувању монетарне стабилности, односно стабилности цена. Ниска и предвидива инфлација представља један од основних предуслова стабилног економског развоја, јер омогућава већу предвидивост економских токова, смањује неизвесност за инвеститоре и доприноси очувању реалне вредности дохотка и штедње становништва. Управо због тога се у савременој економској теорији независност централне банке често доводи у директну везу са способношћу државе да обезбеди дугорочну ценовну стабилност (Cukierman, 1992). Посебан значај Чешке народне банке за економију Чешке Републике огледа се у њеној способности да самостално води монетарну политику у оквиру националне валуте – чешке круне. За разлику од држава чланица еврозоне, Чешка Република задржала је монетарни суверенитет, што ЧНБ омогућава већу флексибилност у реаговању на домаће макроекономске поремећаје. Централна банка на тај начин може прилагођавати каматне стопе, ликвидност и девизни курс специфичним потребама домаће економије, без ограничења која произилазе из јединствене монетарне политике еврозоне.

Ова специфичност посебно је дошла до изражаја током периода након глобалне финансијске кризе и у условима ниске инфлације након 2013. године, када је Чешка народна банка користила девизни курс као додатни инструмент монетарне политике. Девизне интервенције усмерене ка слабљењу чешке круне имале су за циљ спречавање дефлаторних притисака и подстицање економске активности. Иако су ове мере изазвале бројне расправе у јавности, оне су показале способност централне банке да користи

различите инструменте ради очувања макроекономске стабилности у специфичним економским околностима (Franta, Holub & Král, 2014).

Поред очувања ценовне стабилности, значај Чешке народне банке све више се повезује и са очувањем финансијске стабилности. Након глобалне финансијске кризе, улога централних банака значајно је проширена, јер се показало да стабилност цена сама по себи није довољна за очување стабилности финансијског система. У том контексту, ЧНБ има значајну улогу у супервизији банака, праћењу системских ризика и спровођењу макропруденцијалне политике. Интеграција монетарне и супервизорске функције омогућава централној банци шири увид у кретања у финансијском систему и ефикасније реаговање у условима повећаних ризика.

Очување поверења у финансијски систем и националну валуту и кредибилитет централне банке имају посебну важност у економијама које задржавају сопствену валуту, јер стабилност валуте и поверење јавности у монетарну политику директно утичу на стабилност финансијског система, ниво инвестиција и укупна економска очекивања. Управо због тога транспарентност рада, независност у одлучивању и доследност у спровођењу монетарне политике представљају кључне елементе институционалног кредибилитета централне банке (Svensson, 2010). Истовремено, значај Чешке народне банке за економију земље не огледа се искључиво у монетарној сфери. Као институција која учествује у очувању финансијске стабилности и надзору финансијског тржишта, ЧНБ има важну улогу у спречавању системских криза, очувању стабилности банкарског сектора и јачању отпорности финансијског система на спољне шокове. На тај начин улога централне банке превазилази класичне оквире контроле инфлације и постаје један од кључних елемената укупне економске стабилности државе. Управо захваљујући високом степену институционалне и инструменталне независности, ЧНБ представља једну од кључних институција економског система Чешке Републике и важан фактор очувања макроекономске стабилности и дугорочног економског развоја. Стога, посебан значај има анализа степена њене независности, како у институционалном, тако и у функционалном смислу. У том контексту, у наставку рада биће извршена анализа независности Чешке народне банке применом CWN индекса законске независности ЧНБ у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Чешка народна банка је део Европског система централних банака у складу са Уговором о функционисању Европске уније и Протоколом о Статуту Европског система централних банака и Европске централне банке (Act No. 6/1993 Coll., чл. 1a). Иако Чешка Република није чланица еврозоне, овакво законско решење указује на институционалну интегрисаност Чешке народне банке у европски монетарни и правни оквир. То подразумева да је ЧНБ дужна да доприноси испуњавању циљева и задатака ЕСЦБ, уз истовремено задржавање самосталности у вођењу монетарне политике у оквиру националне валуте – чешке круне.

Табела 4.4: CWN индекс законске независности ЧНБ

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*ЧНБ*
1.Гувернер ЧНБ	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера ЧНБ?			
Савет		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер ЧНБ може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
ЧНБ		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
ЧНБ, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
ЧНБ има консултативну улогу		1,00	0,15
3.Циљеви	1,00		
ЦС је примарни или једини циљ ЧНБ, у случају конфликта са осталим циљевима владе, ЧНБ има коначну реч		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) ЧНБ-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) ЧНБ			0,95

Извор: Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank, as amended. (1993). Czech National Bank. Преузето са: Czech National Bank Act, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. доступно на: World Bank document

Овај положај представља специфичан модел „делимичне монетарне интеграције“, јер централна банка прихвата институционалне стандарде Европске уније у погледу независности, забране монетарног финансирања и координације са Европском централном

банком, али истовремено задржава оперативну самосталност у одлучивању о инструментима монетарне политике. Управо због тога положај Чешке народне банке представља значајан пример односа између националног монетарног суверенитета и европске монетарне интеграције (Treaty on the Functioning of the European Union, чл. 282; Protocol No. 4 on the Statute of the ESCB and ECB, чл. 1).

Гувернера, вицегувернере и остале чланове Банкарског одбора именује и разрешава председник Републике (Act No. 6/1993 Coll., чл. 6.2). Овакво решење указује на значајну улогу председника државе у формирању руководства централне банке, што представља један од кључних елемената персоналне независности централне банке. Иако извршна власт нема директан утицај на свакодневно вођење монетарне политике, начин именовања чланова Банкарског одбора показује да персонална димензија независности није у потпуности изолована од политичког система. Управо због тога се у савременој литератури наглашава да независност централне банке не зависи искључиво од формалне забране политичког утицаја, већ и од начина именовања и политичке праксе у избору руководства централне банке (Cukierman, 1992).

Чланови Банкарског одбора именују се на период од шест година (Act No. 6/1993 Coll., чл. 6.4). Релативно дуг мандат представља важан механизам заштите независности централне банке, јер омогућава континуитет у вођењу монетарне политике и смањује могућност непосредног политичког притиска кроз честе промене руководства. Дужина мандата чланова управљачких органа централне банке у теорији независности централних банака сматра се једним од основних показатеља персоналне независности. Дужи мандат омогућава централној банци да монетарну политику усмери ка дугорочним макроекономским циљевима, пре свега стабилности цена, а не ка краткорочним политичким интересима. У том смислу, мандат од шест година доприноси јачању институционалне стабилности и кредибилитета Чешке народне банке.

Закон о Чешкој народној банци предвиђа и посебна ограничења у погледу активности чланова Банкарског одбора и запослених у централној банци. Банкарски одбор даје сагласност за предузетничке активности запослених у ЧНБ (Act No. 6/1993 Coll., чл. 5.2.f), док је чланство у Банкарском одбору неспојиво са функцијом члана законодавне власти, члана Владе, као и са чланством у управним, надзорним и контролним органима других банака или привредних друштава (Act No. 6/1993 Coll., чл. 6.5). Истовремено, члановима Банкарског одбора забрањено је обављање било које активности која би могла довести до сукоба интереса између приватних интереса и функције у централној банци. Изузетак постоји само у случају научних, књижевних, новинарских, уметничких и педагошких активности, као и управљања сопственом имовином.

Оваква ограничења имају посебан значај за очување институционалне и персоналне независности централне банке, јер спречавају директно повезивање чланова руководства са политичким и комерцијалним интересима. На тај начин јача се професионални и технократски карактер централне банке, што представља један од кључних предуслова кредибилне и независне монетарне политике.

Формулисање монетарне политике у Чешкој Републици поверено је Чешкој народној банци, што представља један од кључних елемената њене инструменталне независности.

Закон о Чешкој народној банци изричито прописује да ЧНБ утврђује монетарну политику (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2.2). Конкретно одлучивање о монетарној политици није поверено спољним политичким органима, већ највишем органу управљања саме централне банке — Банкарском одбору.

Према члану 5 Закона о Чешкој народној банци, Банкарски одбор је највиши орган управљања ЧНБ и он утврђује монетарну и макропруденцијалну политику, као и инструменте за њихово спровођење. Поред тога, Банкарски одбор одлучује о основним мерама монетарне и макропруденцијалне политике, мерама у области надзора финансијског тржишта и мерама у области решавања проблема у финансијском сектору (Act No. 6/1993 Coll., чл. 5.1). Овакво решење показује да је процес формулисања монетарне политике институционално концентрисан унутар централне банке, што је значајан показатељ њене оперативне самосталности.

Са становишта независности централне банке, овакво законско решење указује на висок степен инструменталне независности, јер Банкарски одбор не само да доноси одлуке о монетарној политици, већ одлучује и о инструментима којима се та политика спроводи. То значи да политички органи не одређују ниво каматних стопа, режим примене монетарних инструмената, нити конкретне мере којима се утиче на ликвидност, инфлацију и финансијске услове у привреди. Како истиче Kohajda (2022), правни оквир Чешке народне банке у значајној мери испуњава европске стандарде централнобанкарске независности, посебно у погледу забране спољних инструкција и самосталности у вршењу законом поверених функција.

Самосталност Чешке народне банке у формулисању монетарне политике додатно је ојачана забраном примања инструкција. Закон прописује да ЧНБ, Банкарски одбор и сваки члан Банкарског одбора, приликом остваривања примарног циља, као и приликом вршења овлашћења која произлазе из Уговора о Европској унији, Уговора о функционисању Европске уније и Статута ЕСЦБ и ЕЦБ, не смеју тражити нити примати инструкције од председника Републике, Парламента, Владе, управних органа Чешке Републике, институција Европске уније, влада држава чланица ЕУ или било ког другог тела (Act No. 6/1993 Coll., чл. 9.1). Ова одредба има посебан значај јер независност централне банке не своди само на формално постојање посебне институције, већ јој обезбеђује самосталност у самом процесу одлучивања. У контексту монетарне политике, то значи да Банкарски одбор не сме бити правно или политички обавезан инструкцијама других државних органа. Управо ова забрана представља један од најважнијих елемената институционалне независности, јер спречава директан политички утицај на монетарне одлуке, нарочито у погледу каматних стопа, инфлационог циља и мера ликвидности.

Ово решење је истовремено усклађено са правом Европске уније, нарочито са чланом 130 Уговора о функционисању Европске уније, који забрањује Европској централној банци, националним централним банкама и члановима њихових органа одлучивања да траже или примају инструкције од институција ЕУ, влада држава чланица или било ког другог тела. На тај начин, независност Чешке народне банке није само питање унутрашњег правног уређења, већ и обавеза која произлази из европског правног поретка (Act No.6/1993 Coll, on the Czech national bank).

Иако Чешка народна банка самостално формулише и спроводи монетарну политику, закон предвиђа институционалну комуникацију између централне банке и Владе. Према члану 9.2 Закона о Чешкој народној банци (Act No. 6/1993 Coll., чл. 9.2), ЧНБ и Влада међусобно се информишу о питањима која се односе на принципе и мере монетарне, макропруденцијалне и економске политике. Овакво решење показује да независност централне банке не подразумева институционалну изолацију, већ координацију у оквиру јасно разграничених надлежности. Поред тога, ЧНБ заузима став о предлозима који се подносе Влади на разматрање, уколико се ти предлози односе на области из надлежности централне банке. Такође, ЧНБ делује као саветодавно тело Владе у питањима монетарне и макропруденцијалне политике и финансијског тржишта (Act No. 6/1993 Coll., чл. 10.1–10.2). Ово потврђује да централна банка има важну експертску и саветодавну улогу у економском систему, али без губитка самосталности у доношењу монетарних одлука.

Закон додатно уређује овај однос тако што предвиђа да министар финансија или други именовани члан Владе може присуствовати седницама Банкарског одбора у саветодавном својству и може предлагати питања за расправу, али нема право одлучивања. Са друге стране, гувернер ЧНБ или вицегувернер кога он именује може присуствовати седницама Владе, такође у саветодавном својству (Act No. 6/1993 Coll., чл. 11.1–11.2). Овакво решење омогућава размену информација и координацију монетарне и економске политике, али без нарушавања независности Банкарског одбора. Овакав модел односа између ЧНБ и Владе представља равнотежу између независности и одговорности. Са једне стране, Банкарски одбор самостално формулише монетарну политику и инструменте њеног спровођења, са друге стране, закон предвиђа механизме комуникације са Владом, што је важно због усклађивања монетарне политике са ширим макроекономским оквиром. Међутим, пошто представници Владе учествују само у саветодавном својству, ова координација не прераста у хијерархијску контролу над централном банком.

У том смислу, Чешка народна банка има висок степен инструменталне независности: циљ стабилности цена је законски дефинисан, док су избор инструмената, мере монетарне политике и њихова примена поверени Банкарском одбору као највишем органу централне банке. Ово је у складу са савременим концептом независности централних банака, према којем је легитимно да законодавац одреди основни циљ монетарне политике, али да централна банка самостално бира инструменте за његово остваривање (Cukierman, 1992; Kohajda, 2022).

Основни циљ Чешке народне банке јесте одржавање стабилности цена (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2.1). Овакво законско решење представља једно од кључних обележја савременог концепта независне централне банке и у потпуности је усклађено са моделом Европске централне банке и Европског система централних банака. Постављањем стабилности цена као примарног циља, законодавац је монетарну политику усмерио ка очувању ниске и стабилне инфлације као основном предуслову дугорочне макроекономске стабилности. Истовремено, Закон о Чешкој народној банци предвиђа да ČNB, поред очувања стабилности цена, доприноси и очувању финансијске стабилности и сигурном и стабилном функционисању финансијског система у Чешкој Републици (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2.1). Оваква формулација указује на постепено проширење улоге централних банака након глобалне финансијске кризе, када је постало јасно да стабилност цена сама

по себи није довољна за очување укупне економске стабилности. Због тога финансијска стабилност добија све значајнију улогу у оквиру савременог централног банкарства, нарочито у контексту макропруденцијалне политике и спречавања системских ризика.

Међутим, иако закон предвиђа више функција и шире економске циљеве, јасно је успостављена хијерархија циљева. Закон изричито прописује да Чешка народна банка, не доводећи у питање примарни циљ стабилности цена, подржава опште економске политике Владе усмерене ка одрживом економском расту, као и опште економске политике Европске уније, ради доприноса остваривању циљева Европске уније (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2.1). То значи да су остали економски циљеви — попут подршке економском расту, запослености или финансијској стабилности — подређени примарном циљу монетарне стабилности. Овакво решење представља типичан модел тзв. „хијерархијског мандата“ централне банке, карактеристичан за Европску централну банку и већину европских централних банака. За разлику од појединих централних банака које имају више формално равноправних циљева, код Чешке народне банке стабилност цена има јасно приоритетан положај. У теорији независности централних банака, оваква структура циљева сматра се важним механизмом заштите од политичких притисака, јер ограничава могућност да краткорочни економски или политички интереси угрозе дугорочну стабилност цена (Cukierman, 1992).

Закон, такође, прописује да Чешка народна банка делује у складу са принципом отворене тржишне економије (*open market economy principle*) (Act No. 6/1993 Coll., чл. 2.1). Овај принцип има посебан значај у контексту европског правног и економског оквира, јер указује да монетарна политика треба да буде заснована на тржишним механизмима, а не на директној државној контроли економских токова. На тај начин додатно се наглашава институционална и оперативна независност централне банке у односу на извршну власт.

Циљеви Чешке народне банке показују постепену трансформацију улоге централне банке од институције усмерене превасходно ка контроли инфлације ка институцији која има ширу улогу у очувању укупне финансијске и макроекономске стабилности. Ипак, упркос проширењу функција и расту значаја макропруденцијалне политике, стабилност цена и даље остаје централни и приоритетни циљ монетарне политике. Управо та јасна хијерархија циљева представља један од основних елемената независности Чешке народне банке и усклађености њеног институционалног оквира са европским стандардима независности централних банака.

Финансијска независност представља један од кључних елемената укупне независности централне банке, јер обезбеђује институцији могућност да своје функције обавља без непосредне финансијске зависности од извршне власти и државног буџета. У случају Чешке народне банке, финансијска независност заснива се на законској одвојености централне банке од јавних финансија и забрани директног финансирања јавног сектора.

Чешка народна банка није део јавних буџета Чешке Републике, већ је законом строго одвојена од система државних финансија. Своје оперативне трошкове покрива из сопствених прихода, а не из пореских прихода или буџетских средстава. То значи да трошкове функционисања централне банке не сносе директно порески обвезници, већ да

централна банка располаже сопственом финансијском аутономијом (CNB, 2026). Овакво решење има посебан значај јер смањује могућност политичког утицаја путем буџетске контроле и омогућава централној банци стабилно и континуирано обављање законом поверених функција.

Финансијским пословањем Чешке народне банке управља Банкарски одбор, који одобрава буџет централне банке. Буџет је структуриран тако да јасно раздваја трошкове стицања имовине и оперативне трошкове, што доприноси већој транспарентности финансијског пословања. На крају сваке финансијске године, ЧНБ је обавезна да састави биланс успеха и губитка, који верификује независни спољни ревизор. Овај извештај представља основу за годишњи финансијски извештај који се подноси Парламенту на разматрање. Поред тога, Чешка народна банка објављује редовне десетодневне билансе о свом финансијском положају (CNB, 2026). Оваква комбинација финансијске самосталности и обавезе јавног извештавања указује да независност централне банке није апсолутна изолованост од државе, већ институционална самосталност уз висок степен транспарентности и одговорности.

Посебно значајан аспект финансијске независности односи се на ограничења у финансирању државе. Према Закону о Чешкој народној банци, ЧНБ води рачуне државног буџета, државних фондова и државне финансијске имовине и обавеза, осим ако Министарство финансија не одлучи другачије (Act No. 6/1993 Coll., чл. 30.1). Међутим, закон истовремено прописује да исплате са расходних рачуна не смеју прећи укупан износ средстава на приходним рачунима и да овај биланс не сме бити у минусу. Овакво решење представља механизам ограничавања директног монетарног финансирања буџетског дефицита. Закон, међутим, предвиђа ограничену могућност краткорочног кредитирања државе. Уколико Банкарски одбор тако одлучи, Чешка народна банка може одобрити краткорочни кредит Чешкој Републици куповином државних трезорских записа са роком доспећа до три месеца од дана куповине (Act No. 6/1993 Coll., чл. 30.2). Укупан износ ових кредита не сме прећи 5% прихода државног буџета из претходне године. Ова одредба показује да закон не искључује у потпуности могућност финансијске подршке држави, али је она строго ограничена и временски и квантитативно.

Са аспекта независности централне банке, овакав модел представља занимљив баланс између забране монетарног финансирања и потребе за ограниченом краткорочном ликвидносном подршком држави. Иако европски стандарди независности централних банака, нарочито члан 123 Уговора о функционисању Европске уније (EU, 2012), полазе од забране директног финансирања јавног сектора, у пракси су у појединим државама постојали ограничени изузеци у прелазним или специфичним институционалним околностима. У случају Чешке народне банке, ограничење од 5% прихода буџета и кратак рок доспећа указују на настојање законодавца да спречи претварање овог механизма у трајни инструмент финансирања јавне потрошње.

Поред односа са државним буџетом, Чешка народна банка има и одређене техничке функције у вези са државним хартијама од вредности. ЧНБ нуди државне обвезнице на продају у складу са посебним законом и, у договору са Министарством финансија, може обављати послове везане за управљање, отплату и пренос државних обвезница, као и

исплату камате на те обвезнице (Act No. 6/1993 Coll., чл. 31.1). Поред тога, централна банка води регистар хартија од вредности које издаје Чешка Република са роком доспећа до једне године (Act No. 6/1993 Coll., чл. 31.2). Ове активности показују да централна банка, иако институционално независна, има важну улогу у функционисању државног финансијског система. Међутим, та улога је пре свега техничке и оперативне природе и не подразумева подређеност монетарне политике потребама фискалне политике. Управо у томе се огледа суштина финансијске независности Чешке народне банке — сарадња са државом у области јавних финансија, али без губитка институционалне и оперативне аутономије.

Финансијска независност Чешке народне банке показује висок степен усклађености са савременим европским стандардима независности централних банака. Законска одвојеност од буџета, самостално финансирање, независно управљање сопственим буџетом и ограничења у погледу кредитирања државе представљају кључне механизме заштите централне банке од фискалне доминације. Истовремено, постојање ограничених могућности краткорочног финансирања државе показује да финансијска независност у пракси није апсолутна категорија, већ резултат институционалног баланса између монетарне аутономије и стабилног функционисања јавних финансија.

4.5. Однос између институционалне и фактичке независности Народне банке Пољске

4.5.1. Анализа институционалне и фактичке независности Народне банке Пољске са апекта дефинисаних функција

Народна банка Пољске (*Narodowy Bank Polski – NBP*) представља централну банку Републике Пољске, чији је положај уставно дефинисан чланом 227 Устава Републике Пољске. Према овој одредби, НБП има искључиво право емисије новца, формулисања и спровођења монетарне политике, као и одговорност за очување вредности пољске валуте. Овакво уставно позиционирање указује да независност НБП није само законска, већ и уставна категорија, јер се њене основне функције непосредно везују за стабилност новца и заштиту монетарног поретка државе (Constitution of the Republic of Poland, 1997, art. 227). Институционални оквир NBP детаљније је уређен Законом о Народној банци Пољске из 1997. године (*The Act on Narodowy Bank Polski*). Овај закон потврђује да је НБП централна банка Пољске, да има својство правног лица и да делује као институција одвојена од редовне структуре извршне власти. У том смислу, правни статус НБП обухвата елементе институционалне, функционалне и финансијске самосталности, јер банка самостално извршава законом поверене задатке, управља сопственим активностима и има посебан положај у систему јавних финансија (Act on Narodowy Bank Polski, 1997).

Посебност пољског модела огледа се у томе што Устав изричито одређује органе НБП: председника НБП, Савет за монетарну политику (*Monetary Policy Council*) и

Управни одбор НБП. Председника НБП именује Сејм[22], на предлог председника Републике, на период од шест година, што представља важан елемент личне независности носиоца централнобанкарске функције. Фиксни мандат, у комбинацији са ограниченим могућностима разрешења, има за циљ да спречи непосредан политички утицај парламентарне већине или извршне власти на вођење монетарне политике (Constitution of the Republic of Poland, 1997, art. 227). Савет за монетарну политику има централну улогу у формулисању монетарне политике. Његово увођење у институционалну структуру НБП означило је померање од персонализованог модела управљања ка колективном одлучивању о кључним монетарним питањима. Академска литература истиче да је управо стварање овог тела било један од најважнијих елемената јачања независности NBP након транзиционог периода, јер је монетарна политика издвојена из непосредне надлежности владе и поверена специјализованом органу централне банке (Myślak, 2013).

У функционалном смислу, НБП обавља класичне функције централне банке: емитује новац, води монетарну политику, управља девизним резервама, организује платни промет и делује као банка банака и банка државе. У литератури се због тога истиче да НБП има три основне улоге: емисиону, банкарску и државну, али да се њена најзначајнија улога односи на самостално обликовање и спровођење монетарне политике (Tarnacka, 2019).

Са становишта независности, посебно је значајно да НБП није само технички извршилац економске политике владе. Њен примарни задатак није финансирање државе нити подршка краткорочним циљевима економске политике, већ очување вредности пољског злота. То значи да НБП има изражену инструменталну независност, јер самостално бира и примењује инструменте монетарне политике. Истовремено, циљна независност је ограниченија, јер је основни циљ већ уставно одређен — заштита вредности пољске валуте. Ова разлика је важна јер показује да пољски модел независности не подразумева потпуну аутономију централне банке у одређивању крајњег циља, већ пре свега аутономију у начину његовог постизања.

Фактичка независност НБП, међутим, сложенија је од њеног формалноправног положаја. Иако Устав и закон обезбеђују снажне гаранције независности, пољска политичка пракса показује да је статус централне банке више пута био предмет политичких спорова. Академска анализа указује да су постојали покушаји да се прошире циљеви НБП, да се појача одговорност Савета за монетарну политику пред парламентом или да се олакша разрешење председника НБП, што би потенцијално ослабило независност централне банке (Myślak, 2013).

Савремена пракса показује да је независност NBP осетљива тема. Уставни суд Пољске је 2024. године нагласио да из члана 227 Устава произлази начело независности НБП од других јавних власти, као и да је та независност неопходна да би банка могла да остварује своје основне функције: емисију новца, формулисање и спровођење монетарне политике и заштиту вредности валуте. Суд је посебно истакао да фиксни шестогодишњи

[22] Sejm of the Republic of Poland је доњи дом парламента Републике Пољске, односно главно законодавно тело у пољском политичком систему.

мандат председника NBP представља гаранцију против политички мотивисаног разрешења (Constitutional Tribunal of Poland, 2024).

Са становишта европских стандарда, правни оквир НБП се посматра и кроз критеријуме правне конвергенције у оквиру Европске уније. Европска централна банка у извештајима о конвергенцији анализира да ли национално законодавство држава чланица које још нису увеле евро испуњава захтеве у погледу независности централне банке, забране монетарног финансирања и будуће интеграције у Евросистем. За Пољску је то посебно важно јер је држава чланица ЕУ са дерогацијом, што значи да још није увела евро, али је у обавези да свој правни оквир постепено усклађује са правилима ЕМУ (ECB, 2025).

Народна банка Пољске има релативно висок степен институционалне независности, јер је њен положај заштићен Уставом, њени органи су посебно дефинисани, председник има фиксни мандат, а монетарна политика је поверена специјализованом Савету за монетарну политику. Ипак, фактичка независност зависи не само од правних одредби, већ и од политичке културе, односа између институција и спремности политичких актера да прихвате ограничења која произлазе из самосталног положаја централне банке. Због тога се НБП може оценити као институција са снажним формалним гаранцијама независности, али и као пример који показује да правна независност не елиминише у потпуности политичке притиске у пракси.

Систем одлучивања о циљевима и инструментима монетарне политике у Народној банци Пољске заснива се на подели надлежности између законодавца, Савета за монетарну политику (*Monetary Policy Council – MPC*) и оперативних органа централне банке. Такав модел представља комбинацију законски дефинисаног крајњег циља и високог степена инструменталне независности централне банке, што је у складу са савременим концептом независности централних банака у Европској унији. Основни циљ Народне банке Пољске дефинисан је Уставом Републике Пољске и Законом о Народној банци Пољске. Према члану 3 Закона о НБП, основни циљ банке јесте одржавање стабилног нивоа цена, при чему НБП, не доводећи у питање овај циљ, подржава економску политику Владе Републике Пољске (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 3).

Овакво законско решење показује да циљна независност NBP није апсолутна. Крајњи циљ монетарне политике није самостално одређен од стране централне банке, већ је постављен уставним и законским оквиром државе. Централна банка, дакле, нема потпуну слободу у дефинисању основног циља монетарне политике, већ је њена самосталност пре свега усмерена на избор начина и инструмената за остваривање тог циља. Управо због тога се у литератури истиче да НБП има висок степен инструменталне независности, али ограниченију циљну независност (Belke & Polleit, 2010).

Кључну улогу у формулисању и спровођењу монетарне политике има Савет за монетарну политику (*Rada Polityki Pieniężnej*). Према члану 227 Устава Републике Пољске и Закону о НБП, Савет за монетарну политику сваке године утврђује смернице монетарне политике и доставља их Сејму истовремено са нацртом државног буџета (Constitution of the Republic of Poland, 1997, art. 227; Act on Narodowy Bank Polski, 1997). Савет за монетарну политику одређује и основне инструменте монетарне политике, укључујући висину референтних каматних стопа, обавезну резерву банака и оквир

операција на отвореном тржишту. На тај начин, најважније одлуке које се односе на контролу инфлације и стабилност финансијског система не доноси влада, већ специјализовано тело централне банке. Ово представља један од најважнијих елемената институционалне независности НБП, јер се политичким органима оставља ограничен простор за непосредно утицање на краткорочне монетарне одлуке (NBP, 2024).

Посебно је значајно што је Савет за монетарну политику конципиран као колективно тело. Његове чланове именују председник Републике, Сејм и Сенат, чиме се настоји спречити концентрација утицаја једне институције или политичке већине на монетарну политику. У академској литератури се истиче да овакав модел треба да обезбеди већу политичку равнотежу и стабилност монетарне политике, јер одлуке не зависе од једног појединца већ од ширег институционалног консензуса (Myślak, 2013).

Формални оквир обезбеђује висок степен самосталности у избору инструмената, фактичка независност у области монетарне политике у пракси зависи од политичког и економског контекста. Током периода високе инфлације након пандемије COVID-19 и енергетске кризе, одлуке Савета за монетарну политику биле су предмет интензивних политичких и јавних расправа. Део академске и стручне јавности указивао је на могућност политичког притиска у погледу темпа повећања каматних стопа и комуникације централне банке са јавношћу (Oręziak, 2023).

То показује да формална инструментална независност не значи потпуно одсуство политичког утицаја у пракси. Савремени концепт независности централних банака све више наглашава разлику између de jure и de facto независности, односно између законски гарантоване аутономије и стварне способности централне банке да делује без политичког притиска. У случају НБП, правни оквир обезбеђује висок ниво заштите монетарне политике од директног мешања извршне власти, али политичка динамика и јавни притисци могу утицати на фактичку независност институције.

Поред класичних инструмената монетарне политике, NBP је током кризних периода користила и неконвенционалне мере, укључујући програме куповине државних хартија од вредности и обезбеђивање ликвидности банкарском сектору. То је довело до ширења улоге централне банке и донекле замаглило традиционалну границу између монетарне и фискалне политике, што је једно од кључних питања савремених расправа о независности централних банака (Sznajderska, 2021). Систем одлучивања у Народној банци Пољске показује да је централна банка у великој мери независна у избору и примени инструмената монетарне политике, док су основни циљеви постављени уставним и законским оквиром државе. Овај модел одговара доминантном европском концепту независности централних банака, који се пре свега заснива на високом степену инструменталне независности ради очувања ценовне стабилности.

Народна банка Пољске обавља класичне функције савремене централне банке које обухватају вођење монетарне политике, очување стабилности финансијског система, обезбеђивање ликвидности банкарском сектору и подршку стабилности платног система. Иако је примарни циљ NBP очување стабилности цена, њене надлежности су значајно шире и укључују функције које су од суштинског значаја за укупну макроекономску и финансијску стабилност државе.

Основна функција Народне банке Пољске односи се на формулисање и спровођење монетарне политике ради одржавања стабилности цена. Закон о НБП предвиђа да је одржавање стабилног нивоа цена примарни циљ централне банке, док се подршка економској политици владе може спроводити само уколико не угрожава овај основни циљ (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 3). Монетарну политику формулише Савет за монетарну политику, који утврђује смернице монетарне политике и доноси одлуке о основним инструментима, пре свега о висини каматних стопа. НБП спроводи режим директног циљања инфлације, што значи да се монетарна политика усмерава ка одржавању инфлације око унапред дефинисаног циља. Овај модел уведен је крајем деведесетих година као део ширег процеса институционалног јачања независности централне банке и приближавања европским стандардима монетарне политике (NBP, 2024).

У оперативном смислу, НБП користи класичне инструменте монетарне политике: операције на отвореном тржишту, обавезну резерву и кредитно-депозитне инструменте. Основна референтна каматна стопа представља кључни инструмент за утицај на трошкове задуживања, кредитну активност и инфлациона очекивања. На тај начин, НБП утиче на услове ликвидности у финансијском систему и посредно на привредну активност и кретање цена. У литератури се наглашава да је пољска централна банка током последњих деценија развила релативно висок степен кредибилитета у спровођењу монетарне политике, посебно након преласка на режим циљања инфлације. Ипак, искуства након глобалне финансијске кризе и кризе изазване пандемијом COVID-19 показала су да је улога централне банке постала сложенија, јер се поред стабилности цена све више наглашава и значај очувања финансијске стабилности (Sznajderska, 2021).

С тим у вези једна од најважнијих функција централне банке јесте улога зајмодавца у крајњој инстанци (*lender of last resort*). Ова функција подразумева обезбеђивање ликвидности банкама које су привремено суочене са недостатком ликвидних средстава, како би се спречило ширење кризе на читав финансијски систем. Закон о НБП предвиђа могућност да централна банка одобрава рефинансирајуће кредите банкама и спроводи операције усмерене ка очувању стабилности банкарског система (Act on Narodowy Bank Polski, 1997).

У пракси је ова функција посебно добила на значају током глобалне финансијске кризе 2008. године и током пандемије COVID-19. НБП је тада користила додатне механизме ликвидносне подршке, укључујући репо операције, куповину хартија од вредности и обезбеђивање додатне ликвидности банкарском сектору. На тај начин централна банка није деловала само као институција задужена за контролу инфлације, већ и као кључни стабилизатор финансијског система (Narodowy Bank Polski, 2021). Савремена литература истиче да је управо кроз функцију зајмодавца у крајњој инстанци дошло до проширења улоге централних банака након глобалних криза. Тиме је у одређеној мери ублажена традиционална подела између монетарне и финансијске стабилности, јер су централне банке почеле активније да интервенишу ради спречавања системских ризика (Goodhart, 2010).

За разлику од појединих централних банака које непосредно врше банкарски надзор, супервизорска функција у Пољској институционално је подељена. Основни орган надлежан за финансијски надзор јесте Пољска комисија за финансијски надзор (*Polish*

Financial Supervision Authority – KNF), док НБП има значајну улогу у области макропруденцијалне политике и очувања стабилности финансијског система. НБП прати системске ризике, анализира стабилност финансијског система и учествује у институционалним механизмима финансијске стабилности заједно са Министарством финансија, КНФ и Фондом за гаранцију депозита (*Bank Guarantee Fund*). Централна банка редовно објављује извештаје о финансијској стабилности у којима процењује ризике за банкарски сектор, ликвидност, кредитну активност и изложеност финансијским шоковима (NBP, 2024).

Овакав модел показује да супервизорска функција НБП није заснована на класичном микропруденцијалном надзору појединачних банака, већ пре свега на макропруденцијалном приступу усмереном на стабилност читавог финансијског система. У академској литератури се истиче да подела надлежности између НБП и КНФ има за циљ да спречи прекомерну концентрацију моћи у једној институцији, али истовремено захтева висок степен координације између различитих регулаторних тела (Smaga, 2014). Истовремено, финансијске кризе показале су да је улога централних банака у очувању финансијске стабилности све значајнија. Због тога је и код НБП дошло до постепеног јачања макропруденцијалне функције, посебно у области праћења системских ризика, стабилности банкарског сектора и координације антикризних мера.

Посматрано кроз функције које Народна банка Пољске обавља, може се закључити да њен институционални положај садржи релативно висок степен формалне независности, али да фактичка независност у пракси зависи од ширег политичког, економског и кризног контекста. Када је реч о монетарној политици, институционална независност НБП пре свега се огледа у чињеници да је основна функција очувања стабилности цена уставно и законски поверена централној банци, док је формулисање и спровођење монетарне политике у надлежности Савета за монетарну политику. Такав модел одваја монетарну политику од непосредне контроле извршне власти и представља један од основних елемената савременог концепта независности централних банака (Constitution of the Republic of Poland, 1997; Act on Narodowy Bank Polski, 1997).

Посебан значај има чињеница да одлуке о инструментима монетарне политике не доноси влада, већ колективни орган централне банке. Савет за монетарну политику самостално одлучује о висини каматних стопа, обавезној резерви и другим инструментима монетарне политике, што указује на висок степен инструменталне независности. Истовремено, сама чињеница да је примарни циљ НБП — стабилност цена — дефинисан законом показује да циљна независност није потпуна, већ ограничена уставним и законским оквиром државе. Ово је карактеристично и за већину европских централних банака, где је нагласак пре свега на независности у избору инструмената, а не у самосталном одређивању крајњих циљева монетарне политике (De Haan & Eijffinger, 2016).

Са аспекта функције зајмодавца у крајњој инстанци, независност НБП добија додатну димензију. У условима финансијских криза централна банка добија значајно шира дискрециона овлашћења, јер одлучује о обиму ликвидносне подршке банкарском сектору и мерама за очување финансијске стабилности. Управо у овом сегменту постаје видљива разлика између формалне и фактичке независности. Иако НБП формално самостално доноси одлуке о обезбеђивању ликвидности, у пракси такве мере често имају

директне фискалне и политичке последице, што повећава могућност политичких притисака и координације са владом (Goodhart, 2010). Ово је посебно дошло до изражаја током кризе изазване пандемијом COVID-19, када је НБП користила нестандардне инструменте, укључујући куповину државних хартија од вредности и програме обезбеђивања ликвидности. Иако су такве мере биле усмерене на очување стабилности финансијског система, у академској литератури се указује да ширење функција централних банака током кризе може довести до замагљивања границе између монетарне и фискалне политике, а самим тим и до потенцијалног смањења фактичке независности централне банке (Sznajderska, 2021).

Слично томе, макропруденцијална и супервизорска функција NBP додатно проширује њен институционални значај. Иако НБП није примарни микропруденцијални супервизор банака, њена улога у анализи системских ризика и очувању финансијске стабилности чини је једним од кључних носилаца економске политике у Пољској. Управо због тога савремене централне банке, па и НБП, више не могу бити посматране искључиво као техничке институције задужене за контролу инфлације, већ као институције које имају шири утицај на финансијски систем и економску стабилност државе. Међутим, ширење функција централне банке истовремено повећава и изложеност политичким очекивањима и притисцима. Што је улога централне банке значајнија у стабилизацији привреде и финансијског система, то расте и интерес политичких актера да утичу на њене одлуке. У том смислу, фактичка независност НБП не зависи искључиво од законских гаранција, већ и од институционалне културе, кредибилитета централне банке и степена политичког поштовања њене аутономије.

Анализа функција Народне банке Пољске показује да постоји висок степен институционалне независности у области монетарне политике и управљања инструментима централне банке. Ипак, савремене кризе и ширење функција централних банака довеле су до тога да фактичка независност све више зависи од односа централне банке и државе у пракси, а не искључиво од формалноправних гаранција. Због тога се може закључити да НБП представља пример централне банке са снажно развијеном de jure независношћу, али и институције чија је de facto независност подложна утицају ширег економског и политичког окружења.

4.5.2. Ниво независности Народне банке Пољске у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Народна банка Пољске спроводи монетарну политику применом различитих инструмената чији је основни циљ очување стабилности цена и одржавање стабилности финансијског система. Инструменти монетарне политике представљају механизме путем којих централна банка утиче на ниво ликвидности у банкарском сектору, висину каматних стопа, кредитну активност и инфлациона очекивања. У савременим условима, посебно након глобалних финансијских криза, улога и структура ових инструмената значајно су проширене, што је довело и до промене начина функционисања савремених централних банака. Основне инструменте монетарне политике НБП чине операције на отвореном

тржишту, обавезна резерва и кредитно-депозитне операције. О њиховој примени одлучује Савет за монетарну политику, који има кључну улогу у спровођењу монетарне политике и одређивању услова ликвидности у финансијском систему (NBP, 2024).

Најзначајнији инструмент монетарне политике НБП представљају операције на отвореном тржишту. Оне се користе ради регулисања краткорочне ликвидности банкарског сектора и одржавања тржишних каматних стопа на нивоу који је у складу са референтном каматном стопом централне банке. НБП најчешће спроводи основне операције апсорпције ликвидности емисијом новчаних записа централне банке са роком доспећа од седам дана. На овај начин централна банка утиче на краткорочне међубанкарске каматне стопе и контролише количину новца у оптицају. Поред основних операција, НБП може спроводити и операције финог подешавања и структурне операције у зависности од потреба тржишта и кретања ликвидности (NBP, 2024). У академској литератури се истиче да су операције на отвореном тржишту постале централни инструмент савремене монетарне политике јер омогућавају флексибилно и тржишно оријентисано управљање ликвидношћу, за разлику од административних инструмената који су били карактеристични за раније периоде монетарне политике (Mishkin, 2019)

Каматне стопе представљају кључни канал деловања монетарне политике НБП. Савет за монетарну политику одређује основне каматне стопе централне банке, међу којима су најзначајније референтна стопа, ломбардна стопа, депозитна стопа и дисконтна стопа. Референтна стопа има највећи значај јер представља сигнал тржишту о смеру монетарне политике. Њеним повећањем централна банка настоји да смањи инфлаторне притиске кроз скупље задуживање и мању кредитну активност, док снижавање каматне стопе има за циљ подстицање економске активности и повећање ликвидности. У условима инфлаторних притисака након пандемије COVID-19, НБП је значајно повећала референтне каматне стопе како би ограничила раст цена. То показује да каматна политика остаје основни инструмент очувања ценовне стабилности, чак и у условима савремених криза (Narodowy Bank Polski, 2023).

Обавезна резерва представља инструмент којим НБП обавезује банке да одређени проценат прикупљених депозита држе на рачунима код централне банке. На тај начин централна банка утиче на кредитни потенцијал банака и ниво ликвидности у финансијском систему. Иако је значај овог инструмента у савременој монетарној политици мањи него раније, обавезна резерва и даље има важну стабилизациону функцију, посебно у условима повећаних финансијских ризика и нестабилности ликвидности. Поред монетарне функције, овај инструмент има и макропруденцијалну улогу јер доприноси отпорности банкарског система (Narodowy Bank Polski, 2024; Mishkin, 2019).

НБП користи и сталне кредитне и депозитне олакшице које омогућавају банкама приступ краткорочној ликвидности или депоновање вишка ликвидности код централне банке. Ломбардни кредит омогућава банкама краткорочно задуживање уз колатерал, док депозитна олакшица омогућава пласман вишка средстава код централне банке. Ови инструменти имају важну улогу у стабилизацији краткорочних каматних стопа и спречавању прекомерних осцилација на међубанкарском тржишту. Истовремено, они представљају и значајан механизам очувања ликвидности банкарског сектора.

Глобална финансијска криза 2008. године и пандемија COVID-19 значајно су промениле улогу и инструменте централних банака. Као и бројне друге централне банке, НБП је током кризе примењивала нестандардне инструменте монетарне политике, укључујући куповину државних хартија од вредности, репо операције већег обима и програме подршке ликвидности. Ове мере имале су за циљ стабилизацију финансијског система и очување повољних услова финансирања привреде. Међутим, њихова примена је истовремено покренула питање границе између монетарне и фискалне политике, јер куповина државних хартија од вредности може довести до перцепције индиректног финансирања државе (Sznajderska, 2021).

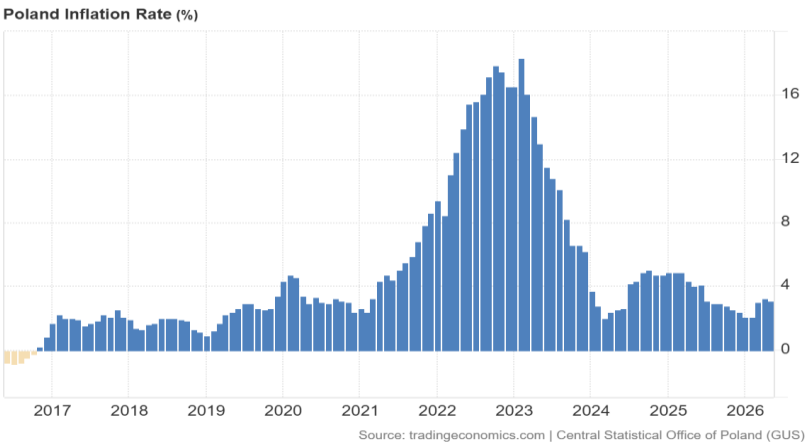
У литератури се истиче да су савремене кризе довеле до ширења функција и инструмената централних банака, услед чега монетарна политика више није ограничена искључиво на контролу краткорочних каматних стопа. Централне банке све више делују као институције које активно управљају ликвидношћу и стабилношћу читавог финансијског система (Goodhart, 2010). Инструменти монетарне политике Народне банке Пољске показују висок степен институционалне и оперативне развијености. Стандардни инструменти, попут каматних стопа и операција на отвореном тржишту, и даље представљају основу монетарне политике, али су савремене кризе довеле до ширења употребе нестандардних мера. То потврђује трансформацију савремених централних банака од институција усмерених искључиво на контролу инфлације ка институцијама које имају ширу улогу у очувању финансијске стабилности и стабилизацији економије.

Циљеви Народне банке Пољске представљају један од кључних елемената за анализу степена независности централне банке. Савремена теорија независности централних банака прави разлику између циљне независности и инструменталне независности. Док циљна независност подразумева могућност централне банке да самостално одређује крајње циљеве монетарне политике, инструментална независност означава слободу избора инструмената и механизама за њихово остваривање. Управо кроз анализу законом дефинисаних циљева може се сагледати стварни ниво независности НБП.

Основни циљ Народне банке Пољске утврђен је Уставом Републике Пољске и Законом о Народној банци Пољске. Према члану 3 Закона о НБП, „основни циљ активности НБП јесте одржавање стабилног нивоа цена, при чему НБП подржава економску политику Владе Републике Пољске уколико то не ограничава основни циљ централне банке“ (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 3). Овакво нормативно решење показује да је стабилност цена постављена као примарни и хијерархијски највиши циљ централне банке. Истовремено, закон оставља могућност да NBP подржава општу економску политику државе, али само под условом да то не угрожава очување ценовне стабилности. На тај начин пољски модел је у великој мери приближен моделу ЕЦБ, где је стабилност цена такође постављена као примарни циљ монетарне политике.

Са аспекта независности, посебно је значајно што крајњи циљ монетарне политике није одређен самостално од стране централне банке, већ је дефинисан уставним и законским актима државе. То значи да НБП нема потпуну циљну независност, јер не може самостално мењати основни циљ свог деловања. У том смислу, независност Народне банке Пољске заснива се пре свега на инструменталној, а не на потпуној циљној независности. Ово је карактеристично за већину савремених централних банака, посебно

у европском институционалном оквиру, где демократски легитимисане институције дефинишу основне циљеве монетарне политике, док је централној банци остављена самосталност у избору начина њиховог остваривања (De Haan & Eijffinger, 2016).



Слика 4.5: Кретање стопе инфлације у Пољској у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). *Poland Inflation Rate.* доступно на: https://tradingeconomics.com/poland/inflation-cpi

Међутим, иако НБП нема потпуну слободу у дефинисању крајњих циљева, законски оквир јој обезбеђује висок степен самосталности у интерпретацији и операционализацији ценовне стабилности. Управо због тога Савет за монетарну политику самостално утврђује стратегију монетарне политике и инфлациони циљ. НБП примењује режим директног циљања инфлације, при чему је средњорочни инфлациони циљ постављен на 2,5%, уз дозвољено одступање од ±1 процентног поена (NBP, 2024). То показује да је централна банка фактички добила значајан простор у тумачењу и практичном спровођењу законски дефинисаног циља. У академској литератури се истиче да савремене централне банке често формално немају потпуну циљну независност, али да кроз самостално дефинисање оперативних стратегија, инфлационих таргета и временског хоризонта монетарне политике стичу значајан степен фактичке аутономије (Mishkin, 2019).

Истовремено, одређивање стабилности цена као примарног циља има и важну институционалну функцију. Централна банка се тиме штити од краткорочних политичких притисака који би могли бити усмерени ка подстицању привредног раста или финансирању буџетских дефицита на рачун повећане инфлације. Управо је због проблема временске недоследности (*time inconsistency problem*) у савременој монетарној теорији дошло до јачања независности централних банака и наглашавања ценовне стабилности као њиховог примарног циља (Kydland & Prescott, 1977). Међутим, пракса је показала да чак и јасно дефинисан примарни циљ не елиминише у потпуности политичке притиске. Током периода високе инфлације након пандемије COVID-19, у Пољској су вођене

интензивне политичке и јавне расправе о улози НБП, висини каматних стопа и односу између борбе против инфлације и подршке економском расту. То указује да фактичка независност централне банке не зависи искључиво од законских гаранција, већ и од политичког окружења, институционалне културе и кредибилитета саме институције (Oręziak, 2023). Поред тога, савремене кризе довеле су до постепеног ширења циљева централних банака. Иако је стабилност цена формално остала примарни циљ НБП, након глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 све већи значај добија и очување финансијске стабилности. На тај начин се традиционални концепт централне банке као институције усмерене искључиво на контролу инфлације постепено проширује ка институцији која има ширу стабилизациону улогу у економији (Goodhart, 2010).

Укупно посматрано, Народна банка Пољске има ограничену циљну независност јер су њени основни циљеви дефинисани уставом и законом, али истовремено поседује висок степен инструменталне и оперативне независности у њиховом спровођењу. Управо ова комбинација представља суштину савременог европског модела независности централних банака, у коме демократски легитимисане институције одређују крајње циљеве монетарне политике, док је централној банци обезбеђена самосталност у избору инструмената и стратегија за њихово остваривање.

4.5.3. Квантитативно - квалитативни индикатори независности Народне банке Пољске

Историјски развој Народне банке Пољске одражава шире политичке, економске и институционалне промене кроз које је Пољска пролазила током XX и XXI века. Развој НБП посебно је значајан са становишта анализе независности централних банака, јер показује трансформацију од централизоване државне институције социјалистичког система ка модерној, институционално независној централној банци усмереној на стабилност цена и финансијског система. Народна банка Пољске основана је 1945. године, непосредно након Другог светског рата, у условима изградње социјалистичког економског система под снажним утицајем Совјетског Савеза. У том периоду НБП није функционисала као независна централна банка у савременом смислу, већ као део централизованог државног економског апарата. Централна банка је истовремено обављала функције емисионе банке, комерцијалне банке и инструмента државне економске политике, што је било карактеристично за социјалистичке монобанкарске системе (*monobank system*) (NBP, 2024).

У таквом систему није постојала институционална независност централне банке, јер је монетарна политика била директно подређена циљевима централног економског планирања. Основни задаци НБП били су финансирање државне привреде, подршка планској производњи и контрола кредитних токова у складу са државним економским плановима. Сличан модел постојао је и у другим социјалистичким и транзиционим економијама Централне и Источне Европе, што показује да је институционални развој НБП у великој мери био условљен политичким системом тог периода (Łyziak, 2006).

Кључна прекретница у развоју НБП настаје крајем осамдесетих и почетком деведесетих година, током транзиције Пољске ка тржишној економији. Пад социјалистичког система и економске реформе познате као „Балцеровичев план“ (*Balcerowicz Plan*) довеле су до суштинске промене улоге централне банке. У том периоду НБП постепено престаје да буде инструмент директног финансирања државе и трансформише се у институцију чији је основни задатак очување стабилности валуте и контрола инфлације (Balcerowicz, 1995). Ова трансформација представља једну од најважнијих карактеристика развоја централних банака у земљама у транзицији. Као и код већине држава Централне и Источне Европе, процес јачања независности НБП био је директно повезан са преласком са планске на тржишну економију, либерализацијом цена и потребом за стабилизацијом високе инфлације. У том смислу, развој НБП има сличности са развојем централних банака земаља у развоју, где је независност централне банке постала важан елемент ширих економских реформи и европских интеграција.

Посебно значајан корак у институционалном јачању НБП представљало је усвајање Устава Републике Пољске 1997. године и Закона о Народној банци Пољске исте године. Тиме је независност централне банке добила уставни и законски основ. Устав је први пут изричито дефинисао да НБП има искључиво право емисије новца и одговорност за вођење монетарне политике, док је Закон о НБП установио Савет за монетарну политику као посебан орган задужен за формулисање монетарне политике (Constitution of the Republic of Poland, 1997; Act on Narodowy Bank Polski, 1997). Увођење Савета за монетарну политику било је посебно важно јер је означило прелазак са персонализованог модела управљања ка колективном моделу одлучивања о монетарној политици. На тај начин је додатно ограничен простор за непосредан политички утицај на одлуке централне банке, што је представљало један од кључних услова приближавања европским стандардима независности централних банака (Myślak, 2013).

Као и код других држава које су приступале Европској унији, процес европских интеграција имао је значајан утицај на развој НБП. Пољска је приступила Европској унији 2004. године, а тиме је и Народна банка Пољске постала део Европског система централних банака. Иако Пољска још није увела евро, правни и институционални оквир НБП постепено је усклађиван са правилима Европске уније, посебно у области независности централне банке, забране монетарног финансирања и транспарентности монетарне политике (ECB, 2025).

Једна од карактеристика развоја НБП, која је заједничка и другим централним банкама земаља у развоју и транзицији, јесте постепено ширење функција централне банке након глобалне финансијске кризе 2008. године и кризе изазване пандемијом COVID-19. Током ових периода НБП није деловала искључиво као институција усмерена на контролу инфлације, већ и као активан стабилизатор финансијског система кроз програме ликвидносне подршке, куповину хартија од вредности и макропруденцијалне мере (Sznajderska, 2021). Управо ова трансформација представља једну од најважнијих карактеристика савремених централних банака у земљама у развоју и транзицији. Централне банке више нису само институције за контролу инфлације, већ институције које имају ширу улогу у очувању финансијске стабилности и стабилизацији економије током криза. У случају НБП, то је довело до јачања институционалног значаја централне

банке, али и до повећаних расправа о границама њене независности и односу монетарне и фискалне политике.

Историјски развој Народне банке Пољске показује карактеристичан пут централних банака земаља у транзицији: од централизованог монобанкарског система ка институционално независној централној банци усмереној на ценовну и финансијску стабилност. Истовремено, савремене кризе показале су да се улога централне банке постепено проширује, што независност централне банке чини не само правним, већ и сложеним политичко-економским питањем.

Народна банка Пољске има једну од кључних улога у економском систему Пољске, јер њено деловање непосредно утиче на стабилност цена, вредност националне валуте, услове финансирања, ликвидност банкарског сектора и укупну финансијску стабилност. Значај НБП произлази из њеног уставног и законског положаја: она има искључиво право емисије новца, одговорност за формулисање и спровођење монетарне политике, као и задатак да чува вредност пољског злота. Основни циљ НБП јесте одржавање стабилног нивоа цена, док подршка економској политици владе долази у обзир само уколико не угрожава тај примарни циљ (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 3; Narodowy Bank Polski, 2023).

Са становишта укупне економије, најважнија функција НБП односи се на очување ценовне стабилности. Стабилне цене представљају предуслов за предвидиво пословање, очување реалне вредности дохотка становништва, стабилност штедње и дугорочно планирање инвестиција. У том смислу, НБП не утиче само на монетарну сферу, већ и на реалну економију, јер преко каматних стопа, ликвидности и инфлационих очекивања делује на потрошњу, инвестиције и кредитну активност. НБП наглашава да се монетарна политика води тако да одржава стабилност цена, али и да доприноси одржавању одрживог економског раста и финансијске стабилности, уколико то није у супротности са основним циљем централне банке (Narodowy Bank Polski, 2024).

Посебан значај НБП огледа се у очувању поверења у пољски злот. За земљу која је чланица Европске уније, али још није увела евро, национална централна банка има додатно важну улогу јер самостално води монетарну политику и управља сопственом валутом. То Пољској омогућава већу флексибилност у реаговању на домаће и спољне шокове, али истовремено захтева висок кредибилитет централне банке. У том контексту, НБП има значај не само као монетарна институција, већ и као носилац макроекономске стабилности у условима отворене и тржишно оријентисане економије (Łyziak, 2006). Народна банка Пољске има важну улогу и у стабилности финансијског система. Она прати ризике у банкарском и финансијском сектору, анализира отпорност финансијских институција на шокове и редовно објављује извештаје о финансијској стабилности. Према НБП, циљ ових извештаја је да се ојача финансијска стабилност кроз процену ризика и способност финансијског система да издржи потенцијалне поремећаје (Narodowy Bank Polski, 2025). У извештају о финансијској стабилности из 2025. године НБП је оценила да је пољски банкарски сектор остао отпоран упркос високим каматним стопама и глобалној економској неизвесности, што показује значај централне банке у континуираном праћењу и очувању системске стабилности.

У кризним периодима значај НБП постаје још израженији. Током глобалне финансијске кризе 2008. године, а нарочито током кризе изазване пандемијом COVID-19, централне банке су проширile употребу инструмената монетарне политике и све више деловале као стабилизатори финансијског система. У случају Пољске, НБП је користила мере ликвидносне подршке, репо операције и програме куповине хартија од вредности како би очувала стабилност тржишта и услове финансирања (Narodowy Bank Polski, 2021). Академска литература указује да је управо овај период показао да савремене централне банке више не делују само као институције за контролу инфлације, већ и као активни носиоци стабилизационе политике у условима системских криза (Sznajderska, 2021; Goodhart, 2010).

Међутим, ширење улоге НБП има и другу страну. Што је централна банка значајнија за економију, то је већи и политички интерес за њене одлуке. Одлуке о каматним стопама, куповини хартија од вредности, управљању резервама и ликвидносној подршци банкарском сектору могу имати значајне последице по државни буџет, јавни дуг, банкарски сектор и реалну економију. Због тога се значај НБП не може посматрати одвојено од питања њене независности. Централна банка може ефикасно штитити стабилност цена и финансијског система само ако има довољан степен институционалне и фактичке самосталности у односу на краткорочне политичке интересе (De Haan & Eijffinger, 2016).

Са аспекта економског развоја Пољске, НБП је важна и зато што је њена институционална трансформација пратила процес преласка са планске на тржишну економију. У транзиционом периоду, стабилизација инфлације, изградња тржишног банкарског система и јачање кредибилитета монетарне политике били су неопходни предуслови економске модернизације. Зато се значај НБП не своди само на техничко вођење монетарне политике, већ обухвата и њену улогу у институционалној изградњи тржишне економије (Balcerowicz, 1995). Овако посматрано, намеће се закључак да Народна банка Пољске има централни значај за економију Пољске јер обезбеђује монетарну стабилност, чува вредност националне валуте, утиче на услове кредитирања и доприноси отпорности финансијског система. Њен значај је посебно изражен у кризним периодима, када централна банка делује као институција која обезбеђује ликвидност, смирује финансијска тржишта и спречава ширење системских ризика. Управо због тога НБП представља један од кључних стубова економске стабилности Пољске, али и институцију чија независност има непосредан значај за кредибилитет укупне економске политике.

С обзиром на значај Народне банке Пољске за монетарну и финансијску стабилност државе, ниво њене независности може се сагледати не само кроз нормативну и институционалну анализу, већ и кроз примену различитих индекса независности централних банака. Овај рад базиран је на анализу Cukierman, Webb и Neyapti (1992) CWN индекс, који мери различите аспекте правне и институционалне независности централне банке. У наставку рада биће извршена анализа независности Народне банке Пољске применом CWN индекса законске независности НБП у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Табела 4.5: CWN индекс законске независности НБП

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*НБП*
1.Гувернер НБП	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује председника НБП?			
Савет		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер НБП може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
НБП		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба			
НБП, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
НБП има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
ЦС је примарни или једини циљ НБП, у случају конфликта са осталим циљевима владе, НБП има коначну реч		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) НБП-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) НБП			0,92

Извор: Act on Narodowy Bank Polski. (1997). *The Act on Narodowy Bank Polski of 29 August 1997*. Narodowy Bank Polski. Преузето са:Official NBP legislation page, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, *6*(3), 353–398. доступно на:World Bank document

Наведене одредбе Закона о Народној банци Пољске односе се пре свега на личну независност председника НБП и чланова Савета за монетарну политику, што представља један од кључних елемената Цукермановог индекса независности централне банке. Анализа ових одредби показује да правни оквир Пољске садржи релативно снажне механизме заштите централне банке од непосредног политичког утицаја, посебно у делу који се односи на именовање, дужину мандата и ограничене услове разрешења руководства централне банке.

Председника Народне банке Пољске именује Сејм, на предлог председника Републике Пољске, на период од шест година (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 9.1–9.2). Овакво решење је значајно са аспекта независности јер поступак именовања не зависи искључиво од извршне власти, већ укључује и парламент, чиме се формално ограничава концентрација политичког утицаја једног државног органа. У Цукермановој методологији управо је начин именовања гувернера један од основних показатеља личне независности централне банке (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). Посебно је значајно што је мандат председника НБП дужи од изборног циклуса већине политичких институција. Шестогодишњи мандат омогућава већу стабилност монетарне политике и смањује ризик да промене политичке власти непосредно утичу на руководство централне банке. Истовремено, закон ограничава могућност обављања функције на највише два узастопна мандата, чиме се настоји спречити прекомерна персонализација монетарне политике и дугорочна концентрација моћи у рукама једне личности (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 9.2).

Са аспекта независности, посебно су важне одредбе које се односе на разрешење председника НБП. Закон предвиђа да председник може бити разрешен само у строго одређеним случајевима: услед трајне неспособности за обављање функције, правоснажне осуде за кривично дело, давања лажне лустрационе изјаве или одлуке Државног трибунала којом се забрањује вршење јавне функције (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 9.5). То значи да не постоји могућност политички мотивисаног разрешења због неслагања са монетарном политиком централне банке, што представља важан елемент de jure независности. Управо ограничени услови разрешења представљају један од најзначајнијих критеријума у Цукермановом индексу независности. Централне банке код којих извршна власт може лако сменити гувернера сматрају се институционално мање независним, јер постоји ризик да монетарна политика буде подређена краткорочним политичким интересима. У случају НБП, законски оквир формално пружа релативно висок степен заштите од таквог утицаја (Cukierman et al., 1992).

Поред председника НБП, значајан елемент независности представља и положај чланова Савета за монетарну политику. Закон предвиђа да чланови Савета током мандата не могу обављати друге функције нити се бавити профитном или јавном делатношћу, осим научног, наставног и публицистичког рада (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 14.1). На овај начин се настоји спречити сукоб интереса и обезбедити професионална и политичка неутралност чланова тела које доноси кључне одлуке монетарне политике. Додатно, закон изричито предвиђа да члан Савета који је члан политичке странке или синдиката мора обуставити активности у тим организацијама током трајања мандата, под претњом разрешења (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 14.2). Ова одредба има

посебан значај јер показује настојање законодавца да монетарну политику институционално дистанцира од непосредних политичких и интересних утицаја. Истовремено, закон гарантује и материјалну независност чланова Савета за монетарну политику, јер им обезбеђује накнаду у висини потпредседника НБП, као и право на накнаду током три месеца након престанка функције (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 14.3). Финансијска сигурност руководства централне банке у литератури се често посматра као важан елемент институционалне независности, јер смањује ризик од политичких или приватних притисака (De Haan & Eijffinger, 2016).

Међутим, иако правни оквир обезбеђује релативно висок степен личне независности руководства НБП, фактичка независност у пракси зависи и од политичког окружења. У пољској политичкој пракси више пута су вођене расправе о одговорности председника НБП и могућности његовог разрешења, што показује да снажне законске гаранције саме по себи не елиминишу политичке притиске на централну банку (Myślak, 2013). У целини посматрано, анализиране одредбе показују да Народна банка Пољске има релативно висок степен личне и институционалне независности у складу са критеријумима Цукермановог индекса. Дужина мандата, ограничени услови разрешења, политичка неутралност чланова Савета и финансијска самосталност руководства представљају важне механизме заштите централне банке од непосредног политичког утицаја, али као и код већине савремених централних банака, фактичка независност зависи не само од правних норми, већ и од политичке праксе и институционалне културе.

Одредбе које се односе на формулисање монетарне политике представљају један од најважнијих сегмената анализе институционалне независности Народне банке Пољске, јер показују у којој мери централна банка самостално дефинише и спроводи монетарну политику, али и какав је њен однос са другим државним органима у процесу креирања економске политике. Према члану 12 Закона о Народној банци Пољске, Савет за монетарну политику утврђује годишње смернице монетарне политике и доставља их Сејму истовремено са нацртом закона о буџету који подноси Савет министара (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 12.1). Ова одредба има посебан значај са аспекта независности јер показује да монетарну политику формално не дефинише влада, већ специјализовани орган централне банке. Истовремено, Сејм нема овлашћење да одобрава или мења смернице монетарне политике, већ се оне парламенту достављају ради информисања. То указује на висок степен институционалне и инструменталне независности НБП у области формулисања монетарне политике.

Значајна је и обавеза Савета за монетарну политику да у року од пет месеци по завршетку буџетске године поднесе Сејму извештај о спровођењу монетарне политике (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 12.1). На тај начин закон комбинује независност централне банке са принципом демократске одговорности. Савремени концепт независности централних банака не подразумева потпуно одсуство контроле, већ независност у одлучивању уз истовремену обавезу транспарентности и извештавања јавности и парламенту (De Haan & Eijffinger, 2016). Са аспекта Цукермановог индекса независности, наведена одредба указује да Народна банка Пољске има висок степен аутономије у формулисању монетарне политике, јер државни органи немају непосредну могућност да диктирају инструменте или оперативне циљеве централне банке. Управо је питање ко

формулише монетарну политику један од кључних елемената у процени степена независности централне банке (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Члан 21 Закона о НБП показује да независност централне банке не подразумева потпуну институционалну изолованост од осталих носилаца економске политике. Закон предвиђа да НБП сарађује са надлежним државним органима у креирању и спровођењу економске политике државе, при чему настоји да обезбеди правилно спровођење смерница монетарне политике (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 21).Посебно је значајно што NBP: доставља државним органима смернице монетарне политике и извештаје о стању банкарског система, сарађује са министром финансија у изради финансијских планова државе и даје мишљења о нацртима закона који се односе на економску политику и банкарски систем (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 21).

Ове одредбе показују да је однос између централне банке и владе заснован на координацији, а не на потпуној институционалној изолованости. Управо је то карактеристично за савремени модел независности централних банака у Европској унији. Централна банка треба да буде независна у вођењу монетарне политике, али истовремено мора постојати институционална сарадња са другим носиоцима економске политике ради очувања укупне макроекономске стабилности (ECB, 2025). Међутим, управо у овом сегменту постаје видљива разлика између инстируционалне и фактичке независности. Иако законски оквир обезбеђује висок степен самосталности НБП, сарадња са владом и Министарством финансија у пракси може довести до индиректних политичких притисака, посебно у условима економских криза, високе инфлације или раста јавног дуга. Академска литература указује да савремене централне банке, нарочито након глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19, све чешће делују у блиској координацији са фискалним властима, што може довести до замагљивања границе између монетарне и фискалне политике (Goodhart, 2010).

У случају НБП, додатно је важно и то што Савет за монетарну политику самостално утврђује стратегију монетарне политике и инфлациони циљ у оквиру законом дефинисаног примарног циља стабилности цена. Иако основни циљ централне банке одређује законодавац, НБП има значајан степен оперативне самосталности у дефинисању начина његовог остваривања. Управо ова комбинација ограничене циљне независности и високог степена инструменталне независности представља суштину савременог европског модела независности централних банака (Mishkin, 2019). Такође, за анализу формулисања монетарне политике важно је истаћи да НБП примењује режим директног циљања инфлације, што подразумева јавно објављивање инфлационог циља, транспарентност одлучивања и редовну комуникацију са јавношћу. (Łyziak, 2006).

Анализиране одредбе показују да Народна банка Пољске има релативно висок степен институционалне независности у формулисању монетарне политике. Савет за монетарну политику самостално дефинише смернице монетарне политике, док је улога парламента пре свега информативна и контролна, а не оперативна. Истовремено, закон предвиђа сарадњу централне банке са другим носиоцима економске политике, што указује да савремена независност централне банке не подразумева потпуну изолованост, већ институционалну координацију уз очување самосталности у области монетарне политике.

Одредба члана 3 Закона о Народној банци Пољске представља један од кључних елемената за анализу независности централне банке са аспекта детерминисаних циљева, јер дефинише однос између примарног циља монетарне политике и шире економске политике државе. Закон предвиђа да је основни задатак Народне банке Пољске очување стабилности цена, док се подршка економској политици Владе може спроводити само уколико не угрожава остваривање тог примарног циља (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 3.1). Овакво нормативно решење показује да је ценовна стабилност постављена као централни приоритет монетарне политике и основа институционалног положаја НБП.

Са аспекта независности, значајно је што су циљеви централне банке дефинисани законом, а не самосталном одлуком саме институције. То указује да НБП нема потпуну циљну независност, јер крајње циљеве монетарне политике одређује законодавац. Међутим, централна банка има висок степен самосталности у избору инструмената и начина спровођења монетарне политике, што представља суштину инструменталне независности карактеристичне за савремени европски модел централног банкарства (De Haan & Eijffinger, 2016).

Посебан значај има чињеница да је подршка економској политици Владе постављена као секундарни циљ. На тај начин закон јасно успоставља хијерархију циљева и настоји да спречи да краткорочни политички интереси, као што су стимулисање привредног раста или финансирање јавне потрошње, угрозе дугорочну стабилност цена. Овакво решење у великој мери је усклађено са институционалним моделом Европске централне банке и Европског система централних банака, где је стабилност цена такође постављена као примарни циљ монетарне политике.

Истовремено, иако су основни циљеви одређени законом, Народна банка Пољске има значајан простор у њиховој практичној операционализацији. Савет за монетарну политику самостално утврђује средњорочни инфлациони циљ, који износи 2,5%, уз дозвољено одступање од ±1 процентног поена (Narodowy Bank Polski, 2024). То показује да централна банка има висок степен оперативне самосталности у тумачењу и спровођењу законски дефинисаног примарног циља, што додатно јача њену фактичку независност.

Анализа циљева Народне банке Пољске показује да је њена циљна независност ограничена законским оквиром, док је инструментална и оперативна независност релативно висока. Управо ова комбинација представља једно од основних обележја савременог европског концепта независности централних банака, у коме демократски легитимисане институције дефинишу крајње циљеве монетарне политике, док је централној банци обезбеђена самосталност у избору инструмената и стратегија за њихово остваривање.

Одредбе које се односе на ограничење кредитирања Владе представљају један од најважнијих елемената финансијске независности Народне банке Пољске. Према члану 49 Закона о Народној банци Пољске, НБП може бити поверено сервисирање зајма централне власти који је прибављен емисијом хартија од вредности (Act on Narodowy Bank Polski, 1997, art. 49). Ова одредба значи да централна банка може имати техничку и оперативну улогу у сервисирању јавног дуга, али не значи да она сме непосредно да финансира државу или да покрива буџетски дефицит.

Кључна забрана директног финансирања Владе налази се у Уставу Републике Пољске. Према члану 220 став 2 Устава, буџет не може предвидети покривање буџетског дефицита путем задуживања код централне банке државе (Constitution of the Republic of Poland, 1997, art. 220.2). Ова одредба има посебан значај за финансијску независност НБП јер спречава да централна банка буде коришћена као извор финансирања јавне потрошње. На тај начин се јасно раздвајају монетарна и фискална политика: Влада води фискалну политику, али не може свој дефицит директно финансирати код централне банке.

Са аспекта Цукермановог индекса независности, забрана кредитирања државе представља један од најважнијих показатеља финансијске независности централне банке. Централна банка која може директно да кредитира Владу изложена је ризику да монетарна политика буде подређена краткорочним фискалним потребама, што може довести до раста инфлације и губитка кредибилитета. Управо због тога Cukierman, Webb и Neyapti третирају ограничења кредитирања јавног сектора као најважанији елемент правне независности централне банке (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Поред унутрашњег правног оквира, за Пољску је важан и правни оквир Европске уније. Према члану 123 Уговора о функционисању Европске уније, забрањено је Европској централној банци и националним централним банкама да одобравају прекорачења по рачуну или друге облике кредитирања институцијама ЕУ, централним владама, регионалним, локалним и другим јавним органима, као и да директно купују њихове дужничке инструменте на примарном тржишту (Treaty on the Functioning of the European Union, 2012, art. 123). Ово је посебно важно јер је Пољска чланица ЕУ, иако још није увела евро, па се њен правни оквир анализира и кроз критеријуме правне конвергенције. У том смислу, забрана монетарног финансирања има двоструку улогу. Прво, она штити ценовну стабилност, јер спречава да се јавна потрошња финансира емисијом новца. Друго, она јача институционалну независност НБП, јер ограничава могућност Владе да врши притисак на централну банку ради финансирања буџетских потреба. У литератури о независности НБП истиче се да је уставна забрана директног финансирања буџетског дефицита променила однос између Владе, министра финансија и централне банке, јер је раније постојао већи простор за притиске на НБП да финансира дефицит (Myślak, 2013).

Са аспекта фактичке независности, овај сегмент је сложенији. Формално посматрано, директно финансирање Владе је забрањено. Међутим, у кризним периодима централне банке могу користити нестандардне инструменте, као што су куповина државних хартија од вредности на секундарном тржишту, програми ликвидносне подршке и мере стабилизације финансијског тржишта. Такве мере нису нужно исто што и директно финансирање буџета, али могу отворити питање границе између монетарне и фискалне политике. Управо ово показује да се фактичка независност не може процењивати само на основу законске забране директног финансирања, већ и на основу начина на који централна банка користи инструменте у кризним околностима (Sznajderska, 2021). Због тога се у анализи независности НБП може закључити да је институционална независност у области финансирања Владе релативно снажно заштићена. Уставна забрана покривања буџетског дефицита задуживањем код НБП, као и правило ЕУ о забрани монетарног финансирања, представљају јасне правне баријере против директне фискалне доминације. Међутим, фактичка независност зависи од тога да ли се нестандардне мере

централне банке користе искључиво ради монетарне и финансијске стабилности или постају инструмент индиректне подршке фискалној политици.

Члан 49 Закона о НБП, стога, треба тумачити као одредбу која омогућава техничко сервисирање дуга централне власти, а не као овлашћење централне банке да финансира Владу. Право ограничење налази се у уставној забрани директног финансирања буџетског дефицита и у правилима ЕУ о забрани монетарног финансирања. Управо овај правни оквир показује висок степен институционалне независности НБП, док искуства кризних периода показују да фактичка независност остаје условљена практичним разграничењем монетарне и фискалне политике.

4.6. Утицај кризе на остваривање стварне независности централних банака земаља у развоју у односу на развијене земље

Анализа независности централних банака не може се ограничити само на формалноправни оквир, јер законски гарантована независност не мора увек значити и стварну способност централне банке да самостално делује у кризним условима. У литератури се зато прави разлика између *de jure* независности, која подразумева правни положај централне банке, начин именовања руководства, дужину мандата, забрану финансирања владе и самосталност у избору инструмената, и *de facto* независности, која означава стварну способност централне банке да у пракси доноси одлуке без политичког притиска, фискалне доминације или институционалног условљавања од стране владе (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992; Binder, 2018).

Посматрање независности централних банака из перспектива фактичке у односу на институционалну независност централних банака посебно је добило на значају након глобалне финансијске кризе из 2008. године. До кризе је доминантан модел независности централних банака био заснован на претпоставци да је довољно правно одвојити централну банку од извршне власти, дефинисати примарни циљ стабилности цена и обезбедити јој слободу у избору инструмената монетарне политике. Међутим, криза је показала да висока законска независност не значи увек и потпуну фактичку независност. Централне банке су у кризним условима морале да преузму ширу стабилизациону улогу, што је довело до интензивније координације са фискалном политиком, ширења биланса, програма куповине хартија од вредности, обезбеђивања ликвидности банкарском систему и јачања улоге зајмодавца у крајњој инстанци (Goodhart, 2010; ECB, 2020).

Управо у таквим околностима постаје видљиво да независност централне банке није статична категорија, већ зависи од односа између правних гаранција, економске структуре, финансијске стабилности и политичког окружења. Централна банка може имати висок степен *de jure* независности, али њена *de facto* независност може бити ограничена ако је држава високо задужена, ако постоји притисак да се одржавају ниске каматне стопе ради лакшег сервисирања јавног дуга, ако је банкарски систем нестабилан или ако је монетарни режим ограничен фиксним курсом, валутним одбором или евроизацијом. Због тога се након кризе све више говори о ризику фискалне доминације, односно о ситуацији у којој монетарна политика постаје подређена потреби да се подрже јавне финансије, уместо да примарно следи стабилност цена (IMF, 2014; IMF, 2024).

Ово питање има различиту тежину у развијеним земљама и земљама у развоју, односно транзиционим економијама. У развијеним економијама, као што су САД, еврозона, Уједињено Краљевство, Швајцарска и Јапан, централне банке — ФЕД, ЕЦБ, БоЕ, ШНБ и БоЈ — имале су значајан простор да примене нестандардне инструменте монетарне политике, јер су деловале у условима дубоких финансијских тржишта, високог институционалног кредибилитета и већег поверења у домаћу валуту. То не значи да њихова фактичка независност није била доведена у питање, али су оне имале већи капацитет да кризне мере представе као део мандата очувања монетарне и финансијске стабилности.

С друге стране, код централних банака земаља у развоју и транзиционих економија, као што су ХНБ, ЦБЦГ, ЦББиХ, ЧНБ и БНП, простор за самостално деловање био је ужи. Њихова фактичка независност није зависила само од закона, већ и од структурних ограничења: степена евроизације, режима девизног курса, зависности од прилива капитала, дубине домаћег финансијског тржишта, осетљивости банкарског сектора и односа са међународним финансијским институцијама. Управо због тога глобална финансијска криза није једнако утицала на све централне банке. Код развијених земаља она је пре свега проширила инструменте и функције централних банака, док је код земаља у развоју јасније показала границе њихове стварне независности.

Посебно је важно нагласити да криза није нужно довела до формалног слабљења независности централних банака. Напротив, правни оквири независности у већини земаља нису битно нарушени. Међутим, оно што се променило јесте практични контекст у коме централне банке делују. Истраживања Европске централне банке показују да се након глобалне финансијске кризе институционална независност централних банака није значајно смањила, али је код појединих великих економија дошло до слабљења фактичке независности услед политичких притисака, критика јавности и ширења улоге централних банака у кризном управљању (ECB, 2020).

Према томе, глобална финансијска криза је релативизовала класични концепт независности централних банака. У преткризном периоду независност се углавном посматрала као институционална заштита од политичког утицаја ради очувања стабилности цена. Након кризе, независност све више подразумева способност централне банке да очува кредибилитет и самосталност у условима када се од ње очекује да истовремено контролише инфлацију, стабилизује финансијски систем, подржи ликвидност, спречи системске ризике и делује у координацији са фискалним властима. Управо због тога анализа стварне независности централних банака мора да обухвати не само правне норме, већ и кризну праксу, монетарни режим, фискални контекст и степен институционалног кредибилитета.

На основу тога, у наставку анализе потребно је упоредити развијене централне банке — ФЕД, ЕЦБ, БоЕ, ШНБ и БоЈ — са централним банкама земаља у развоју и транзиционих економија — ХНБ, ЦБЦГ, ЦББиХ, ЧНБ и БНП. Та компарација омогућава да се покаже да формална независност може бити слично постављена у законским актима, али да стварна независност у кризним условима зависи од економске снаге државе, кредибилитета институција, монетарног режима и могућности централне банке да спроводи политику без непосредне фискалне или политичке доминације.

Пре глобалне финансијске кризе из 2008. године доминантан модел централног банкарства био је заснован на релативно јасно дефинисаном мандату централне банке. Основни циљ монетарне политике у већини развијених земаља био је очување стабилности цена, док је главни инструмент монетарне политике била референтна каматна стопа. Такав приступ био је заснован на уверењу да независна централна банка, усмерена пре свега на контролу инфлације, представља најбољи механизам за обезбеђивање макроекономске стабилности (Mishkin, 2007).

У том периоду доминирала је концепција тзв. „новог консензуса“ у монетарној политици, према којој је довољно да централна банка одржава ниску и стабилну инфлацију, док ће финансијска тржишта сама обезбедити ефикасну алокацију капитала и стабилност финансијског система. Због тога је већина централних банака пре кризе била усмерена првенствено на управљање инфлационим очекивањима путем промене краткорочних каматних стопа, док је питање финансијске стабилности углавном било у другом плану (Goodhart, 2010). Међутим, глобална финансијска криза показала је ограниченост таквог приступа. Колапс финансијских институција, поремећаји на тржишту ликвидности и криза поверења у банкарски систем показали су да стабилност цена сама по себи није довољна да обезбеди укупну макроекономску и финансијску стабилност. Управо због тога централне банке су током кризе постепено проширile свој мандат и преузеле знатно ширу стабилизациону улогу.

Једна од најзначајнијих промена односила се на јачање значаја финансијске стабилности као циља централног банкарства. Иако је стабилност цена формално остала примарни циљ већине централних банака, након кризе финансијска стабилност постаје готово једнако важан елемент монетарне политике. Централне банке више нису деловале само као институције које контролишу инфлацију, већ и као институције које обезбеђују ликвидност, стабилизују финансијска тржишта и спречавају системске кризе (BIS, 2009). Управо због тога дошло је до ширења инструмената монетарне политике. Пошто су референтне каматне стопе убрзо снижене на веома низак ниво, класична каматна политика више није била довољна. Централне банке су зато почеле да користе нестандардне мере монетарне политике, пре свега програме квантитативног попуштања (*quantitative easing – QE*), односно куповину државних и других хартија од вредности ради повећања ликвидности и снижавања дугорочних каматних стопа.

Федералне резерве САД представљају један од најзначајнијих примера трансформације улоге централне банке након глобалне финансијске кризе. Пре кризе, монетарна политика ФЕД-а била је заснована пре свега на управљању краткорочним каматним стопама ради очувања стабилности цена и одрживог економског раста. Међутим, колапс финансијских институција и криза ликвидности показали су да класични инструменти монетарне политике нису довољни у условима системске кризе. Због тога је ФЕД током кризе проширио своју улогу далеко изван традиционалног оквира централног банкарства.

Поред драматичног снижавања референтне каматне стопе, ФЕД је увео велики број ванредних програма ликвидносне подршке и започео масовну куповину државних и хипотекарних хартија од вредности. На тај начин биланс Федералних резерви је вишеструко повећан, а монетарна политика је прешла са класичне политике управљања

каматним стопама на директно управљање ликвидношћу и условима финансирања у читавој економији (Bernanke, 2009).

Ове мере представљале су један од најзначајнијих примера квантитативног попуштања (*quantitative easing – QE*). ФЕД је куповином државних обвезница и хартија обезбеђених хипотекама настојао да снизи дугорочне каматне стопе, подржи кредитну активност и стабилизује финансијска тржишта. Тиме је улога централне банке значајно проширена, јер се монетарна политика више није сводила само на контролу инфлације, већ и на директну стабилизацију финансијског система и подршку функционисању кредитног тржишта (Mishkin, 2011).

Криза је истовремено ојачала улогу ФЕД-а као зајмодавца у крајњој инстанци. Федералне резерве су током кризе обезбеђивале ликвидност не само комерцијалним банкама, већ и ширем финансијском систему, укључујући инвестиционе банке и друга финансијска тржишта. На тај начин ФЕД је постао централни стабилизатор читавог финансијског система, а не само институција која управља краткорочним каматним стопама (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2023).

Посебно значајна промена односи се на јачање макропруденцијалне функције централне банке. Глобална финансијска криза показала је да стабилност цена сама по себи није довољна за очување укупне економске стабилности, јер је могуће да у условима ниске инфлације истовремено настану финансијски балони и системски ризици. Због тога је ФЕД након кризе добио значајнију улогу у надзору системских ризика, стрес тестирању банака и праћењу стабилности финансијског система (IMF, 2013).

Међутим, управо ове мере отвориле су и питање стварне независности ФЕД-а. Иако је формално задржан висок степен институционалне независности, криза је довела до значајног приближавања монетарне и фискалне политике. Куповина државних обвезница и дугорочно одржавање ниских каматних стопа утицали су на финансирање јавног дуга и стабилност јавних финансија, што је покренуло расправе о ризику фискалне доминације и границама независности централне банке (Goodhart, 2010). Без обзира на то ФЕД је током кризе успео да задржи релативно висок степен фактичке независности, пре свега захваљујући снажном институционалном кредибилитету, глобалном значају америчког долара и дубини америчког финансијског тржишта. Управо због тога амерички пример показује да глобална финансијска криза није укинула независност централних банака, већ је променила њен садржај. Независност више није значила само заштиту од политичког утицаја у области контроле инфлације, већ и способност централне банке да у кризним условима самостално спроводи широк спектар стабилизационих мера ради очувања финансијске и макроекономске стабилности.

Сличан процес догодио се и у еврозони. Пре кризе, монетарна политика ЕЦБ била је пре свега усмерена на очување стабилности цена у складу са примарним мандатом дефинисаним Уговором о функционисању Европске уније. Главни инструмент монетарне политике биле су референтне каматне стопе, док се претпостављало да ће стабилност цена и ефикасно функционисање финансијских тржишта обезбедити и ширу макроекономску стабилност.

Међутим, глобална финансијска криза, а потом и дужничка криза еврозоне, показале су ограниченост таквог приступа. Поремећаји на финансијским тржиштима, раст приноса на државне обвезнице појединих чланица еврозоне и слабљење трансмисионог механизма монетарне политике довели су до потребе за знатно активнијом улогом ЕЦБ. Централна банка је зато почела да користи нестандардне мере монетарне политике, укључујући дугорочне операције рефинансирања (*LTRO*), програме куповине хартија од вредности и различите механизме обезбеђивања ликвидности банкарском сектору (ECB, 2015).

Посебно значајан тренутак представљала је дужничка криза еврозоне, када су поједине државе чланице, попут Грчке, Португала, Ирске, Италије и Шпаније, биле изложене снажном расту трошкова задуживања и нестабилности тржишта државних обвезница. У таквим условима ЕЦБ је постепено преузела улогу стабилизатора тржишта суверeног дуга, настојећи да очува јединствену монетарну политику и спречи фрагментацију финансијског система еврозоне. Програми као што су *Securities Markets Programme (SMP)* и касније *Outright Monetary Transactions (OMT)* омогућили су ECB да интервенише на тржишту државних обвезница ради смањења притисака на финансијска тржишта и очувања стабилности еврозоне (ECB, 2012). Ове мере представљале су значајан преокрет у улози ЕЦБ, јер се централна банка више није бавила искључиво контролом инфлације, већ и очувањем финансијске и институционалне стабилности саме монетарне уније. На тај начин криза је проширила функцију централне банке са класичног монетарног управљања на активну стабилизацију финансијског система и тржишта јавног дуга.

Истовремено, криза је довела до јачања улоге ЕЦБ као зајмодавца у крајњој инстанци. Европска централна банка је обезбеђивала ликвидност банкама кроз дугорочне кредитне операције и тиме спречавала ширење кризе ликвидности на читав банкарски систем еврозоне. То је посебно важно јер еврозона представља специфичан институционални оквир у коме монетарна политика постоји на наднационалном нивоу, док фискална политика остаје у надлежности држава чланица. Управо због тога криза је показала да је стабилност еврозоне у великој мери зависила од способности ЕЦБ да преузме улогу централног стабилизатора финансијског система (De Grauwe, 2011).

Поред монетарне функције, након кризе значајно је ојачала и макропруденцијална улога ЕЦБ. Оснивањем Банкарске уније и Јединственог надзорног механизма (*Single Supervisory Mechanism – SSM*), ЕЦБ је добила и директну супервизорску улогу над значајним банкама еврозоне. То представља једну од највећих институционалних промена у савременом европском централном банкарству, јер је централна банка поред монетарне политике добила и значајну улогу у очувању финансијске стабилности и надзору банкарског система (ECB, 2018). Поједини аутори указивали су да је ЕЦБ током кризе делимично преузела функције које имају и фискалну димензију, јер су њене мере непосредно утицале на трошкове задуживања држава чланица и одрживост јавног дуга (Goodhart, 2010).

Показало се да без активне улоге ЕЦБ опстанак еврозоне као монетарне уније не би био могућ. Због тога је криза релативизовала класичну поделу између монетарне и фискалне политике. Европска централна банка је формално задржала независност, али је

њена стварна улога постала далеко шира од традиционалног модела централног банкарства усмереног искључиво на контролу инфлације. Европска централна банка је током кризе постала не само институција за очување стабилности цена, већ и кључни носилац финансијске стабилности, стабилизатор тржишта државног дуга и један од централних стубова институционалне стабилности еврозоне. Управо због тога криза је показала да стварна независност централне банке не зависи само од правног оквира, већ и од улоге коју централна банка преузима у условима системске кризе. Пример ЕСВ показује да је глобална финансијска криза суштински променила улогу централних банака у савременим економијама.

Банка Енглеске (БоЕ) такође је након кризе увела програм квантитативног попуштања, јер су каматне стопе достигле доњу границу и више нису могле бити главни инструмент монетарног подстицаја. Глобална финансијска криза показала је ограниченост класичне каматне политике. Након што су каматне стопе снижене на веома низак ниво, кроз програм квантитативног попуштања Банка Енглеске настојала је да подржи кредитирање, стабилизује финансијска тржишта и подстакне економску активност у условима дубоке рецесије. Куповином државних обвезница централна банка је повећавала количину новца у финансијском систему, подстицала банке на кредитну активност и утицала на смањење трошкова задуживања у економији. На тај начин улога БоЕ је значајно проширена, јер монетарна политика више није била ограничена само на управљање краткорочним каматним стопама, већ и на директно деловање на финансијска тржишта и услове финансирања (Joyce et al., 2011).

Глобална финансијска криза истовремено је ојачала улогу Банке Енглеске као зајмодавца у крајњој инстанци. Криза ликвидности и нестабилност британског банкарског система показале су да централна банка мора имати активнију улогу у очувању финансијске стабилности. Због тога је Бое, поред спровођења монетарне политике, значајно проширила механизме ликвидносне подршке банкама и другим финансијским институцијама како би спречила ширење системског ризика (Bank of England, 2009). Након кризе дошло је и до институционалног јачања макропруденцијалне улоге Банке Енглеске. Оснивањем Одбора за финансијску политику (*Financial Policy Committee – FPC*) централна банка је добила значајнију улогу у праћењу системских ризика и очувању стабилности финансијског система (Bank of England, 2011).

Банка Енглеске је током кризе задржала висок степен институционалног кредибилитета и релативно висок ниво фактичке независности. Управо захваљујући снажном институционалном оквиру и поверењу финансијских тржишта, БоЕ је могла да користи нетрадиционалне мере без значајнијег губитка поверења у монетарну политику.

Швајцарска народна банка (ШНБ), чија је улога током глобалне финансијске кризе значајно проширена услед специфичности швајцарске економије и положаја швајцарског франка као „сигурне валуте“ (*safe haven currency*). Током кризе дошло је до наглог прилива капитала у Швајцарску, што је изазвало јачање франка и створило ризик за извозну конкурентност и ценовну стабилност. Због тога је ШНБ, поред стандардних мера монетарне политике, користила интервенције на девизном тржишту и нестандардне инструменте како би ограничила прекомерну апресијацију домаће валуте (Swiss National Bank, 2011).

Поред проблема јачања франка, ШНБ је током кризе морала да реагује и због нестабилности великих системски значајних банака, пре свега УБС-а. Централна банка је учествовала у стабилизацији финансијског система кроз мере обезбеђивања ликвидности и формирање посебног фонда за преузимање проблематичне активе УБС-а, што је представљало један од најзначајнијих примера директне интервенције централне банке у финансијску стабилизацију током кризе (SNB, 2009). Касније, током европске дужничке кризе, ШНБ је 2011. године увела минимални курс франка према евру како би спречила даље јачање домаће валуте и ризик од дефлације. Ова мера показује да је криза значајно проширила улогу централних банака, јер се монетарна политика више није заснивала само на управљању каматним стопама, већ и на директном управљању девизним курсом и финансијском стабилношћу (Jordan, 2016).

Иако је ШНБ формално задржала висок степен институционалне независности, кризне околности су показале да чак и централне банке развијених економија могу бити приморане на снажну координацију са државом и финансијским сектором. Управо због тога швајцарски пример показује да глобална финансијска криза није променила само инструменте монетарне политике, већ и саму природу централног банкарства, јер су централне банке све више постајале институције задужене за очување укупне финансијске стабилности, а не искључиво стабилности цена.

Банка Јапана представља специфичан пример међу савременим централним банкама јер је са применом нестандардних мера монетарне политике започела много пре глобалне финансијске кризе из 2008. године. Јапанска економија је још током деведесетих година XX века ушла у период дуготрајне стагнације, ниског привредног раста и дефлације након пуцања балона на тржишту некретнина и финансијске активе. Због тога је Банка Јапана била једна од првих централних банака која је исцрпела простор класичне каматне политике и прешла на примену квантитативног попуштања као инструмента монетарне стабилизације (Bank of Japan, 2017).

Основни проблем јапанске економије био је дуготрајни дефлациони притисак и слаба агрегатна тражња, због чега снижавање каматних стопа више није било довољно за подстицање економске активности. Банка Јапана је зато почела да повећава количину новца у финансијском систему кроз масовну куповину државних обвезница и других финансијских инструмената. На тај начин монетарна политика више није била заснована само на управљању краткорочним каматним стопама, већ и на директном ширењу биланса централне банке и утицају на дугорочне услове финансирања (Shirakawa, 2012). Због тога је јапанско искуство након 2008. године постало важан модел за друге развијене централне банке. Када су ФЕД, ЕЦБ и БоЕ током глобалне финансијске кризе такође дошле до доње границе каматних стопа, управо је јапански модел квантитативног попуштања послужио као један од примера како централна банка може наставити монетарну експанзију и у условима када је простор класичне каматне политике исцрпљен (Bernanke, 2000).

Након глобалне финансијске кризе Банка Јапана је наставила са масовном куповином државних обвезница, корпоративних хартија од вредности и других финансијских инструмената. Посебно током периода политике познате као „Абеномика“ (*Abenomics*), монетарна политика БоЈ постала је изразито експанзивна, уз снажно ширење биланса

централне банке и одржавање веома ниских, па чак и негативних каматних стопа (Bank of Japan, 2024).

Ове мере довеле су до значајног приближавања монетарне политике управљању јавним дугом. Пошто је јапански јавни дуг достигао веома висок ниво, Банка Јапана је постала један од највећих купаца државних обвезница, што је покренуло расправе о граници између независне монетарне политике и индиректне подршке финансирању државе. У литератури се управо јапански пример често наводи као један од најизраженијих случајева потенцијалне фискалне доминације, односно ситуације у којој монетарна политика постаје тесно повезана са одрживошћу јавног дуга (Goodhart, 2010). Истовремено, Банка Јапана је током кризних периода значајно ојачала и улогу зајмодавца у крајњој инстанци (*lender of last resort*), обезбеђујући ликвидност финансијском систему и стабилност тржишта капитала. Поред тога, све већи значај добила је и макропруденцијална политика, јер је дуготрајна експанзивна монетарна политика повећала ризике повезане са финансијском стабилношћу и зависношћу финансијског система од ниских каматних стопа (IMF, 2023).

Централне банке више нису биле само „чувари инфлације“, већ институције од којих се очекивало да активно учествују у стабилизацији читаве економије. Управо због тога глобална финансијска криза представља прекретницу у развоју савременог централног банкарства. Глобална финансијска криза показала је ограниченост дотадашњег приступа према коме је очување ниске и стабилне инфлације сматрано довољним условом укупне макроекономске стабилности. Искуства кризе указала су да централне банке, поред контроле инфлације, морају имати и активнију улогу у очувању стабилности финансијског система и спречавању системских ризика. Истовремено, постало је јасно да се стварна независност централне банке не одређује искључиво законским гаранцијама, већ и економским условима, фискалном позицијом државе, степеном развијености финансијског система и улогом коју централна банка преузима у управљању кризним процесима.

Иако су развијене централне банке у развијеним земљама формално задржале независност, криза је показала да је дошло до постепеног приближавања монетарне и фискалне политике. Масовне куповине државних обвезница довеле су до све чешћих расправа о проблему „фискалне доминације“, односно ситуације у којој потребе јавног дуга и фискалне стабилности почињу да утичу на одлуке централне банке (Blinder, 2010). На тај начин, криза је показала да чак и у развијеним институционалним системима независност централне банке није апсолутна, већ да у условима системске нестабилности долази до јаче координације са државом и фискалним властима.

С друге стране, последице кризе биле су знатно израженије у земљама у развоју и транзицији. Централне банке ових земаља, укључујући Хрватску народну банку пре увођења евра, Народну банку Пољске, Централну банку Црне Горе, Централну банку Босне и Херцеговине, Чешку народну банку и Народну банку Србије, функционисале су у условима мањег институционалног кредибилитета, веће зависности од страних капиталних токова и израженије осетљивости девизног курса. За разлику од развијених економија, ове земље нису располагале резервним валутама нити дубоким и ликвидним финансијским тржиштима, што је значајно ограничавало простор за примену агресивних нестандардних мера монетарне политике. Из тог разлога, у наставку анализе потребно је

упоредити централне банке развијених земаља— ФЕД, ЕЦБ, БоЕ, ШНБ и БоЈ — са централним банкама земаља у развоју и транзиционих економија — ХНБ, ЦБЦГ, ЦББиХ, ЧНБ и БНП. Та компарација омогућава да се покаже да формална независност може бити слично постављена у законским актима, али да стварна независност у кризним условима зависи од економске снаге државе, кредибилитета институција, монетарног режима и могућности централне банке да спроводи политику без непосредне фискалне или политичке доминације:

Табела 4.6: Компаративни приказ положаја и стварне независности централних банака у развијеним земљама и земљама у развоју

Карактеристика	*Развијене земље*	*Земље у развоју*
QE	Широко коришћен	Ограничен
Кредибилитет	Висок	Нижи
Политички притисци	Мањи	Већи
Фискална доминација	Умерена	Израженија
Простор за независност	Већи	Ужи
Зависност од курса	Мања	Већа

Извор: Систематизовао аутор на основу анализе релевантне литературе и извештаја централних банака: Bernanke (2012), Blinder (2010), ECB (2021), IMF (2015), Bank of Japan (2023).

Криза је у земљама у развоју довела до наглог одлива капитала, слабљења националних валута и раста ризика финансијске нестабилности, због чега су централне банке биле приморане да већи део својих активности усмере на очување стабилности девизног курса и банкарског система (IMF, 2015). У многим случајевима, независност централних банака била је ограничена потребом за координацијом са владом, посебно у условима раста јавног дуга и буџетских дефицита. То је било нарочито изражено у економијама са високом евроизацијом или фиксним девизним курсом, као што су Босна и Херцеговина и Црна Гора, где је простор за самосталну монетарну политику и иначе био значајно сужен.

Поред тога, централне банке земаља у развоју биле су изложеније политичким притисцима, јер су владе у условима кризе често настојале да обезбеде јефтиније финансирање јавне потрошње, подстицање привредног раста и стабилизацију банкарског сектора. У таквим околностима, формална независност централне банке није увек значила и стварну независност у спровођењу монетарне политике. Како истиче Eichengreen (2015), земље у развоју имају значајно ужи простор за вођење независне монетарне политике услед високе осетљивости на кретања глобалног капитала и промене монетарне политике великих централних банака.

Криза је такође показала да су централне банке у земљама у развоју чешће биле приморане на директну или индиректну координацију са фискалним властима, док су истовремено имале мање могућности да користе квантитативно попуштање без ризика

од инфлације, девалвације валуте или губитка поверења инвеститора. Због тога је питање стварне независности централних банака у овим економијама постало тесно повезано са општим нивоом институционалног развоја, стабилношћу јавних финансија и спољном позицијом државе.

Иако су развијене земље захваљујући већем кредибилитету и снажнијим институцијама имале већи простор за примену нестандардних мера без непосредног угрожавања стабилности, чак је и код њих дошло до приближавања монетарне и фискалне политике. Са друге стране, у земљама у развоју и транзицији криза је јасније показала ограничења стварне независности централних банака, јер су оне биле изложеније политичким притисцима, зависности од девизног курса и глобалних капиталних токова, као и потреби за координацијом са владом у циљу очувања макроекономске и финансијске стабилности.

ПЕТО ПОГЛАВЉЕ

ИНСТИТУЦИОНАЛНА И ФАКТИЧКА НЕЗАВИСНОСТ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ

Народна банка Србије представља кључну институцију монетарног и финансијског система Републике Србије, чија је улога од посебног значаја за очување ценовне и финансијске стабилности, као и за јачање поверења у домаћи финансијски систем. Развој њеног институционалног оквира тесно је повезан са процесима економске транзиције, макроекономске стабилизације и постепеног усклађивања домаћег законодавства са стандардима Европске уније и Европског система централних банака.

Полазећи од теоријских основа и компаративних искустава анализираних у претходним поглављима, у овом делу рада посебна пажња посвећена је сагледавању институционалне и фактичке независности Народне банке Србије. Анализа обухвата правни и организациони оквир функционисања Народне банке Србије, елементе њене независности, као и начин на који су у пракси остварени законски дефинисани циљеви и надлежности. Посебно се разматра положај Народне банке Србије у процесу креирања и спровођења монетарне политике, управљања девизним курсом, очувања финансијске стабилности и вршења супервизије над финансијским институцијама.

У оквиру поглавља анализирају се и квантитативно-квалитативни индикатори независности Народне банке Србије, са циљем утврђивања у којој мери постоји подударност између нормативно утврђеног положаја централне банке и њеног стварног деловања у савременим економским условима. При томе се независност посматра као сложена институционална категорија која обухвата више међусобно повезаних димензија – институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност.

Посебан осврт дат је на период глобалне финансијске кризе из 2008. године и кризе изазване пандемијом COVID-19, током којих је Народна банка Србије, као и већина савремених централних банака, била суочена са потребом примене мера усмерених на очување ликвидности финансијског система, стабилности девизног курса и подршке привредној активности. Анализирају се ефекти ових мера на степен фактичке независности централне банке, као и изазови који произилазе из све израженије повезаности монетарне политике, финансијске стабилности и ширих развојних циљева економске политике.

Завршни део поглавља посвећен је разматрању концепта динамичке независности Народне банке Србије у условима финансијске глобализације. Полази се од становишта да независност централне банке није статична категорија дефинисана искључиво законским решењима, већ процес који се прилагођава променама у међународном финансијском окружењу, растућој интеграцији тржишта капитала, технолошким променама и све комплекснијим захтевима монетарне и макропруденцијалне политике. На основу добијених резултата формулишу се препоруке усмерене ка даљем јачању институционалног оквира Народне банке Србије и унапређењу механизама који доприносе очувању њене независности и кредибилитета у дугом року.

5. 1. Институционална независност Народне банке Србије

Савремени концепт независности централне банке заснива се на претпоставци да монетарна политика даје најбоље резултате када је заштићена од краткорочних политичких интереса и притисака. У том смислу, независност централне банке не представља циљ сама по себи, већ институционални механизам чији је основни задатак очување ценовне стабилности и обезбеђивање поверења јавности у монетарну политику (Mishkin, 2004; Cukierman, 2007).

Положај Народне банке Србије уређен је Уставом Републике Србије и Законом о Народној банци Србије. Према члану 95 Устава Републике Србије, Народна банка Србије је самостална и независна у вршењу својих функција, а за свој рад одговара Народној скупштини Републике Србије. Истовремено, Закон о Народној банци Србије прописује да је НБС самостална и независна у обављању послова утврђених законом и да ниједан државни орган, организација или друго лице не може угрозити њену самосталност и независност у вршењу надлежности (Закон о НБС, чл. 2).

Овакво законско решење у великој мери је засновано на стандардима развијеним у оквиру Европске уније и Европског система централних банака. Према члану 130 Уговора о функционисању Европске уније, ни Европска централна банка ни националне централне банке не смеју тражити нити примати инструкције од институција Европске уније, влада држава чланица или било ког другог тела. Истовремено, институције ЕУ и државе чланице обавезне су да поштују овај принцип и да не покушавају да утичу на носиоце одлучивања у централним банкама (European Union, 2012).

Иако Република Србија још увек није чланица Европске уније, процес приступања подразумева постепено усклађивање домаћег законодавства са правним тековинама ЕУ. У области економске и монетарне политике то подразумева додатно јачање институционалне, функционалне, персоналне и финансијске независности Народне банке Србије, као и потпуно усклађивање са правилима Европског система централних банака и Европске централне банке (European Commission, 2025).

Институционална независност односи се на степен у којем је централна банка заштићена од утицаја законодавне и извршне власти приликом доношења одлука из области монетарне политике. У литератури се овај облик независности најчешће дефинише као одсуство могућности да влада поништава, мења или суспендује одлуке централне банке, уз постојање ограничених обавеза извештавања и консултација које не угрожавају самосталност одлучивања (Cukierman, 1992; Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Eijffinger & de Haan, 1996). Овај приступ представља један од најзначајнијих елемената законске независности централне банке.

У случају Народне банке Србије, институционална независност обезбеђена је кроз законску забрану примања инструкција од органа извршне власти, као и кроз самостално доношење одлука из области монетарне политике. Извршни одбор НБС самостално доноси одлуке о коришћењу инструмената монетарне политике, укључујући утврђивање референтне каматне стопе и примену операција на отвореном тржишту. На тај начин обезбеђује се да краткорочни политички интереси не угрозе остваривање примарног циља централне банке – стабилности цена.

Међутим, институционална независност не подразумева потпуно одсуство сарадње са другим носиоцима економске политике. Народна банка Србије и Влада Републике Србије заједнички утврђују циљану стопу инфлације у оквиру режима циљања инфлације, што представља специфичност која показује да постоји одређени степен координације монетарне и економске политике. Међутим, након утврђивања циља, избор инструмената и начин његовог остваривања налазе се искључиво у надлежности Народне банке Србије.

Посматрано из угла теорије независности централних банака, НБС има висок степен инструменталне независности, док је независност у погледу дефинисања крајњих циљева делимично ограничена законским и институционалним оквиром. Ово је у складу са савременом праксом већине централних банака, код којих држава најчешће одређује општи циљ монетарне политике, док је централна банка самостална у избору инструмената његовог остваривања.

Посебно важан аспект институционалне независности представља забрана монетарног финансирања јавног сектора. Закон о Народној банци Србије забрањује одобравање кредита држави и директно финансирање буџетског дефицита, што је у складу са решењима садржаним у члану 123 Уговора о функционисању Европске уније (European Union, 2012). На тај начин се спречава могућност да монетарна политика буде подређена краткорочним фискалним потребама државе, што је један од основних предуслова дугорочне ценовне стабилности. С друге стране, бројни аутори указују да се стварна независност централне банке не може процењивати искључиво на основу законских решења. Поред формалних одредби, значајну улогу имају режим девизног курса, степен развијености финансијског тржишта, фискална позиција државе и укупни институционални капацитет земље (Cukierman, 2007). У том смислу, институционална независност Народне банке Србије треба да се посматра не само кроз законска овлашћења већ и кроз способност банке да у пракси води монетарну политику усмерену ка очувању ценовне и финансијске стабилности.

Релевантна литература указује да је висок степен независности централне банке повезан са нижом и стабилнијом инфлацијом, нарочито у развијеним економијама (Alesina & Summers, 1993; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). За земље у транзицији, каква је Србија, независност централне банке има додатни значај јер доприноси изградњи кредибилитета монетарне политике, јачању поверења инвеститора и очувању макроекономске стабилности током процеса институционалних и економских реформи. У том контексту, јачање независности Народне банке Србије представља не само елемент модернизације монетарног система већ и важан сегмент процеса приступања Европској унији.

5.2. Елементи независности Народне банке Србије

Независност централне банке представља сложен институционални концепт који се не може посматрати искључиво кроз законско проглашавање самосталности централне банке. Као што је приказано у претходном поглављу, правни и институционални оквир Народне банке Србије обезбеђује висок степен аутономије у спровођењу монетарне

политике. Међутим, стварни ниво независности централне банке зависи од више међусобно повезаних елемената који заједно одређују њен положај у институционалном систему државе.

У савременој литератури независност централне банке најчешће се посматра кроз четири основне компоненте: институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност, као и систем одговорности и транспарентности централне банке (Cukierman, 1992; Eijffinger & De Haan, 1996; European Central Bank, 2011). Док институционална независност обезбеђује заштиту од непосредног политичког утицаја приликом доношења одлука, функционална независност подразумева самосталност централне банке у спровођењу монетарне политике, односно право да самостално одлучује о инструментима и мерама неопходним за остваривање законом утврђених циљева. Персонална независност односи се на положај, именовање и заштиту носилаца функција у централној банци, финансијска независност на способност самосталног располагања финансијским ресурсима и заштиту од фискалних притисака, док одговорност и транспарентност представљају механизме којима се обезбеђују демократска контрола, јавни надзор и легитимитет деловања централне банке. Полазећи од наведеног теоријског оквира, у наставку ће бити анализирани кључни елементи независности Народне банке Србије.

Функционална независност Народне банке Србије огледа се у њеној способности да самостално дефинише и спроводи мере монетарне политике ради остваривања законом утврђених циљева. За разлику од институционалне независности, која се пре свега односи на заштиту од политичког утицаја, функционална независност подразумева право централне банке да самостално одлучује о инструментима и начину спровођења монетарне политике у оквиру законом утврђеног мандата.

Полазну основу функционалне независности Народне банке Србије представља јасно дефинисан примарни циљ. Према Закону о Народној банци Србије, основни циљ НБС је постизање и одржавање стабилности цена. Истовремено, не доводећи у питање остваривање овог циља, Народна банка Србије доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система (Закон о НБС, 2010). Оваква хијерархија циљева у великој мери одговара решењима која постоје у Европском систему централних банака, где је стабилност цена дефинисана као примарни циљ монетарне политике, док се подршка општој економској политици пружа само уколико није угрожено остваривање основног циља (European Union, 2012).

Савремена економска теорија полази од становишта да централна банка највећи допринос економском расту и стабилности може да пружи управо обезбеђивањем стабилног ценовног окружења. Стабилност цена омогућава предвидивост економских токова, смањује неизвесност приликом доношења инвестиционих и потрошачких одлука и доприноси ефикаснијој алокацији ресурса у економији. Истовремено, ниска и стабилна инфлација доприноси очувању куповне моћи становништва и ствара повољније услове за дугорочни привредни раст (ECB, 2021).

У циљу остваривања стабилности цена, Народна банка Србије примењује режим циљања инфлације, који представља доминантан монетарни оквир савремених централних банака. У оквиру овог режима НБС и Влада Републике Србије заједнички утврђују

циљану стопу инфлације, док Народна банка Србије самостално одлучује о избору и примени инструмената неопходних за њено остваривање (Закон о НБС, 2010). Управо ова подела надлежности представља једно од кључних обележја функционалне независности, јер обезбеђује да централна банка располаже пуним инструменталним капацитетом за спровођење монетарне политике.

Функционална независност НБС посебно је видљива у области избора монетарних инструмената. Извршни одбор Народне банке Србије самостално доноси одлуке о висини референтне каматне стопе, операцијама на отвореном тржишту, обавезној резерви банака и другим инструментима монетарне политике (Закон о НБС, 2010). На тај начин се обезбеђује да одлуке буду засноване на економским и монетарним показатељима, а не на краткорочним политичким интересима.

Значај функционалне независности посебно долази до изражаја у условима економских и финансијских поремећаја. Истраживања показују да су независне централне банке у већој мери способне да спроводе мере усмерене ка очувању стабилности цена и инфлационих очекивања чак и онда када такве мере могу краткорочно успорити привредну активност (Mishkin, 2004; Cukierman, 2007). Управо због тога се у литератури наглашава да је стабилност цена најзначајнији допринос који монетарна политика може пружити дугорочном економском развоју. Са друге стране, функционална независност не подразумева потпуну изолованост централне банке од осталих носилаца економске политике. Напротив, искуства већине развијених земаља показују да се најбољи резултати постижу када постоји координација монетарне и фискалне политике, али уз јасно очување самосталности централне банке у избору инструмената и спровођењу својих надлежности. Таква сарадња је нарочито важна у условима кризе, када је неопходно истовремено деловање монетарних и фискалних власти ради очувања макроекономске и финансијске стабилности.

У контексту приступања Европској унији, функционална независност Народне банке Србије има посебан значај. Према члану 127 Уговора о функционисању Европске уније, основни циљ Европског система централних банака јесте одржавање стабилности цена, док се подршка економској политици Уније пружа само у мери у којој не угрожава остваривање овог циља (European Union, 2012). С обзиром да су исти принципи већ уграђени у законски оквир Народне банке Србије, може се закључити да је функционална независност НБС у великој мери усклађена са стандардима Европске уније и Европског система централних банака. Сходно наведеном, Народна банка Србије располаже високим степеном функционалне независности. Јасно дефинисан примарни циљ, самосталност у избору инструмената монетарне политике и законска заштита од непосредних политичких утицаја омогућавају НБС да спроводи монетарну политику усмерену ка очувању ценовне и финансијске стабилности. Истовремено, сарадња са Владом у области економске политике обезбеђује неопходну координацију институција без угрожавања самосталности централне банке.

Финансијска независност представља један од основних предуслова стварне независности централне банке, јер обезбеђује могућност да централна банка своје законом утврђене циљеве остварује без ослањања на финансијску подршку извршне власти. Иако

се независност централне банке најчешће посматра кроз институционалну и функционалну димензију, бројни аутори указују да централна банка не може бити у потпуности независна уколико је финансијски зависна од државе или изложена ризику да њене одлуке буду условљене потребом за буџетском подршком (Cukierman, 2010).

Финансијска независност Народне банке Србије заснива се на законском решењу према коме НБС располаже сопственом имовином, самостално управља својим финансијским средствима и покрива трошкове пословања из сопствених прихода. На тај начин обезбеђује се да обављање основних функција централне банке не зависи од одлука државног буџета, што представља један од кључних механизама заштите од политичких притисака (Закон о Народној банци Србије, чл. 77, 78 и 80).

Посебан значај за очување финансијске независности има забрана монетарног финансирања јавног сектора. Закон о Народној банци Србије којим се забрањује директно монетарно финансирање јавног сектора. Ово решење у потпуности је у складу са чланом 123 Уговора о функционисању Европске уније, којим се Европској централној банци и националним централним банкама забрањује директно финансирање јавног сектора. У литератури се управо ова ограничења сматрају једним од најважнијих показатеља финансијске независности централне банке, јер спречавају подређивање монетарне политике краткорочним фискалним потребама државе (Закон о Народној банци Србији, чл. 62; European Union, 2012; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Са становишта савременог централног банкарства, финансијска независност не подразумева искључиво забрану кредитирања државе, већ и способност централне банке да одржава адекватан ниво капитала и финансијске снаге. Банка која располаже довољним финансијским ресурсима у могућности је да своје одлуке доноси искључиво у складу са циљевима монетарне и финансијске стабилности, док би финансијска зависност од државе могла довести до директних или индиректних притисака на вођење монетарне политике (Cukierman, 2010).

Искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године показала су да се питање финансијске независности централних банака не може посматрати искључиво кроз традиционалне законске одредбе. Централне банке водећих светских економија, укључујући Федералне резерве Сједињених Америчких Држава, Европску централну банку и Банку Енглеске, биле су приморане да примењују нестандардне мере монетарне политике, пре свега програме куповине финансијске активе и обезбеђивања додатне ликвидности финансијском сектору. Ове мере довеле су до значајног повећања биланса стања централних банака и покренуле расправу о границама између монетарне и фискалне политике. Истовремено, показало се да формална независност централне банке не искључује потребу за сарадњом са државним органима у условима системске кризе (Woodford, 2005; Stella & Lönnberg, 2008).

Иако Народна банка Србије није примењивала програме квантитативног попуштања у обиму карактеристичном за водеће централне банке света, искуства кризних периода показала су значај очувања адекватне капиталне позиције и финансијске снаге централне банке. Управо способност централне банке да интервенише у циљу очувања ликвидности финансијског система и стабилности финансијског тржишта представља један од

практичних показатеља њене финансијске независности и способности да остварује функцију очувања финансијске стабилности (Stella & Lönnberg, 2008; Народна банка Србије, 2024).

У контексту приступања Европској унији, финансијска независност Народне банке Србије добија додатни значај. Европска централна банка у својим конвергенционим извештајима наглашава да независност националних централних банака подразумева не само институционалну заштиту од политичких утицаја, већ и обезбеђивање довољних финансијских ресурса за несметано извршавање законом поверених функција. То подразумева адекватну капитализацију централне банке, самосталност у управљању сопственим приходима и расходима и јасно дефинисане механизме поступања у случају евентуалних губитака (European Central Bank, 2024; European Central Bank, 2022).

Народна банка Србије располаже релативно високим степеном финансијске независности. Законска забрана монетарног финансирања државе, самостално управљање финансијским ресурсима и постојање сопствених извора прихода представљају значајне механизме заштите од политичких и фискалних притисака. Истовремено, искуства савремених криза показују да финансијска независност није апсолутна категорија, већ динамичан концепт који подразумева способност централне банке да у ванредним околностима сарађује са другим носиоцима економске политике, без угрожавања свог примарног циља – очувања ценовне и финансијске стабилности.

Персонална независност представља једну од најзначајнијих компоненти укупне независности централне банке јер непосредно утиче на способност руководства централне банке да спроводи монетарну политику без политичких притисака. Иако законски оквир представља полазну основу независности централне банке, бројна истраживања показују да стварна независност често одступа од формално утврђене. У том смислу, код земаља у развоју и транзиционих економија персонална независност се често показује као поузданији показатељ стварне независности централне банке од самих законских решења (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

У литератури се персонална независност најчешће повезује са поступком именовања гувернера, дужином трајања његовог мандата, условима за разрешење и степеном политичке осетљивости руководства централне банке. Полази се од претпоставке да дужи мандат и ограничени разлози за разрешење доприносе већој независности централне банке, јер руководству омогућавају да води дугорочну монетарну политику усмерену ка очувању стабилности цена, независно од изборних циклуса и краткорочних политичких интереса (Cukierman, 1992).

Персонална независност Народне банке Србије уређена је Законом о Народној банци Србије, којим је прописано да гувернера бира Народна скупштина на период од шест година, уз могућност поновног избора (НБС, 2010). Са становишта стандарда Европског система централних банака, овакво решење је у складу са чланом 14.2 Статута ЕСЦБ и ЕЦБ, којим је прописано да мандат гувернера националних централних банака не може бити краћи од пет година. Истим одредбама предвиђено је да гувернер може бити разрешен само уколико више не испуњава услове неопходне за обављање функције или уколико је учинио тежак прекршај у вршењу својих дужности. Циљ

оваквих решења јесте да се руководиоци централних банака заштите од произвољног разрешења од стране органа који учествују у њиховом избору (European Union, Protocol No. 4; Smaghi, 2007).

Поред формалних законских решења, значајан показатељ персоналне независности представља и стопа промене гувернера. Према истраживању које су спровели Cukierman, Webb и Neyapti (1992), у развијеним земљама законска независност представља релевантнији показатељ стварне независности централне банке, док је у земљама у развоју и економијама у транзицији снажније изражена веза између независности и учесталости промена на месту гувернера. Разлог томе лежи у чињеници да формална законска решења у овим земљама често не одражавају у потпуности стварне односе између централне банке и политичких власти.

Посматрано из перспективе Србије, овај аспект има посебан значај. Током периода од 2000. до 2005. године на челу Народне банке Србије сменила су се четири гувернера, иако је наведени период био краћи од законом предвиђеног мандата једног гувернера (Фабрис, 2006). Таква динамика промена указује да је у појединим фазама транзиције постојало значајно одступање између формално утврђене и стварне независности централне банке. Истовремено, потврђује став да се персонална независност не може оцењивати искључиво на основу законских одредби, већ и на основу њихове практичне примене.

Значај персоналне независности посебно долази до изражаја у контексту остваривања ценовне стабилности. Према налазима Cukiermana, Webba и Neyaptija (1992), стварна просечна дужина мандата гувернера у већини земаља краћа је од законски предвиђене, што је повезано са нижим степеном независности и већом инфлацијом. Аутори закључују да је у пракси „дух закона“ често важнији од самог текста закона, јер стварна независност зависи од институционалне културе, политичке праксе и степена поштовања законских решења.

У случају Народне банке Србије може се закључити да постојећи законски оквир обезбеђује релативно висок степен персоналне независности, пре свега захваљујући шестогодишњем мандату гувернера и ограниченим условима за разрешење. Истовремено, искуства из периода институционалне трансформације показују да је за потпуно остваривање персоналне независности подједнако важна доследна примена законских решења и поштовање принципа независности у пракси. Управо због тога персонална независност Народне банке Србије треба да се посматра не само као правна категорија, већ и као један од кључних елемената стварне независности централне банке и њене способности да дугорочно обезбеђује ценовну и финансијску стабилност.

Додатну потврду значаја персоналне независности пружа анализа стабилности руководства централне банке и њеног односа са ценовном стабилношћу. У литератури се стопа промене гувернера (Turnover Rate – TOR) често користи као показатељ фактичке независности централне банке, посебно у земљама у развоју, где формална законска решења не морају увек у потпуности одражавати стварни степен независности институције (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). У периоду од 2003. до 2024. године на челу Народне банке Србије налазило се пет гувернера, што даје стопу промене гувернера од

0,24. У истом периоду Европска централна банка имала је знатно нижи степен промена у руководству, при чему је вредност овог показатеља износила 0,15. Истовремено, просечна стопа инфлације у Србији износила је 8,12%, док је у еврозони износила 2,28%. Израчунавање TOR за НБС и ЕЦБ и просечна инфлација за Србију и Еврозону за посматрани период приказано је у следећој табели:

Табела 5.1: Стопа промене гувернера (TOR) и просечна стопа инфлације – компаративни приказ Народне банке Србије и Европске централне банке

Централна банка	*Период*	*Број гувернера*	*TOR*	*Просечна инфлација (%)*
НБС	2003–2024	5	0,24	8,12
ЕЦБ	1998–2024	4	0,15	2,28

Извор**:** Систематизовао аутор према: European Central Bank (2021); International Monetary Fund (2024); Народна банка Србије (2025)

Иако се овакво поређење не може тумачити као доказ директне узрочно-последичне везе, оно је у складу са налазима бројних истраживања која указују да већа стабилност руководства централне банке доприноси већем кредибилитету монетарне политике и стабилнијим инфлационим очекивањима. Посебно у земљама у развоју, где је одступање између законске и стварне независности често израженије него у развијеним економијама, континуитет у вршењу функције гувернера представља један од важних показатеља институционалне зрелости централне банке (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). Посматрано у том контексту, Народна банка Србије је током последње деценије остварила значајан напредак у погледу стабилности руководства и јачања персоналне независности. То је допринело јачању кредибилитета монетарне политике, успешнијем управљању инфлационим очекивањима и постепеном приближавању институционалним стандардима који карактеришу централне банке развијених европских економија.

Независност централне банке подразумева и одговарајући степен одговорности према јавности и институцијама државе. Савремени концепт централног банкарства заснива се на принципу да већи степен независности мора бити праћен већим степеном транспарентности и јавне одговорности. Управо због значајног утицаја монетарне политике на инфлацију, финансијску стабилност, економски раст и животни стандард становништва, централна банка има обавезу да јавности благовремено објасни циљеве, одлуке и резултате свог деловања (Lefort, 2009).

Одговорност Народне банке Србије произилази из њеног уставног и законског положаја. Иако је НБС независна у обављању својих функција, она је истовремено одговорна Народној скупштини Републике Србије којој подноси законом прописане извештаје о свом раду, монетарној политици и стању финансијског система (Закон о Народној банци Србије, чл. 71 и 86). На овај начин успоставља се равнотежа између самосталности у доношењу одлука и демократске контроле њиховог спровођења.

У савременим условима транспарентност се више не посматра искључиво као формална обавеза објављивања података, већ као важан инструмент ефикасности монетарне

политике. Централна банка настоји да својим комуникационим активностима обликује инфлациона очекивања и повећа предвидивост будућих потеза монетарне политике. Управо због тога су централне банке широм света током последњих деценија значајно повећале степен отворености према јавности, објављујући економске прогнозе, извештаје о монетарној политици и образложења донетих одлука (Dincer & Eichengreen, 2007; Dincer & Eichengreen, 2014).

Народна банка Србије је током последњих година значајно развила систем комуникације са јавношћу. Поред редовних саопштења након седница Извршног одбора, НБС објављује Извештај о инфлацији, Полугодишњи извештај о монетарној политици, Извештај о финансијској стабилности, статистичке публикације и друге аналитичке документе који омогућавају јавности да прати економска кретања и разуме разлоге за доношење појединих мера монетарне политике (NBS, 2025). Оваква пракса у великој мери је усклађена са савременим стандардима Европске централне банке и других водећих централних банака.

Посебан значај транспарентности огледа се у чињеници да она доприноси изградњи кредибилитета централне банке. Поверење јавности у способност централне банке да оствари и одржи стабилност цена представља један од најважнијих предуслова успешног спровођења монетарне политике. У условима режима циљања инфлације, који примењује Народна банка Србије, очекивања привреде, финансијског сектора и становништва имају значајан утицај на ефикасност монетарне политике. Због тога је благовремена и јасна комуникација са јавношћу постала једнако важна као и примена традиционалних инструмената монетарне политике. Према концепту транспарентности који је развила Geraats (2002), могуће је разликовати политичку, економску, процедуралну, политичку и оперативну транспарентност. Посматрано кроз овај оквир, Народна банка Србије испуњава већину савремених стандарда транспарентности. Примарни циљ монетарне политике јасно је дефинисан законом, инфлациони циљ је јавно објављен, економске анализе и прогнозе доступне су јавности, док се одлуке Извршног одбора редовно образлажу путем саопштења и публикација НБС.

Искуства водећих централних банака показују да је транспарентност постепено постала саставни део независности централне банке. Док су некада одлуке монетарних власти доношене иза затворених врата, савремени приступ подразумева сталну комуникацију са финансијским тржиштима, академском заједницом, медијима и грађанима. На тај начин централна банка не само да повећава своју одговорност већ и јача ефикасност монетарне политике кроз боље управљање очекивањима економских субјеката.

У контексту приступања Европској унији, одговорност и транспарентност Народне банке Србије имају посебан значај. Европска централна банка и Европска комисија наглашавају да независност централне банке мора бити праћена високим степеном јавне одговорности и транспарентности. С тим у вези, континуирано унапређење комуникације са јавношћу и даље јачање институционалног кредибилитета представљају важан сегмент процеса усклађивања Народне банке Србије са стандардима Европског система централних банака (European Central Bank, 2024; European Commission, 2024).

Може се закључити да Народна банка Србије располаже развијеним механизмима одговорности и транспарентности који су у великој мери усклађени са савременом праксом централног банкарства. Редовно извештавање јавности, објављивање анализа и прогноза, као и све већи значај комуникације са грађанима и финансијским тржиштима доприносе јачању кредибилитета НБС и представљају важан ослонац њене укупне независности.

5.3. Анализа степена независности Народне банке Србије

5.3.1. Анализа независности Народне банке Србије са аспекта дефинисаних функција

Правни оквир деловања Народне банке Србије заснива се пре свега на Уставу Републике Србије и Закону о Народној банци Србије, којима се утврђују њен положај, циљеви, органи, надлежности и основни инструменти деловања. Према званичном тумачењу НБС, Народна банка Србије је самостална и независна у обављању функција утврђених законом, а за свој рад одговорна је Народној скупштини Републике Србије (Народна банка Србије, 2025а). Основни циљ НБС је постизање и очување стабилности цена, док, не доводећи у питање остваривање овог циља, НБС доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система (Народна банка Србије, 2025а).

За разлику од дела рада који се односи на институционалну независност, овде је важно нагласити функционални аспект правног оквира, односно питање ко одређује циљеве монетарне политике и ко одлучује о инструментима за њихово остваривање. Законски постављен примарни циљ — стабилност цена — представља оквир унутар кога НБС спроводи монетарну политику. У пракси, овај циљ се операционализује кроз режим циљања инфлације, који је у Србији званично монетарна стратегија од 2009. године, док су његови елементи постепено увођени од 2006. године (Народна банка Србије, 2025б; Vilaret, Pješčić, & Đukić, 2009).

У оквиру институционалне структуре Народне банке Србије послове монетарне политике обављају Савет гувернера, гувернер и Извршни одбор. Према Закону о Народној банци Србије, Савет гувернера доноси Статут Народне банке Србије, усваја финансијски план и надзире пословање НБС, али не учествује непосредно у вођењу монетарне политике. Кључну улогу у формулисању и спровођењу монетарне политике има Извршни одбор Народне банке Србије, који чине гувернер и вицегувернери (Закон о Народној банци Србије, чл. 14, 18 и 19).

Најзначајнија функција Народне банке Србије јесте утврђивање и спровођење монетарне политике. Према Закону о Народној банци Србије, НБС је надлежна за утврђивање и спровођење монетарне и девизне политике Републике Србије, при чему као основни циљ монетарне политике има постизање и очување стабилности цена (Закон о Народној банци Србије, 2010, чл. 4 и 10). У савременим условима ова функција представља централну функцију сваке централне банке, будући да се посредством монетарне политике утиче на ниво инфлације, услове финансирања у привреди, стабилност финансијског система и укупна макроекономска кретања (Mishkin, 2022).

Народна банка Србије од 2009. године спроводи режим циљања инфлације као основни оквир монетарне политике. У оквиру овог режима централна банка настоји да путем својих инструмената обезбеди кретање инфлације у оквиру утврђеног циљаног распона, полазећи од оцене средњорочних инфлаторних притисака и очекиваних економских кретања. За разлику од ранијих монетарних режима који су били усмерени ка контроли новчане масе или одржавању одређеног девизног курса, циљање инфлације подразумева већу флексибилност монетарне политике и усмереност ка остваривању стабилности цена као примарног циља (Народна банка Србије, 2025б; Табаковић, 2017).

У спровођењу монетарне политике Народна банка Србије користи више инструмената, међу којима централно место има референтна каматна стопа. Њеним повећањем или смањењем НБС утиче на кретање каматних стопа у банкарском сектору, трошкове кредитирања, ниво агрегатне тражње и инфлациона очекивања. Поред референтне каматне стопе, НБС користи и операције на отвореном тржишту, обавезну резерву, кредитне и депозитне олакшице, као и интервенције на девизном тржишту ради очувања стабилности финансијског система и обезбеђивања ефикасног функционисања трансмисионог механизма монетарне политике (Народна банка Србије, 2025в).

Са аспекта независности централне банке, функција вођења монетарне политике представља један од најважнијих показатеља стварне самосталности институције. Иако је основни циљ НБС дефинисан законом, одлуке о избору инструмената, времену њихове примене и интензитету монетарних мера доносе органи Народне банке Србије, пре свега Извршни одбор. Влада Републике Србије нема овлашћење да одређује висину референтне каматне стопе, стопе обавезне резерве или услове спровођења операција на отвореном тржишту. На тај начин обезбеђује се висок степен инструменталне независности НБС, што је у складу са савременим међународним стандардима централног банкарства (Cukierman, 1992; Debelle & Fischer, 1994).

Истовремено, може се уочити да независност Народне банке Србије у области монетарне политике није апсолутна. Циљана стопа инфлације утврђује се у сарадњи са Владом Републике Србије, што представља облик координације монетарне и економске политике. Ипак, чињеница да Народна банка Србије самостално располаже инструментима монетарне политике и да без непосредног политичког утицаја доноси одлуке о њиховој примени указује на висок степен функционалне независности у остваривању ове функције. Управо због тога се монетарна политика сматра облашћу у којој је независност Народне банке Србије најизраженија у односу на остале њене надлежности (Народна банка Србије, 2025а; Cukierman, 1992).

Посматрано у ширем контексту процеса приступања Европској унији, овакво решење је усклађено са принципима Европског система централних банака и Европске централне банке, према којима централна банка мора располагати довољним степеном самосталности како би могла ефикасно да спроводи монетарну политику усмерену на очување ценовне стабилности. С тим у вези, функција утврђивања и спровођења монетарне политике представља један од најзначајнијих показатеља стварне независности Народне банке Србије и њене усклађености са европским стандардима централног банкарства (European Central Bank, 2024).

Једна од традиционалних функција централне банке јесте функција зајмодавца у последњој инстанци, односно функција „последњег уточишта“ банака. Ова функција подразумева да централна банка обезбеђује привремену ликвидносну подршку солвентним банкама које су се суочиле са краткорочним проблемима ликвидности, како би се спречило ширење финансијске нестабилности на читав банкарски систем. Теоријске основе ове функције поставио је још Walter Bagehot у XIX веку, наглашавајући да централна банка у условима кризе треба да одобрава кредите солвентним институцијама уз адекватно обезбеђење и по казненој каматној стопи, како би се спречила паника и очувало поверење у финансијски систем (Bagehot, 1873).

У правном систему Републике Србије функција зајмодавца у последњој инстанци поверена је Народној банци Србије. Закон о Народној банци Србије прописује да НБС може банкама одобравати кредите ради одржавања ликвидности банкарског система, као и предузимати друге мере неопходне за очување стабилности финансијског система (Закон о Народној банци Србије, чл. 40–44). На тај начин НБС располаже механизмима који јој омогућавају да реагује у ситуацијама када поремећаји ликвидности појединих банака могу угрозити стабилност читавог финансијског сектора.

Практична реализација ове функције најчешће се спроводи кроз кредитне олакшице Народне банке Србије, али и кроз могућност одобравања ванредне ликвидносне подршке у условима изражених поремећаја на финансијском тржишту. У таквим околностима НБС обезбеђује привремена средства банкама које су суочене са недостатком ликвидности, под условом да су финансијски способне и да располажу одговарајућим инструментима обезбеђења. Циљ ових мера није спасавање несолвентних институција, већ спречавање да краткорочни проблеми ликвидности прерасту у системску кризу (Народна банка Србије, 2025а).

Значај функције последњег уточишта посебно је дошао до изражаја током глобалне финансијске кризе 2008. године, када су централне банке широм света биле приморане да обезбеде изузетно велике количине ликвидности како би спречиле колапс финансијског система. Криза је показала да централне банке више не могу бити посматране искључиво као институције задужене за очување стабилности цена, већ и као кључни носиоци очувања финансијске стабилности. Након кризе, функција зајмодавца у последњој инстанци постала је један од најважнијих елемената макропруденцијалне политике и управљања системским ризицима (Goodhart, 2011; Mishkin, 2022).

Са аспекта независности централне банке, функција последњег уточишта има посебан значај јер захтева доношење брзих и често политички осетљивих одлука. Одлуке о одобравању ликвидносне подршке банкама доносе органи Народне банке Србије, без потребе за претходним одобрењем Владе Републике Србије. То омогућава да централна банка самостално процени ризике по финансијску стабилност и предузме неопходне мере ради спречавања ширења кризе. Управо због тога ова функција представља један од важних показатеља функционалне независности централне банке (Cukierman, 1992).

Међутим, функција зајмодавца у последњој инстанци истовремено представља и потенцијални извор притисака на независност централне банке. У условима озбиљних фи-

нансијских криза често долази до преклапања монетарне, регулаторне и фискалне политике, јер евентуални губици настали услед пружања ликвидносне подршке могу имати последице по јавне финансије. Због тога је неопходно да правни оквир јасно дефинише услове под којима се ова функција спроводи и да обезбеди да одлуке буду засноване на професионалној процени ризика, а не на политичким разлозима (Goodhart, 2011).

У случају Народне банке Србије може се закључити да је функција последњег уточишта нормативно уређена на начин који омогућава релативно висок степен самосталности у њеном спровођењу. НБС располаже законским овлашћењима да одобри ликвидносну подршку банкама и предузме мере ради очувања стабилности финансијског система, док се одлуке доносе у оквиру институционалне структуре саме централне банке. То указује да је независност Народне банке Србије у овој области значајна, али истовремено праћена високим степеном одговорности, будући да се одлуке односе на стабилност читавог финансијског система и поверење јавности у банкарски сектор.

Посебно значајна функција Народне банке Србије јесте супервизија, односно надзор над пословањем финансијских институција. У ужем смислу, ова функција односи се пре свега на контролу пословања банака, док у ширем смислу обухвата и надзор над другим финансијским институцијама које су у надлежности НБС, као што су друштва за осигурање, даваоци финансијског лизинга, платне институције, институције електронског новца и други субјекти финансијског сектора. Супервизорска функција НБС има за циљ очување стабилности банкарског и финансијског система, заштиту депонената и корисника финансијских услуга, као и обезбеђивање законитог, сигурног и одговорног пословања финансијских институција (Народна банка Србије, 2025а).

Правни основ супервизорске функције Народне банке Србије налази се у Закону о Народној банци Србије и Закону о банкама. Законом о банкама уређују се оснивање, пословање, организација, управљање, контрола, реструктурирање и престанак рада банака, док је Народна банка Србије надлежна да издаје дозволе за рад банкама, даје сагласности за именовање чланова органа управљања, прописује правила пословања, врши контролу и предузима мере према банкама које не послују у складу са законом или угрожавају стабилност финансијског система (Закон о банкама, чл. 1; Народна банка Србије, 2025б).

Супервизија банака не почиње тек након оснивања банке, већ већ у поступку издавања дозволе за рад. Народна банка Србије процењује да ли су испуњени услови за оснивање банке, да ли су акционари и руководиоци подобни, да ли банка има адекватан капитал, организациону структуру, систем управљања ризицима и унутрашње контроле. На тај начин НБС делује превентивно, јер спречава улазак на тржиште институција које не испуњавају прописане стандарде стабилног и законитог пословања (Народна банка Србије, 2025б).

Након издавања дозволе за рад, Народна банка Србије континуирано прати пословање банака кроз посредну и непосредну контролу. Посредна контрола заснива се на анализи извештаја, финансијских показатеља и података које банке достављају НБС, док непосредна контрола подразумева контролу у самој банци. Посебна пажња усмерава се

на адекватност капитала, ликвидност, квалитет активе, изложеност ризицима, управљање кредитним, тржишним, оперативним и другим ризицима, као и на квалитет корпоративног управљања (Закон о банкама, чл. 102–106; Народна банка Србије, 2025в). Овакав приступ показује да супервизија није само формално-правна контрола усклађености са прописима, већ све више постаје ризично оријентисан процес усмерен на рано препознавање потенцијалних слабости у банкарском систему (Basel Committee on Banking Supervision, 2012; Народна банка Србије, 2025в).

У савременом супервизорском оквиру посебан значај има процес супервизорске процене, односно SREP — Supervisory Review and Evaluation Process. У преводу, реч је о процесу супервизорског прегледа и процене, кроз који централна банка процењује профил ризика банке, адекватност капитала, ликвидност, квалитет управљања и отпорност банке на потенцијалне шокове. Народна банка Србије овај процес користи ради очувања и јачања стабилности финансијског система и унапређења функције супервизије банака, у складу са развојем банкарских активности и међународним стандардима супервизије (Народна банка Србије, 2025в).

Са аспекта независности централне банке, супервизорска функција има двоструки значај. С једне стране, она јача институционалну позицију НБС јер централна банка не располаже само инструментима монетарне политике, већ и регулаторним и надзорним овлашћењима над кључним делом финансијског система. С друге стране, управо ширина ових овлашћења захтева висок степен професионалне одговорности, транспарентности и отпорности на политичке и тржишне притиске. Одлуке о издавању дозвола, изрицању мера, оцени ризика и евентуалном ограничењу пословања банака могу имати значајне последице по финансијски сектор, због чега је важно да се доносе на основу стручне процене, а не под утицајем краткорочних политичких интереса.

У том смислу, супервизорска функција представља један од важних показатеља стварне независности Народне банке Србије. НБС има овлашћење да самостално прописује супервизорске стандарде, врши контролу банака, предузима корективне мере и реагује у случају ризика по стабилност финансијског система. Ова овлашћења омогућавају да централна банка делује превентивно и корективно, што је нарочито значајно у условима финансијских шокова, раста системских ризика или погоршања квалитета активе банака (Народна банка Србије, 2025г).

Међутим, концентрација монетарне, супервизорске и макропруденцијалне функције у оквиру једне институције истовремено отвара питање равнотеже између независности и одговорности. Што су овлашћења централне банке шира, то је значајнија потреба за јавним извештавањем, контролом законитости рада и институционалном транспарентношћу. Због тога се независност НБС у области супервизије не може посматрати изоловано, већ у вези са њеном обавезом да обезбеди стабилност финансијског система, заштити кориснике финансијских услуга и редовно извештава јавност и Народну скупштину о свом раду.

У поређењу са централним банкама које немају супервизорску функцију или је деле са посебним агенцијама, положај Народне банке Србије је институционално снажнији, јер обједињује монетарну политику, контролу банака и макропруденцијалну политику.

Овакав модел омогућава бољу размену информација између монетарне и супервизорске функције и бржу реакцију у условима кризе. Истовремено, он повећава одговорност НБС, јер евентуални пропусти у супервизији могу директно утицати на стабилност финансијског система и поверење јавности у централну банку.

На основу наведеног може се закључити да супервизорска функција Народне банке Србије представља један од најзначајнијих елемената њене функционалне независности. НБС у овој области располаже широким законским овлашћењима, од издавања дозвола и превентивне контроле до изрицања корективних мера и управљања ризицима у банкарском систему. Управо зато супервизија није само техничка функција надзора над банкама, већ један од кључних механизама преко којих Народна банка Србије остварује своју улогу чувара финансијске стабилности.

5.3.2. Остварен степен фактичке независности Народне банке Србије у контексту детерминисаних циљева и инструмената

Иако је основни циљ Народне банке Србије – очување стабилности цена – утврђен законом, конкретан инфлациони циљ дефинише се у сарадњи Народне банке Србије и Владе Републике Србије. Према режиму циљања инфлације који се примењује у Србији, Народна банка Србије и Влада Републике Србије заједнички утврђују циљану стопу инфлације и дозвољени распон одступања, водећи рачуна о средњорочним макроекономским кретањима и циљевима економске политике земље (Народна банка Србије, 2025б). На овај начин обезбеђује се координација монетарне и економске политике, док централна банка задржава оперативну самосталност у реализацији постављеног циља.

За разлику од формулисања инфлационог циља, одлуке о инструментима монетарне политике у потпуности су у надлежности Народне банке Србије. Извршни одбор НБС доноси одлуке о висини референтне каматне стопе, условима спровођења операција на отвореном тржишту, стопама обавезне резерве, као и другим мерама и инструментима потребним за остваривање циља монетарне политике (Закон о Народној банци Србије, чл. 14; Народна банка Србије, 2025в). То практично значи да Влада Републике Србије не учествује у избору инструмената монетарне политике, већ Народна банка Србије самостално процењује који ће инструменти бити примењени ради постизања циљане инфлације и очувања макроекономске стабилности.

Основни инструмент монетарне политике у режиму циљања инфлације јесте референтна каматна стопа. Она представља кључни инструмент посредством кога Народна банка Србије утиче на услове финансирања у економији, ниво ликвидности банкарског система, кредитну активност, инфлациона очекивања и, посредно, на кретање инфлације и привредне активности. Референтна каматна стопа има улогу сигналне каматне стопе, јер њена промена шаље јасан сигнал тржишним учесницима о смеру монетарне политике и очекиваном кретању финансијских услова у наредном периоду (Народна банка Србије, 2025в).

Одлуку о висини референтне каматне стопе доноси Извршни одбор Народне банке Србије на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања, пројекција

инфлације, кретања на домаћем и међународном финансијском тржишту, као и процене ризика који могу утицати на остваривање циља монетарне политике. У условима режима циљања инфлације, референтна каматна стопа представља примарни инструмент преко којег централна банка усмерава инфлацију ка циљаном распону и утиче на инфлациона очекивања економских субјеката (Народна банка Србије, 2025б).

Према одлуци Извршног одбора Народне банке Србије од 2. јуна 2026. године, референтна каматна стопа износи 5,75%. Истовремено, каматна стопа на депозитне олакшице износи 4,50%, док каматна стопа на кредитне олакшице износи 7,00% годишње. Ове стопе чине такозвани каматни коридор око референтне каматне стопе, при чему је каматна стопа на депозитне олакшице нижа за 1,25 процентних поена, а каматна стопа на кредитне олакшице виша за 1,25 процентних поена од референтне каматне стопе. На овај начин Народна банка Србије усмерава кретање краткорочних каматних стопа на новчаном тржишту и обезбеђује ефикасно функционисање механизма трансмисије монетарне политике.

Депозитне олакшице омогућавају банкама да преко ноћи пласирају вишкове ликвидних средстава код Народне банке Србије, чиме се формира доња граница каматног коридора. Са друге стране, кредитне олакшице омогућавају банкама да од Народне банке Србије позајме средства преко ноћи ради превазилажења краткорочних проблема ликвидности, чиме се формира горња граница каматног коридора. Између ове две стопе крећу се каматне стопе на међубанкарском тржишту, што омогућава централној банци да посредно утиче на укупне услове финансирања у привреди (Mishkin, 2022; Народна банка Србије, 2025в).

Поред референтне каматне стопе, Народна банка Србије користи и операције на отвореном тржишту, обавезну резерву и интервенције на девизном тржишту. Међутим, у савременом оквиру монетарне политике управо референтна каматна стопа представља централни инструмент монетарног управљања, док остали инструменти имају пре свега подржавајућу и корективну улогу у обезбеђивању стабилности цена и финансијског система (Народна банка Србије, 2025в).

Операције на отвореном тржишту представљају најзначајнији оперативни инструмент монетарне политике Народне банке Србије након референтне каматне стопе. Њихова основна сврха је регулисање ликвидности банкарског система и обезбеђивање услова за ефикасан пренос сигнала монетарне политике на финансијско тржиште и реални сектор. Посредством ових операција Народна банка Србије утиче на ниво расположивих новчаних средстава у банкарском систему, а тиме и на кретање краткорочних каматних стопа на новчаном тржишту (Народна банка Србије, 2025в).

У оквиру постојећег режима циљања инфлације, главне операције на отвореном тржишту спроводе се путем једнонедељних реверзних репо трансакција. Реч је о трансакцијама у којима Народна банка Србије продаје хартије од вредности банкама уз обавезу њиховог поновног откупа по истеку договореног рока. На тај начин централна банка привремено повлачи вишкове ликвидности из банкарског система, чиме се обезбеђује да краткорочне каматне стопе остану у складу са жељеним смером монетарне политике (Народна банка Србије, 2025в).

Поред главних операција, Народна банка Србије може спроводити и операције финог регулисања на отвореном тржишту када је потребно брзо реаговати на неочекиване промене ликвидности у банкарском сектору. Ове операције користе се ради ублажавања краткорочних поремећаја на новчаном тржишту и одржавања стабилности каматних стопа. Такође, НБС располаже могућношћу структурних операција на отвореном тржишту које се користе у ситуацијама када је потребно трајније утицати на ликвидносну позицију банкарског система (Закон о Народној банци Србије, чл. 34).

За спровођење операција на отвореном тржишту Народна банка Србије најчешће користи државне хартије од вредности Републике Србије као колатерал. На тај начин обезбеђује се сигурност трансакција и ефикасно управљање ризицима. Учешће у овим операцијама имају пословне банке које испуњавају прописане услове НБС, чиме се обезбеђује равноправан приступ инструментима монетарне политике и несметано функционисање међубанкарског тржишта новца (Народна банка Србије, 2025в; Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту Народне банке Србије, 2024).

Значај операција на отвореном тржишту посебно је порастао након глобалне финансијске кризе, када су централне банке широм света све више користиле различите облике репо трансакција и друге тржишно засноване инструменте ради очувања ликвидности финансијског система. У случају Србије, операције на отвореном тржишту представљају кључни механизам преко кога Народна банка Србије оперативно спроводи одлуке Извршног одбора о висини референтне каматне стопе и обезбеђује њихов пренос на новчано и кредитно тржиште (Mishkin, 2022; Народна банка Србије, 2025в).

Обавезна резерва представља традиционални инструмент монетарне политике којим Народна банка Србије утиче на ликвидност банкарског система и кредитни потенцијал пословних банака. Променом стопа обавезне резерве централна банка може да повећа или смањи количину средстава којима банке располажу за кредитирање привреде и становништва, чиме посредно утиче на кретање новчане масе, кредитну активност и инфлацију (Народна банка Србије, 2025г). Међутим, за разлику од периода пре увођења режима циљања инфлације, значај овог инструмента у оперативном спровођењу монетарне политике постепено је смањен.

Народна банка Србије данас обавезну резерву изричито дефинише као помоћни инструмент монетарне политике који се користи онда када су исцрпљени ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања. Одлуку о висини стопа и основици за обрачун обавезне резерве доноси Извршни одбор Народне банке Србије, док се главни правац монетарне политике спроводи посредством референтне каматне стопе и операција на отвореном тржишту. На тај начин НБС следи савремени приступ централном банкарству у коме каматне стопе представљају примарни инструмент монетарног управљања, док се обавезна резерва користи пре свега као допунски инструмент управљања ликвидношћу банкарског сектора.

Међутим, обавезна резерва задржала је значај у специфичним условима српске привреде, пре свега због релативно високог степена евроизације финансијског система. Управо због тога НБС и даље користи различите стопе и режим издвајања за динарске и

девизне изворе средстава, чиме може утицати не само на динарску већ и на девизну ликвидност банкарског сектора. У том смислу, улога обавезне резерве у Србији превазилази класичну контролу кредитног потенцијала банака и представља један од инструмената очувања монетарне и финансијске стабилности (Народна банка Србије, 2025г; Janković, 2018).

Посебно је значајно истаћи да обавезна резерва није укинута као инструмент монетарне политике, већ је њена улога редефинисана. Последње значајније измене регулативе извршене су Одлуком о изменама Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије („Службени гласник РС“, бр. 77/2023) (Одлука о изменама Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, 2023). Том приликом Извршни одбор НБС повећао је стопе обавезне резерве ради додатног пооштравања монетарних услова и смањења вишкова ликвидности у банкарском сектору у условима повишене инфлације (Народна банка Србије, 2023). Истовремено је укинуто ограничење које се односило на вишак издвојене девизне обавезне резерве изнад обрачунатог износа. Као разлог за ову измену НБС је навела престанак околности због којих је ограничење било уведено, односно чињеницу да каматне стопе Европске централне банке више нису негативне и да су се стекли услови за његово укидање (Народна банка Србије, 2023). НБС је истакла да је повећање обавезне резерве усмерено ка смањењу структурних вишкова ликвидности, подстицању активности на међубанкарском новчаном тржишту и јачању ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике (Народна банка Србије, 2023).

Наведено показује да обавезна резерва више не представља централни инструмент монетарне политике Народне банке Србије, али и да није изгубила свој значај. Напротив, она и даље представља важан допунски инструмент који НБС користи у ситуацијама када је потребно додатно утицати на ликвидност банкарског сектора, подржати ефикасност каматног канала монетарне трансмисије или реаговати на специфичности домаћег финансијског система.

Обавезна резерва представља додатни инструмент којим НБС утиче на кредитни потенцијал банака и ниво ликвидности финансијског система. Њен значај је нарочито изражен у економијама са високим степеном евроизације, као што је Србија, јер омогућава централној банци да делује не само на динарску, већ и на девизну ликвидност банкарског сектора. Због тога се обавезна резерва у Србији не може посматрати само као класичан инструмент контроле новчане масе, већ и као инструмент стабилизације финансијског система. Специфичност монетарног режима у Србији огледа се у чињеници да девизни курс, иако није номинално сидро монетарне политике, има знатно већи значај него у већини развијених економија које примењују режим циљања инфлације. Разлог за то лежи у високом степену евроизације финансијског система и привреде, будући да је значајан део кредита, депозита и финансијских уговора индексиран у еврима или директно везан за кретање курса динара према евру (Народна банка Србије, 2025д; Janković, 2018).

У таквим условима депресијација динара може релативно брзо довести до раста увозних цена, повећања трошкова сервисирања девизно индексираних кредита и погоршања биланса привредних субјеката и становништва. Истовремено, испољавање осцилације курса могу негативно утицати на инфлациона очекивања и стабилност финансијског

система. Због тога девизни курс у Србији представља важан канал трансмисије монетарне политике, иако НБС формално не спроводи режим циљања курса већ режим циљања инфлације (Табаковић, 2017; Народна банка Србије, 2025б).

Полазећи од наведених специфичности, Народна банка Србије задржава право интервенисања на међубанкарском девизном тржишту куповином или продајом девиза. Основни циљ ових интервенција није одбрана одређеног нивоа девизног курса, већ ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса, очување стабилности финансијског система и подршка несметаном функционисању девизног тржишта (Народна банка Србије, 2025д). На тај начин НБС примењује концепт управљано флуктуирајућег девизног курса (managed float), који омогућава да се курс формира на тржишту, али уз повремене интервенције централне банке када постоји опасност од претеране волатилности.

Значај девизних интервенција посебно је дошао до изражаја током периода појачаних спољних шокова, укључујући глобалну финансијску кризу, пандемију COVID-19 и инфлаторне притиске након избијања рата у Украјини. У тим околностима НБС је користила девизне интервенције као допунски инструмент монетарне политике ради очувања поверења у домаћу валуту и ублажавања потенцијалних ризика по ценовну и финансијску стабилност (Народна банка Србије, 2024; IMF, 2024). Може се закључити да девизне интервенције у Србији имају значајнију улогу него у већини земаља које примењују класичан режим циљања инфлације. Иако формално представљају помоћни инструмент монетарне политике, њихов значај произилази из структурних карактеристика домаће економије, пре свега високе евроизације и снажног утицаја девизног курса на инфлацију и финансијску стабилност. Управо због тога НБС настоји да успостави равнотежу између флексибилности девизног курса и потребе за очувањем макроекономске стабилности, што представља једну од кључних специфичности њеног монетарног оквира.

Анализа функција и инструмената Народне банке Србије показује да је законодавни оквир успостављен на начин који централној банци обезбеђује висок степен оперативне и инструменталне независности. Иако је основни циљ монетарне политике – очување стабилности цена – дефинисан законом, Народна банка Србије самостално одлучује о избору, обиму и начину примене инструмената којима ће тај циљ бити остварен. У том смислу, може се констатовати да НБС располаже значајним степеном инструменталне независности, што представља једну од кључних карактеристика савременог модела централног банкарства (Cukierman, 1992; Народна банка Србије, 2025а).

Посебно значајан показатељ независности огледа се у чињеници да одлуке о референтној каматној стопи, операцијама на отвореном тржишту, обавезној резерви и коришћењу кредитних и депозитних олакшица доноси Извршни одбор Народне банке Србије без потребе за претходном сагласношћу Владе Републике Србије или других органа извршне власти. На тај начин обезбеђује се да краткорочни политички интереси не утичу непосредно на вођење монетарне политике, што је један од основних предуслова независности централне банке (Mishkin, 2022).

Истовремено, анализа показује да независност Народне банке Србије није апсолутна. Иако НБС самостално одлучује о инструментима монетарне политике, инфлациони циљ се дефинише у сарадњи са Владом Републике Србије. Овакво решење представља компромис између независности централне банке и потребе за координацијом монетарне и економске политике државе. Сходно томе, НБС поседује висок степен независности у погледу избора инструмената, али не и потпуну независност у погледу дефинисања крајњих циљева монетарне политике. Овакав модел је карактеристичан и за бројне друге централне банке које примењују режим циљања инфлације, где се циљ поставља у сарадњи са владом, док је избор инструмената препуштен централној банци (Debelle & Fischer, 1994).

Значајан елемент независности НБС огледа се и у начину примене девизних интервенција. Иако девизни курс има важну улогу у домаћој економији услед високог степена евроизације, законодавни оквир не предвиђа обавезу Народне банке Србије да одржава одређени ниво курса нити да финансира економску политику владе посредством интервенција на девизном тржишту. Одлуке о обиму, времену и начину интервенција доносе органи Народне банке Србије на основу процене ризика по ценовну и финансијску стабилност. То указује да НБС задржава значајан степен дискреционог права у спровођењу девизне политике, што додатно јача њену функционалну независност (Народна банка Србије, 2025д).

Посматрано кроз призму појединачних инструмената, може се уочити да је Народна банка Србије током последњих година постепено прешла са ослањања на административне инструменте, као што је обавезна резерва, на тржишно оријентисане инструменте, пре свега референтну каматну стопу и операције на отвореном тржишту. Такав приступ карактеристичан је за модерне и институционално независне централне банке јер омогућава да се циљеви монетарне политике остварују посредно, преко тржишних механизама, а не директним административним ограничењима. Управо због тога се постепено смањивање улоге обавезне резерве и јачање улоге каматног канала трансмисије може посматрати као показатељ институционалног сазревања монетарног оквира Народне банке Србије (Народна банка Србије, 2023; IMF, 2024).

С друге стране, специфичности српске привреде, пре свега висок степен евроизације и осетљивост инфлације на промене девизног курса, намећу одређена ограничења пуној оперативној независности централне банке. У таквим условима Народна банка Србије мора истовремено водити рачуна о инфлацији, стабилности девизног курса и финансијској стабилности, што њену монетарну политику чини сложенијом у односу на централне банке развијених економија. Ипак, чињеница да сама одлучује о инструментима којима ће одговорити на ове изазове представља важан показатељ стварне независности у спровођењу својих функција.

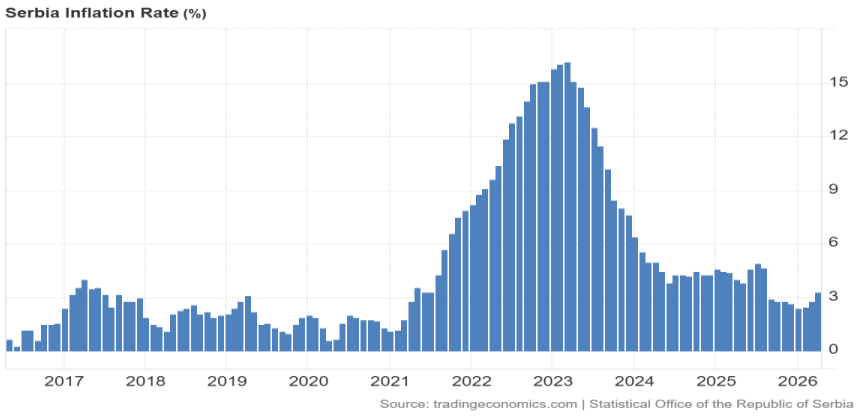
На основу анализе може се закључити да Народна банка Србије поседује висок степен функционалне и инструменталне независности. Иако законски циљеви монетарне политике нису у потпуности издвојени из ширег оквира економске политике државе, НБС самостално располаже кључним инструментима монетарног регулисања и има овлашћења да без директног политичког утицаја доноси одлуке неопходне за очување ценовне и финансијске стабилности. Управо ова комбинација законски дефинисаног циља и

оперативне самосталности у избору инструмената представља једно од основних обележја савременог степена независности Народне банке Србије.

Формална независност централне банке не представља сама по себи гаранцију успешног остваривања њених циљева. Због тога се у савременој литератури све већа пажња посвећује концепту фактичке (de facto) независности, која се не посматра искључиво кроз законска решења, већ и кроз способност централне банке да у пракси доследно спроводи своје надлежности и остварује законом дефинисане циљеве (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). У том смислу, степен фактичке независности Народне банке Србије може се анализирати кроз степен успешности у остваривању основних циљева утврђених Законом о Народној банци Србије.

Према Закону о Народној банци Србији, основни циљ НБС јесте постизање и очување стабилности цена. Истовремено, не доводећи у питање остваривање овог циља, НБС доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система (Закон о Народној банци Србији, чл. 3). Наведено значи да се оцена фактичке независности НБС пре свега мора заснивати на анализи њене способности да обезбеди стабилност цена и финансијску стабилност у различитим макроекономским околностима.

Када је реч о ценовној стабилности, Народна банка Србије је након увођења режима циљања инфлације 2009. године успела да успостави кредибилан монетарни оквир који је допринео смањењу и стабилизацији инфлационих очекивања. У периоду након глобалне финансијске кризе инфлација се у највећем броју година кретала у оквиру циљаног распона или у његовој непосредној близини, што указује на релативно висок степен успешности монетарне политике (Народна банка Србије, 2024а). Посебно је значајно да је НБС успела да очува кредибилитет режима циљања инфлације и у условима бројних спољних шокова, укључујући европску дужничку кризу, пандемију COVID-19 и глобални талас инфлације након 2021. године.



Слика 5.1: Кретање стопе инфлације у Србији у периоду од 2017. до 2026. године

Извор: Trading Economics. (2026). Serbia Inflation Rate. доступно на: https://tradingeconomics.com/serbia/inflation-cpi

Истовремено, период снажних инфлаторних притисака током 2022. и 2023. године показао је да способност централне банке да оствари циљеве није искључиво условљена степеном њене независности. Инфлација је у том периоду значајно премашила циљани распон, али су доминантни узроци били спољни фактори, пре свега раст цена енергената, поремећаји у глобалним ланцима снабдевања и геополитичке тензије. Одговор НБС огледао се у циклусу пооштравања монетарне политике, повећању референтне каматне стопе и пооштравању услова обавезне резерве, што указује да је централна банка располагала неопходним степеном оперативне независности за предузимање мера усмерених ка враћању инфлације у циљане оквире (Народна банка Србије, 2023а; IMF, 2024).

Други важан показатељ фактичке независности односи се на очување финансијске стабилности. Банкарски сектор Србије током претходне деценије карактерисали су висока капитализованост, стабилна ликвидност и постепено смањење учешћа проблематичних кредита. Истовремено, банкарски систем је показао релативно висок степен отпорности током периода пандемије и глобалних економских поремећаја, без потребе за ванредним интервенцијама које би угрозиле стабилност јавних финансија или довеле у питање кредибилитет централне банке (Народна банка Србије, 2024б). Овакви резултати указују да је НБС успела да релативно успешно комбинује монетарну, супервизорску и макропруденцијалну функцију у циљу очувања стабилности финансијског система.

Посебан аспект фактичке независности представља способност централне банке да одоли краткорочним политичким притисцима. У том погледу значајно је истаћи да је НБС током претходних година више пута доносила одлуке о пооштравању монетарне политике и повећању каматних стопа иако такве мере краткорочно могу негативно утицати на привредну активност и трошкове финансирања. Управо спремност централне банке да приоритет да дугорочном циљу стабилности цена, чак и када су краткорочни економски или политички интереси другачији, представља један од најважнијих показатеља стварне независности у пракси (Mishkin, 2022).

Потребно је, наиме, нагласити да фактичка независност НБС није неограничена. Висок степен евроизације привреде, снажан утицај спољних шокова и значајна повезаност домаће економије са економијом еврозоне ограничавају могућност централне банке да у потпуности контролише инфлациона кретања и друге макроекономске показатеље. Због тога успешност монетарне политике не зависи искључиво од независности централне банке, већ и од квалитета координације са другим носиоцима економске политике, пре свега Владом Републике Србије.

На основу анализе може се закључити да Народна банка Србије поседује релативно висок степен фактичке независности. То потврђују резултати остварени у области ценовне и финансијске стабилности, способност самосталног коришћења инструмената монетарне политике и спремност да се предузимају мере које нису увек у складу са краткорочним политичким интересима. Иако на остваривање циљева НБС утичу бројни спољни фактори који су ван домашаја монетарне политике, може се оценити да је Народна банка Србије у посматраном периоду успела да обезбеди висок степен усклађености између законски дефинисаних циљева и стварних резултата монетарне политике, што представља један од најважнијих показатеља њене фактичке независности.

5.3.3. Квантитативно – квалитативни индикатори независности Народне банке Србије

Развој Народне банке Србије у савременом облику тесно је повезан са политичким и економским променама које су обележиле простор бивше Југославије током последњих деценија XX и почетком XXI века. Иако традиција централног банкарства у Србији датира још од оснивања Привилеговане народне банке Краљевине Србије 1884. године, институционални и правни оквир данашње Народне банке Србије формиран је кроз процес распада Социјалистичке Федеративне Републике Југославије, транзицију ка тржишној економији и постепено приближавање Европској унији (Народна банка Србије, 2025а).

Током постојања СФРЈ функцију централне банке обављала је Народна банка Југославије. Њен положај био је прилагођен систему социјалистичког самоуправљања, у коме није постојала јасна институционална одвојеност између монетарне и економске политике државе. Централна банка није располагала независношћу у савременом смислу те речи, већ је представљала један од инструмената реализације ширих привредних циљева федерације. У таквом систему монетарна политика била је у великој мери подређена развојним и фискалним циљевима државе, што је ограничавало могућност самосталног деловања централне банке (Uvalić, 1992).

Распад Југославије почетком деведесетих година XX века довео је до дубоких економских поремећаја који су се непосредно одразили и на функционисање централне банке. Санкције Уједињених нација, губитак јединственог тржишта, пад производње, ратна дешавања и изражени фискални дефицити довели су до монетарног финансирања јавне потрошње и драматичног губитка контроле над инфлацијом. Кулминација ових процеса била је хиперинфлација из 1992–1994. године, која се сматра једном од најтежих у светској економској историји. У том периоду централна банка практично није располагала стварном независношћу, већ је монетарна политика била у функцији финансирања буџетских потреба државе (Petrović & Mladenović, 2000).

Програм монетарне реконструкције из 1994. године, познат као Аврамовићев програм, представљао је прву озбиљну прекретницу у правцу стабилизације монетарног система. Увођењем новог динара и рестриктивне монетарне политике заустављена је хиперинфлација и обновљено је поверење у домаћу валуту. Иако овај период није довео до потпуне институционалне независности централне банке, он је показао значај професионалног и релативно самосталног вођења монетарне политике за успостављање макроекономске стабилности (Avramović, 1998).

Политичке промене након 2000. године означиле су почетак свеобухватне трансформације монетарног и финансијског система Србије. У условима транзиције ка тржишној економији и интензивирања односа са међународним финансијским институцијама, започет је процес јачања институционалног положаја централне банке. Усвајањем Закона о Народној банци Србије 2003. године успостављени су темељи савременог система централног банкарства, заснованог на принципима оперативне самосталности, забране монетарног финансирања државе и усмерености ка очувању ценовне стабилности (Закон о Народној банци Србије, 2003).

Посебно значајан корак представљале су измене Закона о Народној банци Србије из 2010. године, које су донете у оквиру процеса приближавања Европској унији. Овим изменама додатно су прецизирани циљеви и надлежности НБС, ојачана њена институционална позиција и унапређена усклађеност са стандардима Европског система централних банака. Истовремено, Народна банка Србије добила је израженију улогу у области финансијске стабилности и макропруденцијалне политике, што је представљало одговор на искуства глобалне финансијске кризе из 2008. године (European Commission, 2010).

Још једна важна прекретница у развоју НБС било је увођење режима циљања инфлације као основног оквира монетарне политике. Овај режим је у потпуности примењен од 2009. године и представљао је прелазак са претходних монетарних аранжмана на модел који је већ био широко прихваћен у развијеним економијама. Увођењем циљања инфлације Народна банка Србије добила је већу одговорност за очување стабилности цена, али и већи степен оперативне независности у избору инструмената монетарне политике (Vilaret, Pješčić & Đukić, 2009).

У наредним годинама НБС је наставила процес институционалног јачања и усклађивања са правним тековинама Европске уније (acquis communautaire). Посебна пажња посвећена је усклађивању регулаторног оквира са правилима Европске уније у областима банкарске супервизије, платних услуга, заштите корисника финансијских услуга, спречавања прања новца и макропруденцијалне политике. Европска комисија и Европска централна банка у својим извештајима редовно оцењују степен усклађености законодавства Србије са правним оквиром Европског система централних банака, при чему се посебна пажња посвећује независности централне банке, забрани монетарног финансирања и правној интеграцији у систем ЕУ (European Commission, 2024; European Central Bank, 2024).

Сходно томе, развој Народне банке Србије може се описати као постепени прелазак од институције која је током деведесетих година била снажно изложена политичким и фискалним притисцима ка институцији која функционише у складу са савременим принципима централног банкарства. Иако процес усклађивања са стандардима Европске уније још увек није у потпуности окончан, НБС је током претходне две деценије остварила значајан напредак у области институционалне, функционалне и оперативне независности. Управо тај развојни пут представља основу за разумевање њеног данашњег положаја и оцену степена њене стварне независности у савременом монетарном систему Србије.

Значај Народне банке Србије за Републику Србију најјасније се уочава у периодима економских и финансијских криза, када стабилност цена, стабилност домаће валуте и поверење у банкарски систем постају кључни предуслови очувања макроекономске стабилности. У таквим околностима улога централне банке превазилази уобичајено вођење монетарне политике и добија шири стабилизациони карактер. НБС тада делује као институција која, поред очувања ценовне стабилности, обезбеђује ликвидност финансијског система, спречава прекомерне осцилације девизног курса, чува поверење у банкарски сектор и доприноси очувању укупне економске стабилности земље (Закон о Народној банци Србије, чл. 3; Народна банка Србије, 2008).

Глобална финансијска криза из 2008. године представљала је један од првих великих тестова за Народну банку Србије након почетка транзиционих реформи и изградње савременијег монетарног оквира. Криза је довела до наглог смањења ликвидности на међународним финансијским тржиштима, раста премије ризика, притисака на девизни курс и пораста неизвесности у банкарском сектору. Иако Србија није била извор кризе, њена отвореност, зависност од капитала из иностранства и висок степен евроизације учинили су је осетљивом на спољне шокове. У таквим условима НБС је морала да балансира између потребе да спречи прекомерну депресијацију динара, очува ликвидност банкарског система и не угрози основни циљ — стабилност цена.

Према Годишњем извештају НБС за 2008. годину, ликвидност банкарског сектора очувана је управо захваљујући обазривој монетарној и пруденцијалној политици коју је Народна банка Србије водила у претходном периоду и током саме кризе (Народна банка Србије, 2008). Ово је посебно важно јер показује да значај НБС није био само у тренутним кризним мерама, већ и у претходном стварању заштитних механизама у банкарском систему. Другим речима, супервизорска и пруденцијална функција НБС створиле су основу да банкарски сектор у кризу уђе релативно капитализован и ликвидан, што је ублажило ризик од банкарске панике и системске кризе.

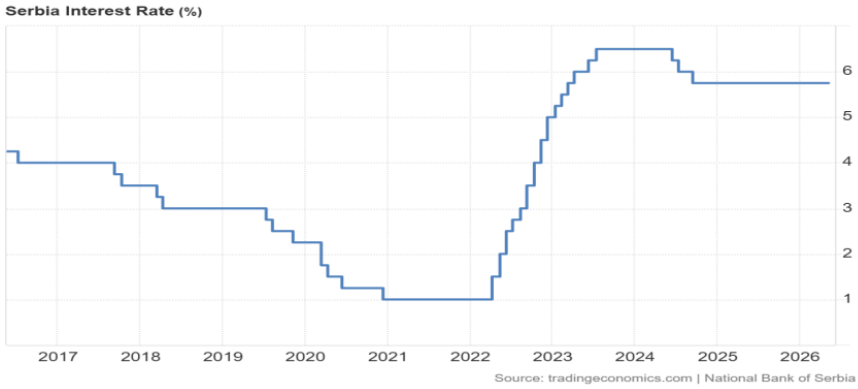
У 2009. години, када су последице глобалне кризе већ биле снажно присутне у домаћој економији, НБС је донела више мера ради подстицања кредитне активности банака. Између осталог, повећан је лимит бруто пласмана становништву у односу на основни капитал, а у оквиру подршке мерама Владе Републике Србије из основице за обрачун обавезне резерве изузети су одређени кредити, чиме је ослобођен део ликвидности банкарског сектора (Народна банка Србије, 2009). Ове мере показују да је НБС у условима кризе користила расположиве инструменте не само ради очувања монетарне стабилности, већ и ради спречавања наглог пада кредитне активности, који би додатно продубио рецесију.

Криза из 2008. године зато показује да значај НБС за Републику Србију није био само у очувању формалне стабилности финансијског система, већ и у спречавању да спољни финансијски шок прерасте у дубљу домаћу банкарску кризу. Интервенције на девизном тржишту, управљање ликвидношћу, коришћење обавезне резерве и супервизорска контрола представљали су механизме преко којих је НБС настојала да очува стабилност динара, спречи губитак поверења у банкарски сектор и ублажи преношење кризе на реални сектор.

Још израженији значај НБС дошао је до изражаја током кризе изазване пандемијом COVID-19 2020. године. За разлику од глобалне финансијске кризе, пандемија је истовремено погодила понуду, тражњу, финансијска тржишта и очекивања становништва и привреде. У таквим условима централна банка је морала брзо да реагује како би обезбедила повољније услове финансирања, очувала ликвидност банкарског сектора и спречила да здравствена криза прерасте у финансијску кризу.

НБС је током 2020. године значајно ублажила монетарне услове. Референтна каматна стопа смањена је у више наврата, у априлу, јуну и децембру 2020. године, укупно за 0,75 процентних поена, на тада историјски најнижи ниво од 1,00%. Истовремено, каматна

стопа на депозитне олакшице снижена је на 0,10%, а каматна стопа на кредитне олакшице на 1,90%, чиме су створени повољнији услови финансирања за банке, привреду и становништво (Народна банка Србије, 2020а). Поред каматне политике, НБС је спроводила и друге мере подршке, укључујући додатне операције обезбеђивања ликвидности и мере усмерене на очување стабилности финансијског тржишта.



Слика 5.2: Референтна каматна стопа НБС у периоду од 2017. до 2026. године

Извор:Trading Ecomomics. (2026). Serbia Interest Rate. доступно на: https://tradingeconomics.com/serbia/interest-rate

Посебно важна мера била је увођење мораторијума на отплату кредита. НБС је на почетку пандемије омогућила мораторијум на обавезе по кредитима у трајању од три месеца, који је касније продужен за још два месеца. Ова мера је имала значајан стабилизациони ефекат јер је становништву и привреди омогућила привремено растерећење у условима пада прихода и велике неизвесности, док је истовремено спречила нагли раст проблематичних кредита и очувала стабилност банкарског сектора (Народна банка Србије, 2020б).

Поред тога, НБС је током пандемије настојала да очува релативну стабилност девизног курса, што је било од посебног значаја у условима високе евроизације српске привреде. Стабилност динара имала је двоструки значај: са једне стране, ограничавала је преношење девизних шокова на инфлацију, а са друге стране, смањивала је ризик раста терета отплате девизно индексираних кредита. На тај начин је стабилност девизног курса постала важан канал очувања и ценовне и финансијске стабилности.

Међународни монетарни фонд је у оцени економске политике Србије након пандемије нагласио да је велики и благовремен пакет мера имао кључну улогу у ублажавању економских трошкова COVID-19 кризе (IMF, 2021). Иако се ова оцена односи на укупан одговор економске политике, мере НБС представљале су његов важан део, посебно у области очувања ликвидности, стабилности банкарског система, повољнијих услова финансирања и контроле инфлаторних очекивања.

Са аспекта значаја НБС за Републику Србију, кризе из 2008. и 2020. године показују да централна банка има улогу једног од кључних стабилизатора економског система. У оба случаја НБС је користила своја законска овлашћења и инструменте монетарне, девизне, супервизорске и макропруденцијалне политике ради ублажавања ефеката кризе. У периоду глобалне финансијске кризе тежиште је било на очувању ликвидности банкарског сектора и спречавању финансијске нестабилности, док је током пандемије COVID-19 значај НБС био посебно изражен кроз брзо снижавање каматних стопа, мораторијум на кредите, очување поверења у банкарски систем и стабилизацију девизног тржишта.

Међутим, треба нагласити да НБС није деловала изоловано. У оба кризна периода стабилизација је била резултат комбинације монетарних, фискалних и регулаторних мера. Међутим, управо чињеница да је НБС могла самостално и благовремено да користи своје инструменте показује њен значај за Републику Србију и потврђује да функционална независност централне банке има практичну вредност у кризним условима. Без такве институције, спољни шокови би се знатно брже преносили на инфлацију, девизни курс, банкарски сектор и реалну економију.

На основу наведеног може се закључити да је Народна банка Србије у кризама 2008. и 2020. године имала значајну улогу у очувању макроекономске и финансијске стабилности Републике Србије. Њене мере нису могле у потпуности да елиминишу негативне ефекте глобалних шокова, али су значајно допринеле ублажавању њихових последица, очувању стабилности динара, спречавању озбиљније банкарске кризе и одржавању поверења у финансијски систем. Управо због тога значај НБС за Републику Србију треба посматрати не само кроз њену законску улогу, већ и кроз њену способност да у кризним периодима делује као стабилизатор целокупног економског система.

Иако резултати монетарне политике Народне банке Србије током кризних периода указују на значај њене улоге у очувању макроекономске и финансијске стабилности, оцена независности централне банке не може се заснивати искључиво на ефектима њеног деловања. У научној литератури развијен је већи број показатеља који омогућавају систематично мерење степена независности централних банака, при чему се као један од најзначајнијих издваја индекс који су развили Cukierman, Webb и Neyapti (1992). Наведени индекс заснива се на анализи законских решења која се односе на положај гувернера, формулисање монетарне политике, циљеве централне банке, ограничења у кредитирању државе и друге елементе који утичу на степен њене независности.

Полазећи од претходно анализираних елемената независности Народне банке Србије – институционалне, функционалне, персоналне и финансијске независности, као и механизама одговорности и транспарентности – у наставку ће бити извршена процена степена њене законске независности применом методологије коју су развили Cukierman, Webb и Neyapti. Циљ ове анализе је да се утврди у којој мери постојећи законски оквир обезбеђује независност Народне банке Србије у односу на међународно признате стандарде централног банкарства. У наставку је у Табели представљено обрачунавања CWN индекса законске независности Хрватске народне банке у 2026. години где су све варијабле нумерички детерминисане у распону од 0-1, где 0 означава минималан, а 1 максималан степен независности.

Табела 5.2: CWN индекс законске независности НБС

Променљива	*Пондер*	*Нумерички код*	*НБС*
1.Гувернер НБС	0,77		
а) Дужина мандата			
Од 6-8 година		0,75	0,75
б)Ко именује гувернера НБС?			
Народна скупштина РС		0,50	0,50
в)Разрешење			
Разлози који нису политичке природе		0,83	0,83
г) Да ли гувернер НБС може имати и друге значајне положаје у Влади?			
Не		1,00	0,1155
2. Дефинисање политике	1,00		
а) Ко формулише МП			
НБС		1,00	1,00
б) Ко има последњу реч у решавању сукоба НБС, у вези циљева који су законом дефинисани као циљеви ЦБ		1,00	1,00
в)Улога ЦБ у буџетском процесу			
НБС има консултативну улогу		1,00	0,15
3. Циљеви	1,00		
Стабилност цена је главни или једини циљ, а банка има коначну реч у случају сукоба		1,00	0,15
4. Ограничења у кредитирању владе	1,00		
а) Позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
б) Секјуритизоване позајмице			
Нису дозвољене		1,00	1,00
в) НБС-у је забрањена куповина/продаја државних хартија од вредности на примарном тржишту		1,00	
Да			0,50
Индекс укупне легалне независности (CWN) НБС			0,92

Извор: Систематизовао аутор према: Закон о Народној банци Србије. (2025). *Закон о Народној банци Србији* („Службени гласник РС“, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015 – одлука УС, 44/2018 и 19/2025). https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/propisi/zakoni/nbs_o_nbs.pdf, Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. доступно на:World Bank document

Један од основних показатеља персоналне независности централне банке односи се на дужину мандата гувернера. Полази се од претпоставке да дужи мандат руководства

централне банке смањује могућност непосредног политичког утицаја и омогућава вођење монетарне политике усмерене ка дугорочним циљевима, пре свега очувању ценовне стабилности. Према Закону о Народној банци Србије, гувернера Народне банке Србије бира Народна скупштина на период од шест година, уз могућност поновног избора (Закон о Народној банци Србији, чл. 19).

Са становишта Цукерманове методологије, мандат од шест година представља релативно висок степен заштите од краткорочних политичких циклуса, јер превазилази трајање редовног четворогодишњег мандата законодавне и извршне власти у Републици Србији. На овај начин обезбеђује се континуитет у спровођењу монетарне политике и смањује могућност да промене политичке власти директно утичу на промене руководства централне банке. Овакво решење у складу је и са стандардима Европског система централних банака, према којима мандат гувернера националне централне банке не сме бити краћи од пет година (European Union, 2012).

Поступак именовања гувернера представља важан елемент персоналне независности јер указује на степен утицаја политичких институција на избор руководства централне банке. Према Закону о Народној банци Србије, гувернера бира Народна скупштина Републике Србије на предлог надлежног одбора Народне скупштине (Закон о Народној банци Србији, чл. 19). Овакво решење подразумева учешће законодавне власти у поступку избора гувернера, што је карактеристично за велики број европских централних банака. Иако се гувернер не бира искључиво од стране органа Народне банке Србије, избор у парламенту обезбеђује одређени степен демократског легитимитета и јавне одговорности. Истовремено, чињеница да након избора гувернер ужива законом гарантован мандат и не може бити произвољно разрешен доприноси очувању његове независности у обављању функције.

Могућност разрешења гувернера представља један од најзначајнијих показатеља стварне персоналне независности централне банке. Уколико постоји могућност разрешења из политичких разлога, независност централне банке може бити озбиљно нарушена без обзира на друга законска решења. Закон о Народној банци Србије прописује да гувернер може бити разрешен само у законом предвиђеним случајевима, као што су престанак испуњавања услова за вршење функције, правоснажна осуда за кривично дело које га чини недостојним за вршење функције или теже повреде закона у обављању дужности (Закон о Народној банци Србији, чл. 28).

Ограничени и прецизно дефинисани разлози за разрешење значајно доприносе независности Народне банке Србије, јер спречавају могућност смене гувернера услед политичких неслагања са актуелном економском политиком. Ово решење у великој мери је усклађено са чланом 14.2 Статута Европског система централних банака и Европске централне банке, који предвиђа да гувернер националне централне банке може бити разрешен искључиво уколико више не испуњава услове за обављање функције или ако је учинио тежак прекршај у вршењу својих дужности (European Union, 2012).

Последњи елемент персоналне независности односи се на могућност истовременог обављања функције гувернера и других јавних или политичких функција. У теорији независности централних банака сматра се да постојање других функција може довести

до сукоба интереса и повећати ризик политичког утицаја на доношење одлука централне банке. Закон о Народној банци Србије прописује да гувернер не може обављати друге јавне функције нити послове који би могли довести у питање његову независност и непристрасност у обављању дужности (Закон о Народној банци Србији, чл. 20). Овим се обезбеђује институционална одвојеност Народне банке Србије од органа извршне власти и спречава могућност да гувернер истовремено учествује у доношењу одлука које би могле бити у сукобу са циљевима монетарне политике.

Законска решења која се односе на мандат, именовање, разрешење и неспојивост функција обезбеђују релативно висок степен персоналне независности Народне банке Србије. Најзначајнији елементи заштите огледају се у шестогодишњем мандату гувернера и ограниченим разлозима за разрешење, док је одређени степен политичког утицаја присутан кроз улогу Народне скупштине у поступку именовања гувернера. Без обзира на ту чињеницу, законски оквир Народне банке Србије у великој мери је усклађен са принципима Европског система централних банака и представља солидну основу за очување персоналне независности централне банке.

Питање функционалне независности централне банке односи се, пре свега, на то ко је надлежан за формулисање монетарне политике. Што је већи степен самосталности централне банке у утврђивању и спровођењу монетарне политике, то је већи и степен њене независности. У супротном, уколико влада или други органи извршне власти имају доминантну улогу у овом процесу, постоји ризик да монетарна политика буде подређена краткорочним политичким циљевима. Према Закону о Народној банци Србије, Народна банка Србије је надлежна за утврђивање и спровођење монетарне и девизне политике Републике Србије. Извршни одбор Народне банке Србије доноси одлуке које се односе на коришћење инструмената монетарне политике, укључујући референтну каматну стопу, операције на отвореном тржишту и друге инструменте монетарне регулације (Закон о Народној банци Србији, чл. 14 и 15). Овакво решење указује на висок степен функционалне независности, јер је централна банка непосредно одговорна за формулисање и спровођење монетарне политике(Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. 1992) Улога државних органа ограничена је на општи институционални оквир, док се конкретне одлуке о мерама монетарне политике доносе унутар Народне банке Србије.

Такође значајан елемент функционалне независности односи се на решавање потенцијалних сукоба између централне банке и извршне власти у области економске политике. Уколико влада има могућност да поништи или измени одлуке централне банке, њена независност је значајно ограничена. Насупрот томе, независност је већа уколико централна банка задржава коначну надлежност над питањима монетарне политике. Закон о Народној банци Србији не предвиђа могућност да Влада Републике Србије поништава или мења одлуке Народне банке Србије које се односе на спровођење монетарне политике. НБС је самостална и независна у вршењу својих законом утврђених функција, а државни органи не могу давати инструкције у погледу одлука које се доносе у оквиру њених надлежности (Закон о Народној банци Србији, чл. 2). Тако да, иако постоји институционална сарадња између Владе и Народне банке Србије у области економске политике, законски оквир обезбеђује да одлуке из домена монетарне политике остају у надлежности централне банке. Због тога се може закључити да је позиција

Народне банке Србије у овом сегменту у великој мери усклађена са стандардима Европске уније и Европског система централних банака.

Изабрана методологија за квантификирање независности према Cukierman, Webb, Neyapti (1992) посебну пажњу посвећује и питању учешћа централне банке у буџетском процесу. Основна идеја јесте да већи степен независности постоји онда када централна банка није обавезна да финансира буџетске потребе државе и када нема непосредну улогу у доношењу буџетских одлука. У случају Народне банке Србије, законска решења обезбеђују јасно раздвајање монетарне и фискалне политике. НБС није део буџетског система Републике Србије и не учествује у доношењу буџет, али има саветодавну улогу. Истовремено, законом је забрањено директно кредитирање државе и финансирање буџетског дефицита емисијом новца (Закон о Народној банци Србији, чл. 62). Ово решење у складу је са чланом 123 Уговора о функционисању Европске уније, који забрањује монетарно финансирање јавног сектора (European Union, 2012).

Захваљујући оваквом законском оквиру, Народна банка Србије располаже високим степеном независности у односу на буџетски процес, што представља један од важних предуслова очувања ценовне стабилности и кредибилитета монетарне политике. Посматрано у целини, варијабла која се односи на формулисање монетарне политике указује да Народна банка Србије располаже високим степеном функционалне независности. Централна банка самостално формулише и спроводи монетарну политику, Влада нема овлашћења да поништава њене одлуке, а јасно раздвајање монетарне и фискалне политике додатно јача њен институционални положај.

У Цукермановој методологији посебан значај придаје се циљевима централне банке, јер они представљају основу за оцену њене функционалне независности. Полази се од претпоставке да је независност већа уколико је стабилност цена јасно дефинисана као примарни циљ централне банке. На тај начин се ограничава могућност да краткорочни политички интереси доведу до вођења монетарне политике која би могла угрозити дугорочну ценовну стабилност. Према Закону о Народној банци Србији, основни циљ Народне банке Србије јесте постизање и очување стабилности цена. Закон истовремено прописује да НБС, не доводећи у питање остваривање свог основног циља, доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система (Закон о Народној банци Србији, чл. 3).

Овакво законско решење у потпуности је у складу са савременим принципима централног банкарства и моделом који примењује Европски систем централних банака. Према члану 127 Уговора о функционисању Европске уније, основни циљ Европског система централних банака јесте одржавање стабилности цена, док се подршка општим економским политикама Уније може пружати само у мери у којој не угрожава остваривање овог циља (European Union, 2012). Народна банка Србије остварује висок степен независности у овом сегменту јер закон недвосмислено дефинише стабилност цена као примарни циљ њеног деловања. Такво решење смањује могућност различитих тумачења приоритета монетарне политике и доприноси изградњи кредибилитета централне банке код економских субјеката и јавности.

Поред дефинисања примарног циља, важан елемент Цукерманове анализе односи се на однос између стабилности цена и других економских циљева. Независност централне

банке већа је уколико је стабилност цена јасно постављена изнад осталих циљева економске политике. Закон о Народној банци Србији успоставља јасну хијерархију циљева. Поред стабилности цена, Народна банка Србије има обавезу да доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система, као и да подржава економску политику Владе Републике Србије, али само под условом да таква подршка не угрожава остваривање основног циља – стабилности цена (Закон о Народној банци Србији, чл. 3). Овако јасно постављен примарни циљ је значајан за очување независности централне банке јер спречава могућност да краткорочни циљеви економске политике, као што су подстицање привредног раста или повећање запослености, буду стављени испред стабилности цена. Истовремено, омогућава координацију монетарне и економске политике у областима у којима не постоји конфликт између циљева.

Искуства бројних земаља показују да централне банке које имају јасно дефинисан примарни циљ стабилности цена уживају већи степен кредибилитета и успешније контролишу инфлациона очекивања (Mishkin, 2019). Управо због тога савремени модели независности централних банака инсистирају на постојању јасне хијерархије циљева, при чему је стабилност цена постављена као приоритетни циљ монетарне политике. Према томе, законски оквир Народне банке Србије обезбеђује висок степен независности у погледу дефинисања циљева. Стабилност цена је недвосмислено утврђена као примарни циљ, док су остали циљеви подређени њеном остваривању. Овакво решење у великој мери је усклађено са правним оквиром Европске централне банке и представља један од најзначајнијих елемената функционалне независности Народне банке Србије.

Индикатор независности са највећим пондером према CWN индексу је финансијска независност,односно ограничење у кредитирању државе и јавног сектора. Уколико централна банка има обавезу или могућност да финансира јавну потрошњу емисијом новца, постоји ризик да монетарна политика постане подређена фискалним потребама државе. Таква ситуација може довести до повећања инфлационих притисака и нарушавања кредибилитета централне банке. Закон о Народној банци Србији јасно прописује да НБС не може одобравати кредите Републици Србији, аутономним покрајинама, јединицама локалне самоуправе, јавним предузећима и другим субјектима јавног сектора. На овај начин успостављена је законска забрана директног монетарног финансирања јавне потрошње (Закон о Народној банци Србији, чл. 62).

Овакво решење у складу је са савременим принципима централног банкарства и представља један од основних механизама заштите независности централне банке од фискалних притисака. Истовремено, оно је усклађено са чланом 123 Уговора о функционисању Европске уније којим је забрањено директно кредитирање јавног сектора од стране националних централних банака и Европске централне банке (European Union, 2012).

Поред директног кредитирања државе, значајан аспект финансијске независности централне банке односи се и на могућност куповине државних хартија од вредности на примарном тржишту. У пракси, куповина државних обвезница непосредно од државе може представљати индиректан облик монетарног финансирања буџетског дефицита. Закон о Народној банци Србији не дозвољава куповину државних хартија од вредности на примарном тржишту у циљу финансирања јавне потрошње. Овакво ограничење

представља важан инструмент заштите независности монетарне политике јер спречава могућност да држава своје буџетске потребе финансира путем централне банке (Закон о Народној банци Србији, чл. 62). На овај начин децидно дефинисано ограничење је у складу са CWN методологијом и представља један од највиших степена заштите независности централне банке јер онемогућава непосредно повезивање монетарне политике са финансирањем буџетских расхода.

Цукерманова методологија посебно анализира постојање евентуалних изузетака који би омогућили кредитирање државе. Независност је већа уколико су такви изузеци ограничени или у потпуности искључени (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). У случају Народне банке Србије законска решења не предвиђају редовне механизме кредитирања државе нити могућност финансирања буџетског дефицита. На тај начин значајно је смањен ризик од фискалне доминације над монетарном политиком. Овакво решење доприноси очувању примарног циља НБС – стабилности цена – и спречава да монетарна политика буде коришћена за краткорочно решавање фискалних проблема (Закон о Народној банци Србији, чл. 62). Искуства великог броја земаља показују да је управо монетарно финансирање државе један од најчешћих узрока високе инфлације и губитка кредибилитета централне банке. Због тога су ограничења у кредитирању јавног сектора постала један од кључних елемената савремених модела независности централних банака (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).

Последњи елемент ове варијабле односи се на ширину круга институција које су обухваћене забраном кредитирања. Независност централне банке је већа уколико се ограничења не односе само на централну владу већ и на друге субјекте јавног сектора. Закон о Народној банци Србији забрану кредитирања проширује на Републику Србију, аутономне покрајине, јединице локалне самоуправе, јавна предузећа и друге кориснике јавних средстава. На тај начин спречава се могућност заобилажења законских ограничења путем индиректног финансирања субјеката који су под контролом државе (Закон о Народној банци Србији, чл. 62). Посматрано у целини, ограничења у кредитирању јавног сектора представљају један од најјачих сегмената независности Народне банке Србије. Законска забрана директног кредитирања државе, ограничења у погледу куповине државних хартија од вредности на примарном тржишту и широк обухват институција на које се ова ограничења односе обезбеђују висок степен финансијске независности НБС. Истовремено, наведена решења у великој мери су усклађена са правним оквиром Европске уније и стандардима Европског система централних банака.

5.4. Утицај глобалне финансијске кризе на независност Народне банке Србије

Пре глобалне финансијске кризе из 2008. године у теорији и пракси централног банкарства доминирао је став да је основни задатак централне банке очување ценовне стабилности. Полазило се од претпоставке да ниска и стабилна инфлација представља најважнији предуслов одрживог економског раста и да ће стабилно монетарно окружење истовремено обезбедити и стабилност финансијског система. У складу са таквим приступом, већина модерних централних банака добила је висок степен независности управо

како би била заштићена од краткорочних политичких интереса и притисака усмерених ка прекомерној монетарној експанзији (Mishkin, 2007).

Међутим, глобална финансијска криза показала је да стабилност цена није довољна гаранција укупне економске и финансијске стабилности. Уочи кризе инфлација је у великом броју развијених земаља била релативно ниска и стабилна, док су се истовремено акумулирали значајни ризици у финансијском сектору. Нагли раст цена финансијске активе, прекомерна кредитна експанзија, висока задуженост и недовољна контрола ризика довели су до системске кризе упркос томе што су традиционални показатељи монетарне стабилности били повољни (White, 2006; Svensson, 2013).

Из тог разлога након кризе долази до постепеног проширења циљева централних банака. Поред ценовне стабилности, све већи значај добија очување финансијске стабилности, што подразумева спречавање системских ризика, обезбеђивање ликвидности финансијском систему, надзор над банкарским сектором и примену макропруденцијалних инструмената. Финансијска стабилност тако постаје неопходан услов ефикасног функционисања монетарне политике, јер нестабилан финансијски систем може онемогућити пренос ефеката монетарне политике на реалну економију.

Међутим, управо у том тренутку јавља се питање независности централне банке. За разлику од ценовне стабилности, која је релативно јасно дефинисана и мерљива кроз стопу инфлације, финансијска стабилност представља знатно шири и мање прецизно дефинисан циљ. Њено остваривање захтева координацију са владом, министарством финансија, супервизорским институцијама и другим учесницима финансијског система. Због тога се граница између монетарне и фискалне политике постепено замагљује, што може довести до слабљења стварне независности централне банке.

Парадоксално, што финансијска стабилност постаје значајнији циљ централне банке, то се повећава вероватноћа њеног укључивања у активности које имају фискалне последице. Спашавање системски значајних банака, програми куповине државних обвезница, обезбеђивање ванредне ликвидности и подршка функционисању финансијских тржишта могу створити утисак да централна банка преузима део функција које су традиционално припадале држави. Управо због тога поједини аутори указују да јачање улоге централних банака у очувању финансијске стабилности истовремено повећава ризик од фискалне доминације и политичких притисака (Goodhart, 2010).

Због тога се након глобалне финансијске кризе независност централне банке више не посматра искључиво као способност контроле инфлације без политичког утицаја. Савремени концепт независности подразумева способност централне банке да истовремено очува ценовну и финансијску стабилност, а да при том не постане инструмент спровођења фискалне политике. Управо у томе лежи један од највећих изазова савременог централног банкарства.

Иако је након глобалне финансијске кризе постало јасно да централне банке морају активно учествовати у очувању финансијске стабилности, поставља се питање да ли такво проширење мандата истовремено доводи до смањења њихове независности. Одговор није једноставан јер зависи од начина на који се финансијска стабилност остварује и од трајања кризних мера. У условима кризе централна банка је често

приморана да обезбеђује ванредну ликвидност банкама, купује државне и приватне хартије од вредности, стабилизује финансијска тржишта и координира активности са владом. Такве мере могу бити неопходне за спречавање системског колапса, али истовремено повећавају ризик да централна банка постане зависна од ширих економских и политичких циљева државе.

Уколико финансијска стабилност привремено постане приоритетни циљ, независност централне банке не мора бити угрожена под условом да су мере временски ограничене, транспарентне и усмерене искључиво на отклањање системских ризика. Проблем настаје онда када привремене кризне мере постану трајна пракса или када монетарна политика почне да служи пре свега финансирању јавног дуга и подршци фискалној политици. У таквим околностима долази до појаве фискалне доминације, што представља један од највећих изазова за стварну независност централних банака у савременим економијама. Стога се може закључити да финансијска стабилност сама по себи не умањује независност централне банке. Независност се доводи у питање тек онда када активности усмерене на очување финансијске стабилности прећу границу привремене кризне интервенције и постану инструмент трајне подршке државним финансијама или појединим секторима економије.

Глобална финансијска криза из 2008. године представљала је један од највећих изазова за централне банке широм света и у значајној мери утицала је на преиспитивање дотадашњег схватања независности централних банака. До избијања кризе доминантно становиште у теорији и пракси централног банкарства полазило је од претпоставке да је стабилност цена основни предуслов укупне макроекономске стабилности, док је независност централне банке посматрана пре свега као механизам заштите од политичких притисака и инфлаторне пристрасности економске политике (Cukierman, 1992; Mishkin, 2007). Међутим, криза је показала да очување ниске инфлације није довољно да спречи настанак озбиљних поремећаја у финансијском систему, због чега су централне банке постепено преузимале ширу стабилизациону улогу која је превазилазила њихов традиционални мандат.

У случају Републике Србије, последице глобалне финансијске кризе биле су посебно изражене због високе евроизације финансијског система, значајног учешћа страних банака у банкарском сектору, зависности од прилива страног капитала и релативно плитког домаћег финансијског тржишта. У таквим околностима Народна банка Србије није се суочавала искључиво са питањем очувања ценовне стабилности, већ и са потребом очувања стабилности девизног курса, ликвидности банкарског система и поверења јавности у финансијске институције (Народна банка Србије, 2009).

За разлику од централних банака развијених земаља, које су током кризе располагале могућношћу масовне примене програма квантитативног попуштања, Народна банка Србије деловала је у оквиру значајно ужег маневарског простора. Као мала и отворена економија са делимично евроизованим финансијским системом, Србија није располагала условима који би омогућили примену обимних програма куповине хартија од вредности без ризика по стабилност курса и инфлациона очекивања. Управо због тога одговор Народне банке Србије био је усмерен пре свега на обезбеђивање ликвидности банкарског сектора, интервенције на девизном тржишту и очување поверења у домаћу валуту (IMF, 2010).

Криза је истовремено показала да стварна независност централне банке не зависи искључиво од законских гаранција независности, већ и од способности институције да у условима повећане неизвесности доноси самосталне и често непопуларне одлуке. Народна банка Србије је током кризе спроводила мере које су биле усмерене на очување стабилности финансијског система, али истовремено није дошло до нарушавања законских принципа који се односе на забрану монетарног финансирања државе и институционалну самосталност централне банке. Управо због тога може се закључити да је криза представљала тест стварне, а не само формалне независности Народне банке Србије.

Посебно значајан аспект односи се на однос монетарне и фискалне политике током кризног периода. У великом броју земаља глобална финансијска криза довела је до постепеног приближавања монетарне и фискалне политике, што је у литератури често описивано као ризик од фискалне доминације (Goodhart, 2010). Иако је и у Србији постојала потреба за координацијом економских политика ради ублажавања последица кризе, Народна банка Србије задржала је институционалну самосталност у области монетарне политике. То је било од посебног значаја имајући у виду да је очување поверења инвеститора и стабилности девизног курса представљало један од кључних предуслова макроекономске стабилности.

Додатну потврду значаја независности Народне банке Србије представљала је и криза изазвана пандемијом COVID-19 током 2020. године. Иако се по својој природи разликовала од глобалне финансијске кризе, пандемија је поново ставила централне банке у позицију кључних институција за очување економске и финансијске стабилности. Народна банка Србије реаговала је брзо кроз снижавање референтне каматне стопе, обезбеђивање додатне ликвидности банкарском сектору и увођење мораторијума на отплату кредита, настојећи да ублажи негативне ефекте кризе на привреду и становништво (Народна банка Србије, 2020).

Искуства из 2008. и 2020. године показују да је улога Народне банке Србије значајно превазишла традиционални оквир контроле инфлације. Поред остваривања основног циља стабилности цена, НБС је преузела и важну улогу у очувању стабилности финансијског система, стабилности девизног курса и поверења јавности у финансијске институције. На тај начин потврђено је да савремени концепт независности централне банке не подразумева само заштиту од политичких притисака, већ и способност институције да у условима кризе самостално користи расположиве инструменте ради очувања укупне макроекономске стабилности.

У контексту процеса приступања Европској унији, искуства кризних периода имају додатни значај. Европска централна банка у својим конвергенционим извештајима посебно наглашава да независност националних централних банака не представља искључиво правну категорију, већ и практичну способност институције да доследно спроводи свој мандат у условима економских и финансијских поремећаја (ECB, 2024). У том смислу, искуство Народне банке Србије током криза из 2008. и 2020. године указује да је, поред формалних законских гаранција независности, од посебног значаја и институционални кредибилитет који се гради кроз доследно и одговорно спровођење монетарне политике.

На основу наведеног може се закључити да глобална финансијска криза није довела до слабљења формалне независности Народне банке Србије, али је значајно утицала на разумевање њене стварне независности. Криза је показала да независност централне банке није статична категорија која произилази искључиво из законских одредаба, већ динамичан концепт који се потврђује управо у периодима највећих економских изазова. Способност Народне банке Србије да у кризним околностима очува стабилност финансијског система, стабилност динара и поверење јавности представља један од најзначајнијих показатеља њене стварне независности и институционалне зрелости.

5.5. Дефинисање динамичког концепта независности Народне банке Србије у условима финансијске глобализације

На основу анализе утицаја глобалне финансијске кризе на рад Народне банке Србије може се закључити да савремени услови функционисања финансијских система захтевају шире разумевање независности централне банке од оног које се традиционално користило у економској теорији. Класичан концепт независности централне банке развијан је у периоду када су националне економије биле знатно мање повезане, а централне банке располагале већим степеном монетарног суверенитета. Независност се пре свега посматрала као институционална заштита од политичких притисака и као механизам који треба да спречи монетарно финансирање буџетских дефицита и инфлаторну пристрасност економске политике (Cukierman, 1992).

Међутим, убрзана финансијска глобализација значајно је променила окружење у коме делују савремене централне банке. Либерализација кретања капитала, интеграција финансијских тржишта, развој савремених финансијских инструмената и све већа међузависност националних економија довели су до тога да монетарна политика појединачних држава све више зависи од процеса који настају изван националних граница. У таквим условима централне банке више нису изложене искључиво домаћим политичким притисцима, већ и утицајима глобалних финансијских кретања, међународних инвеститора, кредитних агенција и међународних финансијских институција (Goodhart, 2010).

За Народну банку Србије овај процес има посебан значај јер Србија припада групи малих и отворених економија чији финансијски систем карактерише висок степен интегрисаности са међународним финансијским тржиштем. Истовремено, домаћи финансијски систем карактерише висок степен евроизације, значајно присуство страних банака и осетљивост на промене међународних токова капитала. У таквим околностима независност Народне банке Србије не може се посматрати као апсолутна категорија јер на њено деловање, поред домаћих фактора, утичу и бројни екстерни чиниоци.

Посебан изазов представља чињеница да се у условима финансијске глобализације монетарни суверенитет националних централних банака постепено релативизује. Иако Народна банка Србије самостално доноси одлуке о монетарној политици, простор за њихово спровођење у пракси ограничен је кретањима на међународним финансијским тржиштима. Одлуке Европске централне банке, Федералних резерви Сједињених Америчких Држава и других водећих централних банака директно утичу на токове капитала, трошкове задуживања, девизни курс и инфлациона очекивања у Србији. Због тога се

савремена независност централне банке не може посматрати као потпуна изолованост од међународног окружења, већ као способност прилагођавања глобалним околностима уз очување сопствене институционалне аутономије ((Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2005; Mishkin, 2019).

Глобална финансијска криза из 2008. године представљала је прекретницу у разумевању овог проблема. Криза је показала да се ризици у савременој економији веома брзо преносе из једне земље у другу и да чак ни централне банке које уживају висок степен законске независности не могу остати имуне на последице глобалних финансијских поремећаја. У том смислу независност више није значила способност централне банке да делује потпуно самостално, већ њену способност да правовремено реагује и очува стабилност финансијског система у условима када су извори нестабилности превасходно екстерног карактера (Goodhart, 2010; European Central Bank, 2024).

Истовремено, криза је довела до релативизације традиционалног схватања независности централне банке. У развијеним економијама дошло је до масовне примене нестандардних мера монетарне политике, програма куповине хартија од вредности, ванредних ликвидносних операција и различитих облика подршке финансијском сектору. На тај начин централне банке су преузеле улоге које су до тада биле незамисливе у оквиру класичног концепта независности. Показало се да чак и најнезависније централне банке могу бити приморане да блиско сарађују са владама како би се спречио колапс финансијског система (Orphanides, 2013).

Оваква искуства имају посебан значај за Народну банку Србије. За разлику од водећих светских централних банака, НБС није располагала могућношћу примене великих програма квантитативног попуштања, али је морала да обезбеди стабилност домаћег финансијског система у условима снажних спољних шокова. Управо због тога независност Народне банке Србије добија другачију димензију. Она се не огледа само у способности да одбије политичке притиске, већ и у способности да управља ризицима који долазе из глобалног окружења и да при томе задржи кредибилитет монетарне политике (Народна банка Србије, 2020; Mishkin, 2019).

Додатни аспект динамичког концепта независности односи се на однос Народне банке Србије са међународним финансијским институцијама. Савремени процеси глобализације довели су до значајног раста улоге институција као што су Међународни монетарни фонд, Светска банка и Европска централна банка. Иако ове институције формално не учествују у доношењу одлука Народне банке Србије, њихове препоруке, стандарди и процене имају значајан утицај на обликовање економских политика земаља у развоју. Посебно је значајна чињеница да независност централне банке представља један од кључних захтева које ММФ и Европска унија постављају у процесима економских реформи и европских интеграција (International Monetary Fund, 2019; European Commission, 2024).

У случају Републике Србије овај аспект независности додатно је наглашен процесом приступања Европској унији. Усклађивање законодавства са правним тековинама Европске уније, као и обавеза хармонизације статуса Народне банке Србије са стандардима Европског система централних банака, представљају важан фактор обликовања њеног

институционалног положаја. Истовремено, то показује да се савремена независност централне банке све више развија у оквиру наднационалних институционалних стандарда, а све мање искључиво у оквирима националних законодавстава (European Central Bank, 2024; European Commission, 2024).

Посматрано из перспективе процеса европских интеграција, Народна банка Србије је током претходних година остварила значајан степен усклађености са стандардима Европске уније у области независности централне банке. Законске измене усвојене након 2010. године биле су усмерене ка јачању институционалне, персоналне, функционалне и финансијске независности НБС, као и ка усклађивању домаћег правног оквира са чланом 130 Уговора о функционисању Европске уније и чланом 7 Статута Европског система централних банака, који гарантују независност централних банака од политичких утицаја (European Union, 2012; European Central Bank, 2024).

Међутим, процес приступања Европској унији не подразумева само формалну хармонизацију законодавства, већ и континуирано доказивање стварне независности централне банке у пракси. Управо због тога, једно од највећих ограничења у очувању независности Народне банке Србије, представља потреба истовременог испуњавања различитих, а понекад и супротстављених циљева економске политике. Од централне банке се очекује да обезбеди стабилност цена, очува стабилност финансијског система, подржи процес одрживог економског раста и допринесе стабилности девизног курса, при чему сваки од наведених циљева може створити различите облике притисака на процес доношења одлука (Mishkin, 2019).

Додатно ограничење произилази из карактеристика домаће економије. Висок степен евроизације, значајно присуство страних финансијских институција и зависност од међународних токова капитала ограничавају простор за потпуно самостално вођење монетарне политике. У таквим околностима Народна банка Србије мора да води рачуна не само о домаћим макроекономским кретањима већ и о одлукама Европске централне банке, Федералних резерви Сједињених Америчких Држава и другим глобалним факторима који могу утицати на домаће финансијско тржиште (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2005).

Посебан изазов представља и постепено ширење надлежности централних банака након глобалне финансијске кризе. Савремене централне банке више нису искључиво институције задужене за очување ценовне стабилности, већ имају значајну улогу у области макропруденцијалне политике, надзора финансијског система и управљања системским ризицима. Иако овакво проширење надлежности повећава значај централне банке у економском систему, истовремено повећава и ризик од политичких притисака, јер одлуке централне банке све чешће имају директне последице по привредни раст, јавне финансије и функционисање финансијских тржишта (Goodhart, 2010; Orphanides, 2013).

С друге стране, процес приступања Европској унији истовремено представља и значајну перспективу за даље јачање независности Народне банке Србије. Хармонизација са правним оквиром Европске уније подразумева додатно јачање институционалних механизама који штите централну банку од политичких утицаја, као и унапређење транспарентности, одговорности и комуникације са јавношћу. Посебан значај има чињеница

да Европска унија независност централне банке посматра као један од основних предуслова стабилног функционисања тржишне економије и одрживог макроекономског развоја (European Central Bank, 2024).

Дугорочно посматрано, једна од најзначајнијих перспектива за Народну банку Србије јесте даље јачање њеног институционалног кредибилитета. Искуства савремених централних банака показују да се стварна независност не заснива искључиво на законским гаранцијама, већ и на поверењу јавности, предвидивости монетарне политике и способности институције да доследно остварује своје циљеве. Управо због тога очување независности Народне банке Србије у будућности зависиће подједнако од квалитета законског оквира и од способности институције да очува висок степен професионализма, транспарентности и отпорности на различите облике притисака.

На основу наведеног може се закључити да процес приступања Европској унији истовремено представља и ограничење и прилику за Народну банку Србије. Ограничење се огледа у потреби прилагођавања сложеним наднационалним правилима и деловању у условима све веће финансијске међузависности, док се перспектива огледа у даљем јачању институционалних механизама независности и приближавању највишим стандардима централног банкарства. Управо због тога очување независности Народне банке Србије треба посматрати као континуиран процес институционалног прилагођавања, а не као једнократно достигнуће које је могуће трајно обезбедити искључиво законским решењима.

Посматрано са становишта стварне независности, најзначајнији тест за Народну банку Србије представља способност очувања стабилности у условима кризе. Управо су периоди глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 показали да независност није сама себи сврха, већ средство за ефикасно остваривање циљева монетарне и финансијске политике. Независност која не обезбеђује стабилност цена, стабилност финансијског система и поверење јавности губи свој економски смисао. Са друге стране, независност која омогућава успешно управљање кризама представља један од најважнијих извора институционалног кредибилитета.

Сходно наведеном, динамички концепт независности Народне банке Србије може се дефинисати као способност централне банке да у условима финансијске глобализације, снажне међународне међузависности и честих кризних поремећаја самостално доноси одлуке, очува кредибилитет монетарне политике, обезбеди стабилност цена и финансијског система и истовремено се успешно прилагођава променама у глобалном економском окружењу. Управо у томе лежи суштинска разлика између традиционалног и савременог разумевања независности централне банке.

5.6. Препоруке за институционализацију динамичког концепта независности Народне банке Србије

Традиционални концепт независности централне банке развијен је током последњих деценија двадесетог века као одговор на проблем политички мотивисане монетарне

политике и хронично високе инфлације. Основна идеја овог концепта била је да се монетарна политика измести из непосредне сфере политичког одлучивања и повери независној институцији чији је примарни задатак очување ценовне стабилности. Полазна претпоставка била је да ће централна банка која је заштићена од краткорочних политичких интереса бити успешнија у сузбијању инфлације и очувању макроекономске стабилности (Kydland & Prescott, 1977; Barro & Gordon, 1983).

Најзначајнији допринос у области мерења независности централних банака дали су Цукерман, Веб и Нејапти (Cukierman, Webb, & Neyapti, 1992), чији је индекс законске независности постао један од најчешће коришћених инструмената у компаративним анализама централних банака. Полазећи од институционалних карактеристика као што су статус гувернера, формулисање монетарне политике, циљеви централне банке и ограничења у кредитирању јавног сектора, аутори су настојали да квантификују степен формалне независности централних банака. На тим основама касније су развијени бројни модели и методологије мерења независности који су додатно унапређивали анализу односа између институционалног оквира и ефикасности монетарне политике (Eijffinger & De Haan, 1996).

Међутим, иако је традиционални концепт независности дао значајан допринос јачању кредибилитета монетарне политике и снижавању инфлације у великом броју земаља, његова аналитичка ограничења постала су све израженија са процесима финансијске глобализације и развојем савремених финансијских тржишта. Основни недостатак овог приступа лежи у чињеници да независност посматра пре свега као однос централне банке и домаћих политичких институција, док се у знатно мањој мери разматрају утицаји који долазе из међународног окружења.

У условима све веће интегрисаности светских финансијских тржишта простор за самостално деловање националних монетарних власти постепено се смањује. Кретања каматних стопа у водећим светским економијама, промене глобалне ликвидности, међународни токови капитала, кредитни рејтинзи и очекивања инвеститора све више утичу на ефекте домаће монетарне политике. У таквом окружењу чак и формално независна централна банка може бити изложена значајним ограничењима која не произилазе из домаћег политичког система, већ из међународног финансијског окружења (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2005).

Посебно ограничење традиционалног концепта независности огледа се у његовом ослањању на претпоставку да је основни циљ централне банке очување ценовне стабилности. Глобална финансијска криза из 2008. године показала је да ниска инфлација сама по себи није довољна гаранција стабилности финансијског система. У бројним развијеним економијама инфлација је непосредно пре кризе била релативно ниска и стабилна, док су се истовремено акумулирали значајни финансијски ризици који су довели до озбиљних поремећаја на финансијским тржиштима. Ова искуства довела су до преиспитивања традиционалног схватања независности и указала на потребу укључивања финансијске стабилности као равноправног циља централног банкарства (Goodhart, 2010; Borio, 2011).

Додатни проблем представља чињеница да традиционални концепт независности полази од претпоставке постојања јасне границе између монетарне и фискалне политике. Практична искуства током глобалне финансијске кризе и кризе изазване пандемијом COVID-19 показала су да таква граница у екстремним условима постаје знатно мање јасна. Примена програма куповине хартија од вредности, обезбеђивање ванредне ликвидности финансијском систему и подршка функционисању тржишта довели су до интензивније сарадње централних банака и влада. Истовремено, управо су централне банке које су се сматрале најнезависнијим у свету прве приступиле примени нестандардних мера монетарне политике, показујући да се независност у пракси не може увек тумачити искључиво кроз формалне институционалне критеријуме (Orphanides, 2013).

Посматрано из перспективе земаља у развоју, ограничења традиционалног концепта независности постају још израженија. За разлику од развијених економија које располажу дубоким финансијским тржиштима, резервним валутама и високим степеном институционалног кредибилитета, земље у развоју делују у условима веће осетљивости на спољне шокове и ограниченијег маневарског простора монетарне политике. Иако су њихове централне банке током последњих деценија добиле висок степен формалне независности, њихова стварна способност самосталног деловања често зависи од кретања на међународним финансијским тржиштима, приступа међународним изворима финансирања и односа са међународним финансијским институцијама (Aizenman, Chinn, & Ito, 2013).

У том контексту може се закључити да традиционални концепт независности није изгубио свој значај, али је постао недовољан за објашњење сложених односа који карактеришу савремено централно банкарство. Његова највећа вредност и даље се огледа у заштити централне банке од непосредних политичких притисака. Међутим, савремени услови функционисања финансијских система захтевају шире разумевање независности које ће, поред односа са домаћим институцијама, обухватити и утицај глобалних финансијских токова, наднационалних институција, системских ризика и кризних околности. Управо из тих разлога јавља се потреба за развојем динамичког концепта независности централне банке као проширења традиционалног приступа.

Процеси финансијске глобализације довели су до значајних промена у окружењу у коме функционишу савремене централне банке. Либерализација кретања капитала, интеграција националних финансијских тржишта и развој глобалних финансијских институција постепено су трансформисали услове спровођења монетарне политике. У таквом окружењу независност централне банке више није могуће посматрати искључиво кроз однос према домаћим политичким структурама, већ и кроз њен положај у оквиру сложеног система међународних економских и финансијских односа.

Традиционални модели независности полазили су од претпоставке да је национална централна банка доминантно изложена утицају домаће извршне и законодавне власти. Међутим, савремени услови функционисања светске економије показују да централне банке све чешће доносе одлуке у окружењу које је подједнако обликовано међународним финансијским кретањима као и домаћим макроекономским факторима. Управо због тога независност у условима финансијске глобализације не може се свести на питање формалне институционалне аутономије, већ обухвата способност централне банке да очува самосталност одлучивања у условима бројних спољних ограничења (Mishkin, 2019).

Један од најзначајнијих ефеката финансијске глобализације огледа се у постепеном смањивању ефективног монетарног суверенитета националних држава. Иако централне банке формално задржавају овлашћења за доношење одлука о каматним стопама, управљању ликвидношћу и другим инструментима монетарне политике, резултати тих одлука све више зависе од кретања на међународним финансијским тржиштима. Услови финансирања, кретање међународног капитала и промене у глобалној склоности инвеститора ка ризику могу значајно ограничити простор за самостално деловање монетарних власти (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2005).

Посебно је значајан утицај водећих светских централних банака на економије мањих и отворених земаља. Одлуке Федералних резерви Сједињених Америчких Држава, Европске централне банке или Банке Енглеске не утичу искључиво на домаће финансијске услове у тим земљама, већ се њихови ефекти преливају и на глобална финансијска тржишта. Промене референтних каматних стопа, програми квантитативног попуштања или рестриктивне мере монетарне политике могу утицати на токове капитала, курсне односе и услове задуживања у земљама које формално немају никакву институционалну везу са тим централним банкама (Rey, 2015).

У таквим условима независност централне банке добија нову димензију. Она више не подразумева апсолутну способност самосталног деловања, јер таква могућност у савременом глобализованом финансијском систему практично не постоји. Независност се све више огледа у способности институције да, упркос спољним ограничењима, очува контролу над сопственим циљевима, инструментима и процесом доношења одлука. Другим речима, независност престаје да буде питање потпуне аутономије, а постаје питање институционалне отпорности и способности прилагођавања. Овај проблем посебно долази до изражаја у земљама у развоју и транзиционим економијама, јер су њихове централне банке изложене додатним ограничењима која нису обухваћена традиционалним концептом независности (Aizenman, Chinn, & Ito, 2013).

У случају Народне банке Србије овај аспект има посебан значај имајући у виду да одлуке НБС треба да се доносе у знатно сложенијем окружењу него што претпоставља класична теорија независности централне банке. Иако Народна банка Србије ужива висок степен законске независности, њена стварна позиција у великој мери зависи и од кретања у међународном финансијском окружењу, што додатно потврђује потребу за ширим разумевањем концепта независности.

Глобална финансијска криза из 2008. године и пандемија COVID-19 додатно су потврдиле ову трансформацију. Током ових периода показало се да чак и најнезависније централне банке света не могу деловати изоловано од глобалних економских процеса. Истовремено, управо су кризе показале да успешност централне банке више не зависи искључиво од способности контроле инфлације, већ и од способности очувања финансијске стабилности, управљања системским ризицима и координације са другим институцијама економске политике (Goodhart, 2010; Borio, 2011).

Традиционална литература о независности централних банака углавном је била усмерена на анализу институционалних односа између централне банке и државних органа власти. Независност се посматрала као способност централне банке да доноси

одлуке без непосредног политичког утицаја владе, парламента или других органа извршне власти. У том контексту највећа пажња посвећивана је законским механизмима који ограничавају могућност политичког мешања у вођење монетарне политике (Cukierman, 1992; Eijffinger & De Haan, 1996).

Овакво схватање независности може се означити као концепт експлицитне независности, односно експлицитне зависности у случају њеног нарушавања. Експлицитна зависност постоји онда када су механизми политичког утицаја институционално видљиви, формално дефинисани и правно препознатљиви. Она се најчешће испољава кроз могућност владе да утиче на избор руководства централне банке, да одређује циљеве монетарне политике или да користи централну банку као инструмент финансирања буџетског дефицита. Управо због тога су савремене реформе централног банкарства биле усмерене на уклањање оваквих облика зависности и јачање институционалне аутономије централних банака.

Међутим, процеси финансијске глобализације довели су до појаве новог облика ограничења независности који није обухваћен традиционалним моделима анализе. Иако су многе централне банке током последњих деценија стекле висок степен законске независности, њихова способност самосталног деловања све више зависи од процеса који настају изван националних граница. Управо због тога јавља се потреба за увођењем концепта имплицитне зависности централне банке.

Имплицитна зависност не произилази из формалних законских ограничења нити из непосредног политичког утицаја домаћих власти. Она настаје као последица укључености националних економија у глобални финансијски систем и испољава се кроз утицај међународних финансијских тржишта, глобалних токова капитала, кредитних агенција, мултилатералних финансијских институција и монетарних политика водећих светских централних банака. За разлику од експлицитне зависности, која је лако уочљива и правно препознатљива, имплицитна зависност делује посредно и често није формално институционализована.

Најизраженији пример оваквог утицаја представља деловање међународних финансијских институција. Иако Међународни монетарни фонд, Светска банка или Европска централна банка формално не доносе одлуке у име националних централних банака, њихове препоруке, извештаји, програми подршке и стандарди значајно утичу на обликовање економских политика, посебно у земљама у развоју и земљама које се налазе у процесу структурних реформи (International Monetary Fund, 2024; European Commission, 2024). У таквим околностима централна банка задржава формалну самосталност, али се њен простор деловања у пракси обликује под утицајем спољних институционалних и тржишних фактора.

Поред међународних институција, значајан извор имплицитне зависности представљају и глобална финансијска тржишта. Одлуке водећих светских централних банака могу довести до наглих промена токова капитала, промене трошкова задуживања и повећања или смањења инвестиционе активности у земљама у развоју. У таквим околностима националне централне банке често су приморане да прилагођавају сопствене политике како би ублажиле негативне ефекте спољних шокова. Иако се такве одлуке формално

доносе самостално, њихов садржај је у великој мери условљен кретањима у глобалном окружењу (Rey, 2015).

У случају Народне банке Србије постојање имплицитне зависности посебно је значајно због специфичних карактеристика домаће економије. Процес приступања Европској унији, између осталог, чини да одлуке НБС буду доношене у сложеном систему домаћих и међународних ограничења. То не значи да Народна банка Србије није независна, већ да њена независност не може бити објашњена искључиво традиционалним концептом институционалне аутономије, односно експлицитном независношћу од законодавне и извршне власти Републике Србије.

Полазећи од наведеног, може се закључити да савремени концепт независности централне банке треба посматрати кроз две међусобно повезане димензије. Прву димензију чини експлицитна независност, која се односи на одсуство формалног политичког утицаја и представља основу класичних теорија независности централне банке. Другу димензију чини имплицитна независност, која се односи на способност централне банке да очува аутономију одлучивања у условима глобалних финансијских ограничења и утицаја наднационалних институција. Тек истовременим посматрањем обе димензије могуће је потпуно разумети стварни степен независности централне банке у савременим условима финансијске глобализације.

У том смислу, динамички концепт независности Народне банке Србије представља покушај интеграције ова два аспекта независности у јединствен аналитички оквир. Независност се више не дефинише искључиво као одсуство политичког утицаја, већ као способност Народне банке Србије да очува професионалну аутономију и кредибилитет како у односу на домаће политичке актере, тако и у односу на све значајније утицаје који долазе из глобалног финансијског окружења.

Савремене промене у функционисању финансијских система показују да формалноправни механизми независности централне банке, иако и даље неопходни, више нису довољни за потпуно разумевање њеног стварног положаја у економском систему. Традиционални концепт независности заснива се на претпоставци да је довољно обезбедити институционалну заштиту централне банке од непосредног политичког утицаја како би се створили услови за ефикасно вођење монетарне политике. Међутим, процеси финансијске глобализације, раст међународне међузависности и све значајнија улога наднационалних институција показују да независност централне банке више не може бити посматрана искључиво као правна категорија (Goodhart, 2010; Mishkin, 2019).

Управо због тога јавља се потреба за институционализацијом динамичког концепта независности. Под институционализацијом се у овом раду подразумева успостављање механизама који ће омогућити да се независност централне банке не посматра само кроз формалне законске гаранције, већ и кроз њену способност да препознаје, анализира и управља спољним ограничењима која настају у условима глобализације. За разлику од традиционалног модела који је независност углавном мерио кроз односе централне банке и државе, динамички концепт подразумева постојање три међусобно повезана нивоа независности:

- Први ниво односи се на класичну институционалну независност која обухвата заштиту од политичких притисака и представља темељ сваког модерног система централног банкарства. Она подразумева јасно дефинисан мандат централне банке, самосталност у коришћењу инструмената монетарне политике, заштиту руководства од произвољног разрешења и забрану монетарног финансирања јавног сектора (Cukierman, 1992).
- Други ниво односи се на оперативну независност у условима финансијске глобализације. Она подразумева способност централне банке да, упркос снажним утицајима међународних финансијских тржишта, задржи контролу над сопственим инструментима монетарне политике и прилагоди своје одлуке специфичностима домаће економије. У том смислу независност више није питање потпуне аутономије, већ способност институције да управља ограничењима која произилазе из глобалног окружења (Rey, 2015).
- Трећи ниво представља стратешка независност. Она се огледа у способности централне банке да, упркос утицају међународних институција, задржи право да самостално дефинише приоритете и темпо спровођења политика које су прилагођене специфичностима националне економије. Овај аспект је од посебног значаја за земље у развоју јер показује да прихватање међународних стандарда не мора нужно значити губитак самосталности, већ може представљати механизам јачања институционалног кредибилитета.

У случају Народне банке Србије институционализација динамичког концепта независности подразумевала би даље јачање механизама који омогућавају праћење и процену спољних ризика. Поред традиционалних циљева монетарне политике, потребно је континуирано анализирати ефекте глобалних токова капитала, промене монетарних политика водећих светских централних банака, геополитичке ризике и потенцијалне последице одлука међународних финансијских институција на домаћи финансијски систем. Истовремено, институционализација динамичког концепта независности подразумева и јачање аналитичких капацитета централне банке. У условима све веће неизвесности способност правовременог препознавања ризика постаје једнако важна као и формална независност гарантована законом. Управо због тога савремене централне банке све више развијају макропруденцијалне инструменте, системе раног упозоравања и сложене моделе процене системских ризика (Borio, 2011).

Посебан значај има и транспарентност. У традиционалном концепту независности транспарентност је углавном посматрана као механизам одговорности према јавности. У оквиру динамичког концепта она добија ширу функцију и постаје средство очувања кредибилитета у условима повећане неизвесности. Централна банка која јасно комуницира своје циљеве, ограничења и разлоге за доношење одређених одлука лакше одржава поверење јавности и финансијских тржишта чак и у условима кризе (Blinder et al., 2008).

Коначно, институционализација динамичког концепта независности подразумева прихватање чињенице да независност више није статично стање које се једном успоставља законским решењима. Она постаје континуирани процес институционалног прилагођавања променама у домаћем и међународном окружењу. У том смислу независност централне

банке не представља одсуство утицаја, већ способност управљања различитим облицима утицаја без угрожавања основних циљева монетарне и финансијске стабилности.

Полазећи од наведеног, динамички концепт независности Народне банке Србије може се институционализовати као модел који интегрише класичну институционалну независност, оперативну отпорност на глобалне финансијске шокове и стратешку способност самосталног деловања у условима међународне међузависности. На тај начин независност престаје да буде искључиво правна категорија и постаје свеобухватан институционални оквир за деловање централне банке у савременим условима финансијске глобализације.

На основу претходно дефинисаног динамичког концепта независности, може се закључити да очување независности Народне банке Србије у савременим условима захтева шири приступ од оног који је карактерисао традиционални модел централног банкарства. Док је класични концепт био усмерен пре свега на заштиту централне банке од непосредних политичких притисака, савремени услови функционисања финансијских система намећу потребу за јачањем институционалне отпорности према све сложенијим домаћим и међународним изазовима:

- Прва препорука односи се на формално укључивање анализе спољних ограничења у процес доношења монетарних и макропруденцијалних одлука. Народна банка Србије већ прати кретања на међународним финансијским тржиштима, али би у оквиру динамичког концепта независности било корисно да се процена утицаја глобалних фактора систематски укључи у процес креирања политика. На тај начин би се независност посматрала не само као заштита од домаћих притисака већ и као способност институције да управља ризицима који долазе из међународног окружења (Rey, 2015).
- Друга препорука односи се на увођење редовног праћења показатеља имплицитне зависности. За разлику од традиционалних индекса независности који се заснивају на законским решењима, динамички концепт захтева развој показатеља који би омогућили праћење степена изложености домаћег финансијског система спољним факторима. Такви показатељи могли би да обухвате степен евроизације, зависност од међународних токова капитала, учешће страних банака у финансијском сектору, изложеност променама глобалних каматних стопа и утицај одлука водећих светских централних банака, међународних и наднационалних институцијана домаће финансијско тржиште.
- Трећа препорука односи се на даље јачање аналитичких и истраживачких капацитета Народне банке Србије. Савремено окружење карактеришу све сложенији облици финансијских ризика, због чега способност њиховог правовременог препознавања постаје једнако важна као и формална независност гарантована законом. Развој модела за процену системских ризика, анализа сценарија и стрес тестова, као и јачање сарадње са академском заједницом и међународним институцијама, могу значајно допринети отпорности централне банке на спољне шокове (Borio, 2011).
- Четврта препорука односи се на даље унапређење транспарентности и комуникације са јавношћу. У условима повећане неизвесности кредибилитет централне банке постаје један од њених најзначајнијих ресурса. Управо због тога транспарентност не

треба посматрати искључиво као инструмент одговорности, већ и као механизам очувања независности. Централна банка која благовремено и јасно објашњава своје одлуке лакше одржава поверење јавности и отпорнија је на политичке и тржишне притиске (Blinder et al., 2008).

- Пета препорука односи се на очување јасне границе између монетарне и фискалне политике чак и у условима кризе. Искуства глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 показала су да је координација између централне банке и владе неопходна у ванредним околностима. Међутим, таква сарадња не сме довести до трајног нарушавања независности централне банке нити до појаве фискалне доминације. Због тога би све кризне мере које подразумевају појачану сарадњу са државом требало да буду јасно дефинисане, временски ограничене и транспарентне (Goodhart, 2010).
- Шеста препорука односи се на процес приступања Европској унији. Хармонизација са правним тековинама Европске уније треба да буде праћена истовременим јачањем домаћих институционалних капацитета. Независност Народне банке Србије не би требало посматрати само као услов за приступање Европској унији, већ као дугорочни фактор макроекономске и финансијске стабилности. Управо због тога неопходно је наставити процес усклађивања са стандардима Европског система централних банака уз очување способности да се одговори на специфичности домаће економије (European Central Bank, 2024).
- Седма препорука односи се на формално укључивање динамичког концепта независности у будућа истраживања и процене независности Народне банке Србије. Постојећи индекси независности, попут CWN индекса, и даље представљају значајан инструмент мерења формалне независности. Међутим, у условима финансијске глобализације неопходно је њихово допуњавање показатељима који омогућавају мерење изложености спољним ограничењима и процену способности централне банке да управља таквим ризицима. На тај начин било би могуће прецизније сагледати стварни степен независности централне банке у савременом економском окружењу.

На основу наведеног може се закључити да очување независности Народне банке Србије у будућности неће зависити искључиво од законских гаранција и формалног институционалног положаја. Подједнако важну улогу имаће способност институције да управља ризицима који произилазе из финансијске глобализације, да очува кредибилитет у условима кризе и да обезбеди стабилност финансијског система без угрожавања сопствене аутономије. Управо у томе лежи суштина динамичког концепта независности Народне банке Србије као могућег правца даљег развоја теорије независности централних банака.

Полазећи од резултата спроведене анализе може се закључити да традиционални модели независности централне банке нису у потпуности изгубили значај, али више не пружају довољно широк аналитички оквир за разумевање положаја централних банака у условима финансијске глобализације. Највећи број постојећих индекса независности заснива се на анализи институционалних односа између централне банке и националних органа власти (Cukierman, 1992; Eijffinger & De Haan, 1996).

Међутим, резултати истраживања показују да формална независност сама по себи није довољна за разумевање стварног степена аутономије централне банке. Савремене

централне банке делују у окружењу у коме се стварни простор за самостално деловање централне банке не одређује искључиво националним законодавством већ и бројним факторима који потичу из међународног окружења (Rey, 2015). У овом раду се, стога, предлаже модел динамичке независности централне банке који независност посматра као резултат интеракције две међусобно повезане димензије: експлицитне независности и имплицитне зависности:

- Прву димензију чини експлицитна независност, која обухвата традиционалне елементе независности централне банке. Она подразумева институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност, као и механизме одговорности и транспарентности. Ова компонента представља основу класичног концепта независности и обезбеђује заштиту централне банке од непосредних политичких притисака. Управо на овом нивоу заснивају се најпознатији индекси независности централних банака и већина законских решења која су усвојена током последњих неколико деценија.
- Другу димензију чини имплицитна зависност, која произилази из укључености националне економије у глобални финансијски систем. Она се не испољава кроз формалне правне механизме већ кроз утицај међународних токова капитала, глобалних финансијских циклуса, кредитних агенција, наднационалних институција и монетарних политика водећих светских централних банака. Овај облик зависности посебно је изражен у земљама у развоју и малим отвореним економијама чије су централне банке изложене снажним спољним ограничењима (Obstfeld, Shambaugh, & Taylor, 2005).

Експлицитна независност Народне банке Србије обезбеђена је релативно развијеним законским оквиром који је у великој мери усклађен са стандардима Европске уније и Европског система централних банака. Истовремено, НБС делује у условима све сложенијих и снажнијих притисака из међународног окружења због чега стварни степен њене независности зависи не само од домаћих институционалних решења већ и од способности управљања бројним спољним утицајима.

У оквиру предложеног модела динамичка независност представља способност централне банке да истовремено очува висок степен експлицитне независности и успешно управља ограничењима која произилазе из имплицитне зависности. Са теоријског становишта, предложени модел представља проширење класичних теорија независности централне банке. Док су традиционални модели били усмерени пре свега на односе између централне банке и државе, динамички модел у анализу укључује и утицај глобалног финансијског окружења. На тај начин независност се посматра као динамична и вишедимензионална категорија чији се садржај мења упоредо са променама у структури светске економије.

Практични значај овог приступа огледа се у могућности да се независност централне банке убудуће процењује не само на основу законских решења већ и на основу њене отпорности на спољне шокове, способности управљања системским ризицима, очувања кредибилитета и одржавања стабилности финансијског система. Управо због тога динамички концепт независности може представљати користан аналитички оквир за проучавање положаја централних банака у савременим условима финансијске глобализације.

На основу свега наведеног може се закључити да независност централне банке у 21. веку више не треба посматрати као статичну правну категорију, већ као континуирани процес управљања односом између институционалне аутономије и глобалних ограничења. Управо у томе лежи суштина динамичког концепта независности Народне банке Србије који се предлаже у овом раду.

ШЕСТО ПОГЛАВЉЕ

ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ УТИЦАЈА НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА НА ИНФЛАЦИЈУ

Теоријска и компаративна анализа изложена у претходним поглављима указала је да је независност централне банке један од кључних институционалних предуслова успешног спровођења монетарне политике и очувања ценовне стабилности. Истовремено, разматрање развоја концепта независности, искустава развијених и транзиционих економија, као и анализа последица глобалне финансијске кризе и других савремених економских поремећаја, показали су да се однос између независности централне банке и остваривања основних циљева монетарне политике не може посматрати искључиво кроз формално-правни оквир.

Полазећи од наведених теоријских полазишта, у овом поглављу спроведено је емпиријско истраживање са циљем испитивања утицаја независности централних банака на кретање инфлације у одабраном узорку развијених и транзиционих економија. Посебна пажња посвећена је анализи промена степена независности централних банака током различитих временских периода, као и испитивању да ли се однос између независности и инфлације мења у условима значајних институционалних и макроекономских промена.

Емпиријски део истраживања заснива се на примени одговарајућих статистичких метода које омогућавају сагледавање кретања посматраних променљивих, поређење развијених и транзиционих економија, као и испитивање повезаности и утицаја независности централних банака на стопу инфлације. На тај начин обезбеђена је емпиријска провера постављених хипотеза и створена основа за оцену у којој мери су теоријска полазишта о независности централне банке потврђена у савременим економским условима.

6.1. Методологија истраживања

Емпиријски део истраживања има за циљ испитивање утицаја степена независности централних банака на кретање инфлације у одабраним развијеним и транзиционим економијама. Полазна основа истраживања заснива се на теоријским поставкама према којима независност централне банке представља један од кључних предуслова за очување ценовне стабилности и успешно спровођење монетарне политике (Cukierman, 1992; Alesina & Summers, 1993).

Узорком је обухваћено једанаест земаља које су подељене у две групе. Прву групу чине развијене економије са дугом традицијом независног централног банкарства, док другу групу чине земље у развоју, односно транзиционе економије које су током последњих деценија пролазиле кроз процес институционалних и економских реформи.

Табела 6.1. Структура узорка према степену економске развијености

РАЗВИЈЕНЕ ЗЕМЉЕ	ЗЕМЉЕ У РАЗВОЈУ
САД	Хрватска
ЕВРОПСКА УНИЈА	Босна и Херцеговина
ВЕЛИКА БРИТАНИЈА	Црна Гора
ШВАЈЦАРСКА	Чешка
ЈАПАН	Пољска
	Србија

Извор: Сачинио аутор.

Избор развијених земаља заснива се на њиховој значајној улози у светском финансијском систему и високом степену развијености централнобанкарских институција. У узорак су укључене централне банке које се у литератури најчешће користе као примери институционално независних монетарних власти, попут Федералних резерви САД, Европске централне банке, Банке Енглеске и Швајцарске народне банке. Истовремено, укључивање Банке Јапана омогућава анализу специфичног случаја у којем висок степен економске развијености није праћен једнако високим степеном фактичке независности услед дугогодишње примене нестандардних мера монетарне политике.

- Федералне резерве САД (ФЕД)

Федерални систем резерви (ФЕД) изабран је за анализу због свог специфичног положаја у теорији и пракси независности централних банака. За разлику од већине централних банака које као примарни циљ имају стабилност цена, ФЕД поседује двоструки мандат који обухвата стабилност цена и високу стопу запослености (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2024). Поред тога, у литератури се често истиче да је формална (de jure) независност ФЕД-а нижа од независности Европске централне банке, будући да Конгрес дефинише његове циљеве и врши парламентарни надзор (Cukierman, 1992; Dincer & Eichengreen, 2014). Међутим, бројни аутори наглашавају да је његова стварна (de facto) независност значајно већа од оне која произилази из самог законског оквира, захваљујући дугим мандатима руководства, финансијској самосталности и високом институционалном кредибилитету (Mishkin, 2022; Bernanke, 2015). Управо ова разлика између формалне и стварне независности чини ФЕД посебно занимљивим предметом анализе у истраживању односа независности централне банке и инфлације.

- Европска централна банка (ЕЦБ)

Европска централна банка представља јединствен пример наднационалне централне банке и једну од институција са највишим степеном законски гарантоване независности у савременом монетарном систему (European Central Bank, 2024; De Haan & Eijffinger, 2016). За разлику од националних централних банака, ЕЦБ спроводи монетарну политику за више држава чланица еврозоне, што је чини јединственим институционалним моделом у свету (European Union, 2012). Њена независност експлицитно је заштићена оснивачким уговорима Европске уније, а институцијама ЕУ и владама држава чланица забрањено је да утичу на одлуке ЕЦБ (European Union, 2012; ECB, 2024). У научној

литератури ЕЦБ се често наводи као пример централне банке са највишим степеном институционалне независности, због чега представља значајну референтну тачку за поређење са другим централним банкама (Cukierman, 1992; De Haan & Eijffinger, 2016). Истовремено, анализа ЕЦБ омогућава испитивање у којој мери висок степен институционалне независности доприноси остваривању основног циља монетарне политике – одржавању стабилности цена (European Central Bank, 2024; Issing, 2008).

- Банка Енглеске (БоЕ)

Банка Енглеске (Bank of England) има изузетан историјски значај у развоју савременог централног банкарства. Иако је прва централна банка била Шведска Риксбанка, основана 1668. године, Банка Енглеске, основана 1694. године, сматра се најзначајнијом институцијом у историјском развоју концепта централног банкарства и узором бројним касније основаним централним банкама (Singleton, 2011; Bank of England, 2024). Њен значај произилази не само из дуге традиције већ и из чињенице да је током више векова развијала функције које су временом постале стандардне функције модерних централних банака, укључујући улогу емисионе институције, банкара државе и зајмодавца у крајњој инстанци (Goodhart, 1988). Поред историјског значаја, Банка Енглеске је посебно интересантна за анализу јер је формалну независност у вођењу монетарне политике стекла тек 1997. године, када је Одбор за монетарну политику (Monetary Policy Committee) добио овлашћење да самостално одлучује о висини каматних стопа ради остваривања циља ценовне стабилности (Bank of England Act, 1998; Bank of England, 2024). Ова институционална промена представља један од најзначајнијих примера јачања независности централне банке у савременој економској пракси и омогућава сагледавање утицаја независности на кредибилитет монетарне политике и контролу инфлационих очекивања (King, 2004).

- Швајцарска народна банка (СНБ)

Посебан значај СНБ произилази и из специфичног положаја Швајцарске у светском финансијском систему. Сам појам „швајцарске банке“ деценијама представља симбол стабилности, сигурности и поверења, због чега је анализа централне банке која делује у таквом окружењу од посебног научног интереса (Baltensperger, 2012). Истовремено, СНБ се у литератури често наводи као једна од најнезависнијих централних банака међу развијеним земљама, што је чини важним примером за испитивање односа између независности централне банке и инфлације (De Haan & Eijffinger, 2016; Jordan, 2023). Посебно је интересантна чињеница да је СНБ, упркос високом степену независности, током периода након глобалне финансијске кризе била принуђена да примењује нестандардне мере монетарне политике, укључујући интервенције на девизном тржишту и политику негативних каматних стопа, што омогућава анализу граница независности централних банака у условима изражених спољних шокова (Swiss National Bank, 2024; Jordan, 2023).

- Банка Јапана (БоЈ)

Банка Јапана (Bank of Japan – BoJ) изабрана је за анализу јер представља пионира у примени нестандардних мера монетарне политике. Суочена са дуготрајном дефлацијом, ниским стопама привредног раста и слабом домаћом тражњом, већ крајем деведесетих

година двадесетог века започела је примену мера које су касније прихватиле и друге водеће централне банке (Ito & Mishkin, 2006; Bank of Japan, 2024). Као прва централна банка која је експериментисала са квантитативним попуштањем, политиком негативних каматних стопа и контролом криве приноса (Yield Curve Control), Банка Јапана представља значајан пример за анализу стварне независности централне банке у условима кризе и нестандардног деловања монетарне политике (Bernanke, 2022; Bank of Japan, 2024).

Посебан значај Банке Јапана за ово истраживање произилази из чињенице да је током дугог периода спровођења експанзивне монетарне политике дошло до значајног раста њене активе и обима државних обвезница у власништву централне банке. Као последица такве политике, у научној литератури често се поставља питање степена њене фактичке и финансијске независности, будући да су монетарне мере Банке Јапана у великој мери биле усмерене на подршку економском расту и стабилизацију јавног дуга (Ueda, 2023; Tucker, 2018). Иако је њена институционална независност законски гарантована Законом о Банци Јапана из 1998. године, дуготрајна примена квантитативног попуштања, куповина државних обвезница и блиска координација са економском политиком владе довеле су до бројних расправа о могућем смањењу фактичке и финансијске независности централне банке (Ito & Mishkin, 2006; Bernanke, 2022).

Посматрана група развијених земаља обухвата централне банке које представљају различите институционалне моделе независности и различите приступе вођењу монетарне политике. Иако све припадају групи најразвијенијих светских економија, њихови правни оквири, институционална решења и практични приступи остваривању монетарних циљева значајно се разликују.

Федералне резерве САД, Европска централна банка, Банка Енглеске, Швајцарска народна банка и Банка Јапана изабране су јер представљају најзначајније моделе савременог централног банкарства. Док Европска централна банка представља пример највишег степена законски гарантоване независности на наднационалном нивоу, Федералне резерве показују специфичан однос између формалне и стварне независности. Банка Енглеске представља пример успешног јачања независности кроз институционалне реформе, док се Швајцарска народна банка у литератури често наводи као један од најуспешнијих примера независног централног банкарства у пракси. Насупрот томе, Банка Јапана представља специфичан случај у којем је дуготрајна примена нестандардних мера монетарне политике покренула расправе о границама фактичке и финансијске независности централне банке.

Управо због ових разлика посматрана група развијених земаља омогућава анализу различитих модела независности централних банака у условима високог степена институционалне развијености. Истовремено, она представља референтни оквир за поређење са транзиционим економијама, у којима су процеси изградње независности централних банака често били условљени институционалним реформама, европским интеграцијама и ограничењима монетарног суверенитета. На тај начин омогућено је сагледавање не само разлика у степену независности централних банака, већ и различитих механизама посредством којих независност доприноси остваривању ценовне и финансијске стабилности.

Земље у развоју изабране су због различитих институционалних решења и различитог степена монетарног суверенитета. Узорком су обухваћене земље које примењују инфлационо таргетирање (Србија, Чешка и Пољска), земље са специфичним монетарним аранжманима као што су currency board у Босни и Херцеговини и евроизација у Црној Гори, као и Хрватска која је током посматраног периода прошла пут од транзиционе економије до чланице еврозоне.

- Хрватска народна банка (ХНБ)

Хрватска народна банка представља један од најуспешнијих примера трансформације централне банке у земљама у транзицији. Од стицања независности Републике Хрватске почетком деведесетих година, ХНБ је имала кључну улогу у успостављању монетарне стабилности, изградњи кредибилитета националне валуте и јачању институционалне независности централне банке (HNB, 2024; Vujčić & Dumičić, 2021). Посебну специфичност представља чињеница да је ХНБ током већег дела посматраног периода спроводила монетарну политику усмерену на очување стабилности девизног курса, што је значајно утицало на избор и примену монетарних инструмената.

Посебан значај има чињеница да је Република Хрватска постала чланица Европске уније 2013. године, а еврозоне 2023. године, чиме је ХНБ постала део Европског система централних банака и Евросистема (European Central Bank, 2024; HNB, 2024). Због тога ХНБ представља значајан пример трансформације централне банке из транзиционе у институцију која послује у складу са највишим европским стандардима независности централних банака. Истовремено, овај случај омогућава анализу процеса постепеног усклађивања националног законодавства и институционалног оквира са правним тековинама Европске уније у области централног банкарства.

За потребе овог истраживања ХНБ је посебно значајна јер омогућава испитивање у којој мери је постепено јачање независности централне банке и приближавање европским институционалним стандардима допринело очувању ценовне и финансијске стабилности. Истовремено, Хрватска представља јединствен пример земље која је током посматраног периода прешла пут од транзиционе економије до пуноправне чланице еврозоне, што је чини важном референтном тачком за поређење са осталим земљама у транзицији обухваћеним овим истраживањем.

- Централна банка Босне и Херцеговине (ЦББиХ)

Централна банка Босне и Херцеговине представља пример централне банке транзиционе економије која функционише у специфичном институционалном оквиру валутног одбора (currency board) (Central Bank of Bosnia and Herzegovina, 2024; IMF, 2023). За разлику од већине централних банака, ЦББиХ нема класичну дискрециону монетарну политику, већ је њен основни задатак очување стабилности конвертибилне марке путем одржавања фиксног девизног курса. Због тога се стабилност цена остварује посредно, кроз одржавање стабилности курса, а не активним коришћењем монетарних инструмената. Посебан значај ЦББиХ произилази из чињенице да представља пример високе формалне независности уз истовремено ограничен монетарни суверенитет. За потребе

овог истраживања она је значајна јер омогућава анализу односа између независности централне банке и инфлације у условима када је простор за самостално вођење монетарне политике веома ограничен, што је битно разликује од централних банака развијених земаља.

- Централна банка Црне Горе (ЦБЦГ)

Централна банка Црне Горе изабрана је за анализу као пример централне банке транзиционе економије која послује у специфичном монетарном окружењу евроизације. Црна Гора је једна од ретких држава која је једнострано прихватила евро као законско средство плаћања, иако није чланица Европске уније нити еврозоне (CBCG, 2024; Fabris, 2020). Због тога ЦБЦГ не располаже класичним инструментима монетарне политике, као што су емисија националне валуте или вођење политике каматних стопа, већ је њена улога превасходно усмерена на очување стабилности финансијског система и банкарску супервизију. Посебан значај ЦБЦГ за ово истраживање произилази из чињенице да представља пример високе институционалне независности уз истовремено одсуство монетарног суверенитета. Управо због тога она представља важан пример за анализу односа независности централне банке и инфлације у условима када могућност вођења самосталне монетарне политике практично не постоји.

- Чешка народна банка (ЧНБ)

Чешка народна банка (ЧНБ) изабрана је за анализу као пример транзиционе централне банке која је успешно спровела процес монетарне и институционалне трансформације након преласка на тржишни модел привређивања. У литератури се често наводи као једна од најнезависнијих централних банака међу земљама Централне и Источне Европе, са јасно дефинисаним циљем очувања стабилности цена и високим степеном институционалне самосталности (Czech National Bank, 2024; Frait, 2019). Посебан значај ЧНБ произилази из чињенице да је Чешка Република постала чланица Европске уније 2004. године, али је задржала сопствену валуту и самосталну монетарну политику. Као централна банка која примењује режим циљања инфлације, ЧНБ располаже пуним спектром монетарних инструмената, а након глобалне финансијске кризе користила је и интервенције на девизном тржишту ради спречавања прекомерног јачања чешке круне и подршке остваривању циља стабилности цена (CNB, 2024; European Commission, 2023). Задржавање монетарног суверенитета након приступања Европској унији издваја ЧНБ као важан пример независног централног банкарства у транзиционим економијама и чини је значајном референтном тачком за поређење са осталим земљама обухваћеним истраживањем.

- Народна банка Пољске (НБП)

Народна банка Пољске је централна банка највеће транзиционе економије обухваћене истраживањем и један од најуспешнијих примера економске трансформације у постсоцијалистичким земљама (Narodowy Bank Polski, 2024; Brzoza-Brzezina, 2021). Пољска је постала чланица Европске уније 2004. године, али је задржала националну валуту – пољски злот, чиме је очувала монетарни суверенитет и могућност самосталног вођења монетарне политике. Посебан значај НБП произилази из високог степена институционалне независности, која је додатно ојачана уставном заштитом и значајном

улогом Савета за монетарну политику у процесу доношења одлука (Narodowy Bank Polski, 2024; Constitution of the Republic of Poland, 1997). Као централна банка која примењује режим циљања инфлације и располаже пуним спектром монетарних инструмената, НБП представља важан пример успешног споја институционалне независности, монетарног суверенитета и економске трансформације, због чега заузима значајно место у анализи односа независности централне банке и инфлације.

Посебан значај укључивања Хрватске народне банке, Чешке народне банке и Народне банке Пољске произилази из чињенице да ове институције представљају најуспешније примере монетарне и институционалне трансформације међу посматраним транзиционим економијама. Иако су све три земље постале чланице Европске уније, њихов даљи развој централног банкарства одвијао се различитим путевима.

Чешка и Пољска задржале су сопствене валуте и монетарни суверенитет, што им је омогућило да наставе самостално спровођење монетарне политике и режима циљања инфлације. Насупрот томе, Хрватска је приступањем еврозони 2023. године пренела надлежности у области монетарне политике на Европску централну банку, чиме је окончан процес њене монетарне интеграције у европски систем централног банкарства. При том Чешка народна банка и Народна банка Пољске представљају два различита модела изградње независности централне банке након транзиције. Чешка народна банка се у литератури често наводи као пример снажне институционалне и законске независности, док се независност Народне банке Пољске у великој мери ослања на улогу Савета за монетарну политику и функционални оквир доношења одлука.

За разлику од њих, Централна банка Босне и Херцеговине и Централна банка Црне Горе функционишу у условима ограниченог монетарног суверенитета услед примене валутног одбора, односно евроизације. Управо због тога посматрани узорак обухвата различите институционалне моделе централног банкарства у транзиционим економијама, што омогућава свеобухватнију анализу односа независности централних банака и инфлације. У том контексту посебно место заузима Народна банка Србије као централна банка која је, за разлику од наведених институција, задржала сопствену валуту, монетарни суверенитет и пуни спектар инструмената монетарне политике током читавог посматраног периода.

- Народна банка Србије (НБС)

Народна банка Србије заузима посебно место у овом истраживању не само као централна банка Републике Србије, већ и као полазна основа за развој и институционализацију предложеног динамичког модела независности централних банака. За разлику од осталих централних банака обухваћених анализом, НБС представља централни студијски случај на основу којег се повезују теоријски концепти независности централних банака са конкретним институционалним, правним и економским оквиром једне транзиционе економије (НБС, 2024; Закон о Народној банци Србије).

Посебан значај НБС произилази из чињенице да је током посматраног периода задржала сопствену валуту, монетарни суверенитет и пуни спектар инструмената монетарне политике, истовремено пролазећи кроз процес институционалних реформи,

европских интеграција и више значајних економских криза. Анализа развоја независности НБС омогућава сагледавање начина на који се формални аспекти независности централне банке одражавају на њено стварно деловање у различитим економским околностима.

Из тог разлога НБС представља кључни пример за формулисање предложеног динамичког модела независности централних банака, који има за циљ да превазиђе ограничења традиционалних приступа мерењу независности и обухвати не само законски дефинисан степен независности, већ и његову практичну примену у условима различитих економских, институционалних и кризних околности.

Истраживање обухвата податке за више временских периода (1992, 2010, 2019. и 2022. година), што омогућава примену панел анализе. У истраживању су анализиране четири временске тачке које представљају различите фазе развоја независности централних банака и глобалног монетарног окружења.

Табела 6.2. Разлози избора посматраних година

Година	*Разлог избора*
1992	Период високе инфлације, институционалне транзиције и ниског степена независности централних банака
2010	Период након глобалне финансијске кризе и почетка примене нестандардних мера монетарне политике
2019	Последња година пре пандемије COVID-19 и период релативне ценовне стабилности
2022	Период након пандемије и почетка глобалног инфлаторног шока

Извор: Сачинио аутор.

Избор 1992. године заснива се на чињеници да је те године објављено једно од најзначајнијих истраживања у области независности централних банака које су спровели Cukierman, Webb & Neyapti, (1992). У оквиру овог истраживања развијен је индекс законске независности централних банака (CWN индекс), који је касније постао један од најчешће коришћених инструмената за мерење независности централних банака у научној литератури. Истраживање је обухватило велики међународни узорак од око 70 земаља, док су поједини показатељи стварне независности анализирани за период од 1950. до 1989. године.

Посматрање 1992. године има посебан значај јер представља период пре глобалног таласа институционалних реформи којима је током деведесетих година и почетком XXI века значајно ојачана независност централних банака. У то време независност централних банака још увек није била широко прихваћен стандард монетарне политике, а у великом броју земаља централне банке биле су изложеније политичким утицајима него данас. Истовремено, многе земље су током седамдесетих и осамдесетих година бележиле релативно високе и нестабилне стопе инфлације, што је управо подстакло развој теорије

и праксе независног централног банкарства. Због тога 1992. година представља важну почетну тачку за анализу односа између независности централних банака и инфлације и омогућава поређење са каснијим периодима у којима је независност централних банака постала један од кључних принципа савремене монетарне политике.

Избор 2010. године заснива се на резултатима истраживања које су спровели Dincer & Eichengreen (2013.), настављајући традицију мерења независности централних банака засновану на CWN методологији. Њихова истраживања представљају једно од најобухватнијих ажурирања индекса независности централних банака и омогућавају поређење са резултатима добијеним почетком деведесетих година.

Посматрање 2010. године има посебан значај јер представља период непосредно након глобалне економске и финансијске кризе из 2008. године, која је представљала један од највећих изазова за савремене централне банке. Криза је довела до интензивне примене нестандардних мера монетарне политике, повећане сарадње између монетарних и фискалних власти и преиспитивања стварног степена независности централних банака. Истовремено, до 2010. године већина развијених и велики број транзиционих земаља спровели су реформе усмерене ка јачању институционалне, функционалне, персоналне и финансијске независности централних банака. Због тога 2010. година представља значајну временску тачку за анализу ефеката независности централних банака у условима након глобалне финансијске кризе и омогућава поређење са резултатима из периода пре успостављања савремених стандарда независног централног банкарства.

Избор 2019. године заснива се на чињеници да она представља последњу годину пре избијања пандемије COVID-19 и последичних поремећаја који су значајно утицали на функционисање централних банака и кретање инфлације на глобалном нивоу (Dincer & Eichengreen, 2014; IMF, 2023). У том периоду већина посматраних централних банака деловала је у релативно стабилним макроекономским условима, при чему су стопе инфлације у великом броју земаља биле ниске и углавном у складу са постављеним циљевима монетарне политике (ECB, 2020; Federal Reserve, 2020). Истовремено, независност централних банака достигла је висок ниво захваљујући вишедеценијским институционалним реформама и унапређењу законског оквира (Dincer & Eichengreen, 2014; Cukierman et al., 1992). Због тога 2019. година представља значајну референтну тачку која омогућава сагледавање односа између независности централних банака и инфлације у условима релативне економске стабилности, непосредно пре кризе која је захтевала примену бројних ванредних и нестандардних мера монетарне политике (BIS, 2021; IMF, 2023).

Избор 2022. године заснива се на чињеници да она представља период након пандемије COVID-19 и почетка глобалног инфлаторног шока. Посебан значај ове године произилази из чињенице да су последице примене нестандардних мера монетарне политике, као што су квантитативно попуштање (QE), значајно повећање биланса централних банака, куповина државних обвезница и подршка фискалним пакетима током пандемије, отвориле питање замагљивања границе између монетарне и фискалне политике и очувања стварне независности централних банака (Bernanke, 2022; Tucker, 2018; BIS, 2023).

Такође, 2022. година представља значајну прекретницу за анализу односа независности централних банака и инфлације. За разлику од 1992. године, када су високе стопе инфлације биле праћене ниским степеном независности централних банака, у 2022. години већина посматраних централних банака задржала је веома висок степен институционалне независности, док су стопе инфлације значајно порасле. Такав развој догађаја указује да висока независност централне банке, иако представља важан предуслов за очување ценовне стабилности, није сама по себи била довољна да спречи последице глобалних поремећаја изазваних пандемијом, енергетском кризом и поремећајима у ланцима снабдевања.

Имајући то у виду, 2022. година има посебан значај за ово истраживање, јер омогућава испитивање ограничења традиционалног схватања независности централних банака и анализу у којој мери се однос између независности и инфлације мења у условима великих глобалних шокова (BIS, 2022; IMF, 2023). Управо ова година пружа основу за разматрање динамичког приступа независности централних банака, који полази од претпоставке да се степен независности не може оцењивати искључиво на основу законског оквира, већ и кроз способност централне банке да у условима кризе самостално спроводи монетарну политику у складу са законом утврђеним циљевима (Khan & Menand, 2024; BIS, 2022).

У складу са постављеним циљем истраживања дефинисане су зависна и независна променљива. Као независна променљива коришћен је индекс независности централне банке (ИН), док је као зависна променљива коришћена стопа инфлације као један од основних показатеља успешности монетарне политике и очувања ценовне стабилности (Cukierman, Webb, & Neyapti, 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Полазећи од општих теоријских хипотеза истраживања које се односе на однос институционалне и фактичке независности централних банака, у оквиру емпиријског дела рада формулисане су посебне хипотезе чији је циљ испитивање повезаности између степена независности централних банака и инфлације у посматраном узорку земаља (Alesina & Summers, 1993; Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

На основу теоријских поставки и резултата претходних истраживања формулисана је следећа основна хипотеза: Виши степен независности централних банака доприноси остваривању нижих и стабилнијих стопа инфлације. Ради детаљнијег испитивања постављене су и помоћне хипотезе:

- Однос између независности централних банака и инфлације није једнак у свим посматраним периодима, већ зависи од институционалних и економских околности.
- Глобални шокови и примена нестандардних мера монетарне политике након глобалне финансијске кризе и пандемије COVID-19 утицали су на слабљење традиционалне везе између независности централних банака и инфлације.
- Формално висок степен институционалне независности централне банке сам по себи није довољан услов за остваривање ценовне стабилности, већ ефекти

независности зависе од њене стварне (de facto) независности и институционалног и макроекономског окружења.

Табела 6.3. Промењљиве у истраживању

ТИП ПРОМЕНЉИВЕ	ПРОМЕНЉИВА	ОПИС
НЕЗАВИСНА	Индекс независности централне банке (ИН)	Показатељ степена институционалне, функционалне, персоналне и финансијске независности централне банке
ЗАВИСНА	Стопа инфлације	Годишња стопа инфлације као показатељ ценовне стабилности

Извор: Сачинио аутор.

За потребе истраживања примењене су дескриптивне и аналитичке статистичке методе.

Табела 6.4. Примењене статистичке методе

МЕТОДА	СВРХА ПРИМЕНЕ
ДЕСКРИПТИВНА СТАТИСТИКА	Анализа основних карактеристика података и сагледавање кретања индекса независности централних банака и стопе инфлације у посматраном узорку.
КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА	Поређење развијених и транзиционих економија према степену независности централних банака и стопама инфлације.
РЕГРЕСИОНА АНАЛИЗА ПАНЕЛ ПОДАТАКА	Испитивање утицаја независности централних банака на стопу инфлације уз истовремено уважавање временске и просторне димензије података.
КОРЕЛАЦИОНА АНАЛИЗА	Испитивање јачине и смера повезаности између степена независности централних банака и стопе инфлације.

Извор: Сачинио аутор.

Комбиновањем дескриптивне статистике, компаративне анализе, регресионе анализе панел података и корелационе анализе омогућено је свеобухватно испитивање односа између независности централних банака и стопе инфлације. Примењене методе омогућавају анализу кретања посматраних промењљивих, поређење развијених и транзиционих економија, као и испитивање утицаја и повезаности независности централних банака и инфлације. У наставку рада представљени су резултати добијени применом наведених статистичких метода.

6.2. Анализа независности централних банака у посматраном узорку

Пре анализе односа између независности централних банака и инфлације неопходно је сагледати кретање самог индекса независности у посматраном узорку. Анализа вредности индекса независности омогућава увид у степен институционалног развоја централних банака, као и у разлике које постоје између развијених и транзиционих економија.

Посматрани подаци показују да је током анализираног периода дошло до значајног раста независности централних банака у готово свим земљама обухваћеним истраживањем. Најниже вредности индекса независности забележене су почетком деведесетих година, док су највише вредности достигнуте након глобалне финансијске кризе и у периоду непосредно пре пандемије COVID-19.

Табела 6.5. Индекс независности централних банака у посматраном узорку

ЗЕМЉА	1992	2010	2019	2022
САД	0,48	0,12	0,86	0,86
ЕУ	-	0,85	0,98	0,98
ВБ	0,27	0,17	0,97	0,97
ШВАЈЦАРСКА	0,64	0,98	0,98	0,98
ЈАПАН	0,18	0,35	0,42	0,42
ХРВАТСКА	0,17	0,80	0,92	0,92
БИХ	0,17	0,86	0,86	0,86
ЦРНА ГОРА	0,17	0,78	0,86	0,86
ЧЕШКА	-	0,68	0,92	0,92
ПОЉСКА	0,10	0,31	0,92	0,92
СРБИЈА	0,17	0,67	0,92	0,92

Извор: Сачинио аутор на основу CWN индекса (Cukierman et al., 199) и Dincer & Eichengreen ,2014).

Најизраженији раст независности забележен је код транзиционих економија. Док су почетком деведесетих година њихове централне банке углавном имале низак степен независности, процес институционалних реформи, процес усклађивања националног законодавства са правним тековинама Европске уније (acquis communautaire), јачање институционалних капацитета централних банака и усвајање савремених монетарних оквира довео је до значајног јачања њихове самосталности (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014; European Commission, 2023). Посебно се издвајају Чешка, Пољска, Хрватска и Србија, код којих је индекс независности до 2019. године достигао вредности блиске најразвијенијим централним банкама (Dincer & Eichengreen, 2014).

Анализа показује да развијене земље не представљају потпуно хомогену групу. Европска централна банка и Швајцарска народна банка бележе највише вредности индекса независности током читавог посматраног периода, што је у складу са њиховим институционалним оквиром и високим степеном законске заштите независности (ECB, 2024; Swiss National Bank, 2024). Насупрот томе, Банка Јапана представља изузетак међу

развијеним економијама, јер бележи осетно ниже вредности индекса независности. Такав резултат може се довести у везу са специфичностима јапанског монетарног система и дуготрајном применом нестандардних мера монетарне политике, које су у литератури често повезиване са слабљењем фактичке и финансијске независности централне банке (Dincer & Eichengreen, 2014; Khan & Menand, 2024).

Посебно је значајно уочити да су до 2019. године разлике између већине развијених и транзиционих земаља значајно смањене. Вредности индекса независности код Чешке, Пољске, Хрватске и Србије приближиле су се вредностима које бележе Европска централна банка, Банка Енглеске и Швајцарска народна банка. То указује да је процес институционалне конвергенције у области централног банкарства био веома изражен и да су многе транзиционе земље успешно усвојиле стандарде независног централног банкарства који су карактеристични за развијене економије (European Commission, 2023; ECB, 2024).

6.2.1. Анализа кретања индекса независности централних банака по посматраним периодима

Поред поређења развијених и транзиционих економија, за потребе овог истраживања значајно је анализирати и промене у степену независности централних банака током времена. Праћење просечних вредности индекса независности по посматраним периодима омогућава сагледавање дугорочних тенденција у развоју централног банкарства и процену у којој мери су институционалне реформе допринеле јачању независности централних банака у анализираном узорку земаља.

Табела 6.6. Просечан индекс независности централних банака у посматраном узорку

Година	*Просечна вредност индекса независности*	*Медијана*
1992	0,26	0,17
2010	0,60	0,68
2019	0,88	0,92
2022	0,88	0,92

Извор: Обрачун аутора на основу CWN индекса (Cukierman, Webb & Neyapti, 1992) и Dincer & Eichengreen (2014).

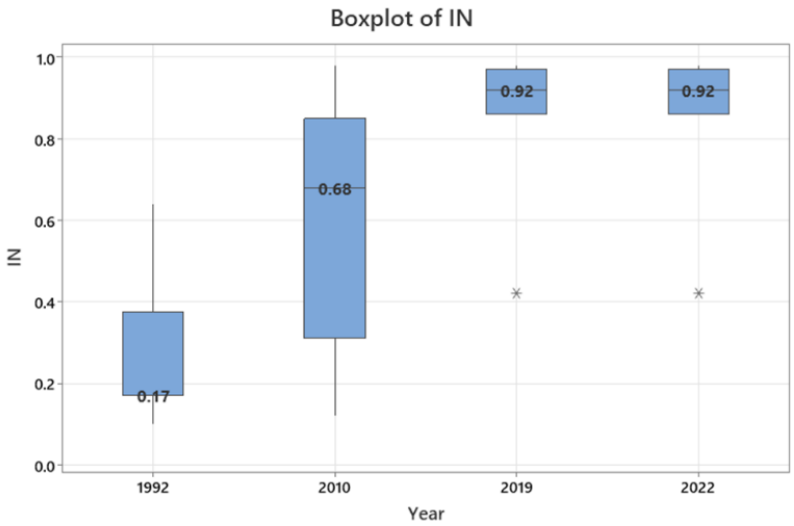
Подаци приказани у Табели 6.6 указују на континуирано јачање независности централних банака током посматраног периода. Просечна вредност индекса независности повећана је са 0,26 у 1992. години на 0,60 у 2010. години, што представља најинтензивнији раст у анализираном периоду. Наведени резултат може се довести у везу са процесом институционалних реформи, јачањем независности централних банака и прихватањем савремених монетарних оквира током деведесетих година и почетком XXI века (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014; European Commission, 2023).

Даљи раст независности настављен је до 2019. године, када је просечан индекс независности достигао вредност од 0,88. Такви резултати указују на висок степен

институционалне конвергенције и широко прихватање независности централних банака као једног од основних принципа савремене монетарне политике (ECB, 2024; Dincer & Eichengreen, 2014). Истовремено, вредност индекса независности остала је непромењена и у 2022. години, упркос изазовима које су донели пандемија COVID-19, енергетска криза и глобални инфлаторни шок (BIS, 2022; IMF, 2023).

Посебно је значајно уочити да је у 2022. години просечан степен независности централних банака остао на истом високом нивоу као и 2019. године, док су стопе инфлације у већини посматраних земаља значајно порасле. Ова чињеница указује да висока независност централне банке, иако представља важан предуслов за очување ценовне стабилности, није сама по себи гарантовала очување ниске инфлације у условима снажних глобалних економских поремећаја. Управо због тога је у наставку истраживања неопходно анализирати кретање инфлације и испитати да ли постоји статистички значајна повезаност између независности централних банака и стопе инфлације у различитим економским околностима (Alesina & Summers, 1993; Cukierman et al., 1992; Khan & Menand, 2024).

Слика 6.1. Расподела индекса независности централних банака по посматраним периодима



Извор: Обрачун и графички приказ аутора на основу података о индексу независности централних банака (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Подаци приказани на Слици 6.1 потврђују резултате добијене анализом средњих вредности индекса независности централних банака. Уочава се јасан тренд раста независности током посматраног периода, при чему је медијана индекса независности порасла са 0,17 у 1992. години на 0,92 у 2019. и 2022. години. Истовремено, распон вредности индекса независности значајно је смањен, што указује на процес институционалне конвергенције и све већу усклађеност централних банака са савременим стандардима независног централног банкарства (Dincer & Eichengreen, 2014; European Commission, 2023).

Посебно је значајно уочити да је медијана индекса независности остала непромењена између 2019. и 2022. године, .што указује да глобални инфлаторни шок није био праћен променама законског степена независности централних банака, иако су услови спровођења монетарне политике били значајно измењени (BIS, 2022; Khan & Menand, 2024). Овај налаз додатно указује на потребу испитивања односа између независности централних банака и инфлације у условима великих економских поремећаја (BIS, 2022; IMF, 2023; Khan & Menand, 2024).

6.2.2. Компаративна анализа развијених и транзиционих земаља према просечном индексу независности централних банака

У циљу сагледавања разлика у степену независности централних банака између развијених и транзиционих економија, извршена је анализа просечних вредности индекса независности за сваку посматрану годину. Израчунавање просечних вредности омогућава уочавање општих трендова у кретању независности централних банака и процену степена институционалне конвергенције између посматраних група земаља. Посебан значај ове анализе огледа се у могућности праћења промена које су настале као последица институционалних реформи, процеса европских интеграција и јачања независности централних банака током последње три деценије.

Табела 6.7. Просечан индекс независности централних банака у развијеним и транзиционим земљама

Година	*Развијене земље*	*Транзиционе земље*
1992	0,39	0,15
2010	0,49	0,68
2019	0,84	0,90
2022	0,84	0,90

Извор: Обрачун аутора на основу CWN индекса (Cukierman et al., 1992) и Dincer & Eichengreen (2014).

У циљу сагледавања разлика у степену независности централних банака између развијених и транзиционих економија, израчунате су просечне вредности индекса независности за сваку посматрану годину. Добијени резултати указују на значајне промене у нивоу независности централних банака током анализираног периода (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Почетком деведесетих година разлика између две групе земаља била је веома изражена. Просечан индекс независности у развијеним земљама износио је 0,39, док је код транзиционих економија износио свега 0,15. Такав резултат је очекиван, имајући у виду да су се земље Централне и Источне Европе у том периоду налазиле на почетку процеса институционалне трансформације, док су развијене економије већ поседовале релативно развијене централнобанкарске институције (Cukierman et al., 1992; European Commission, 2023).

До 2010. године долази до значајног јачања независности централних банака у транзиционим економијама, при чему њихов просечан индекс независности достиже вредност од 0,68. Истовремено, просечна вредност индекса у групи развијених земаља износи 0,49. Овакви резултати указују на снажан процес институционалних реформи који је у транзиционим земљама био подстакнут приступањем Европској унији, усклађивањем националног законодавства са правним тековинама Европске уније (*acquis communautaire*), усвајањем савремених монетарних оквира и јачањем независности централних банака у складу са међународним стандардима (European Commission, 2023; ECB, 2024; Dincer & Eichengreen, 2014).

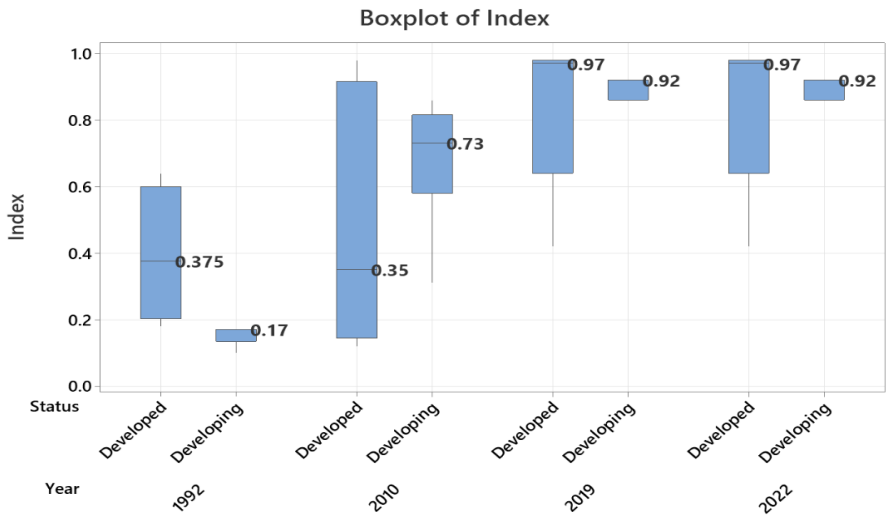
Највећи степен приближавања између две групе земаља уочава се 2019. године. Просечан индекс независности у развијеним земљама износио је 0,84, док је код транзиционих економија достигао вредност од 0,90. Слични резултати задржани су и 2022. године, што указује да је до краја посматраног периода дошло до значајне институционалне конвергенције у области централног банкарства (Dincer & Eichengreen, 2014; European Commission, 2023).

Добијени резултати показују да су многе транзиционе земље током последње три деценије успеле да изграде институционалне оквире независности централних банака који су упоредиви, а у појединим случајевима и виши од оних који постоје у развијеним економијама. Међутим, високе вредности индекса независности саме по себи не пружају одговор на питање да ли су централне банке у пракси успеле да очувају ценовну стабилност, посебно у условима снажних глобалних економских поремећаја. Управо због тога је у наставку истраживања неопходно анализирати кретање инфлације и статистички испитати да ли постоји значајна повезаност између степена независности централних банака и стопе инфлације (Alesina & Summers, 1993; Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Ради потпуније анализе разлика између развијених и транзиционих економија, просечне вредности индекса независности допуњене су boxplot приказом њихове расподеле. На овај начин, поред просечних вредности, омогућено је сагледавање медијане, распона вредности и степена варијабилности индекса независности у посматраним групама земаља, што представља додатну основу за процену институционалне конвергенције централних банака.

Слика 6.2 приказује расподелу вредности индекса независности централних банака у развијеним и транзиционим земљама током посматраног периода. Резултати указују на постојање значајних разлика између ове две групе земаља почетком анализираног периода. У 1992. години развијене економије бележиле су знатно више вредности индекса независности у односу на транзиционе земље, што је било очекивано имајући у виду да су земље Централне и Источне Европе тек започеле процес институционалне трансформације и успостављања савремених оквира монетарне политике.

Слика 6.2. Расподела индекса независности централних банака у развијеним и транзиционим земљама



Извор: Обрачун и графички приказ аутора на основу података о о индексу независности централних банака (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Током наредних деценија долази до постепеног јачања независности централних банака у транзиционим економијама, што је праћено и смањењем разлика у односу на развијене земље. Посебно је значајно уочити да су до 2019. године медијана вредности индекса независности у већини транзиционих земаља достигле ниво упоредив са вредностима које бележе централне банке развијених економија. Овај резултат потврђује постојање снажног процеса институционалне конвергенције, који је био подстакнут спровођењем монетарних реформи, процесом приступања Европској унији и прихватањем стандарда независног централног банкарства који су карактеристични за савремене монетарне системе (Cukierman et al., 1992; Dincer & Eichengreen, 2014).

Графички приказ указује и на смањење варијабилности вредности индекса независности током времена. Док су почетком посматраног периода разлике између земаља биле изражене, у 2019. и 2022. години већина посматраних централних банака бележи високе и релативно уједначене вредности индекса независности. Такав резултат указује да је независност централних банака постала широко прихваћен институционални принцип, без обзира на степен економске развијености земље.

6.3. Анализа инфлације у посматраном узорку

Пре испитивања утицаја независности централних банака на инфлацију неопходно је сагледати кретање стопе инфлације у посматраном узорку. Након анализе кретања индекса независности централних банака, неопходно је сагледати и кретање стопе инфлације као зависне променљиве у овом истраживању. Анализа инфлације омогућава увид у динамику кретања ценовне стабилности у различитим институционалним и

макроекономским условима, као и у разлике које постоје између развијених и транзиционих економија.

Посматрани подаци показују да су стопе инфлације током анализираног периода пролазиле кроз значајне промене условљене различитим економским околностима. Највише вредности инфлације забележене су почетком деведесетих година, када су бројне земље биле изложене снажним инфлаторним притисцима, док је након успостављања савремених режима монетарне политике и јачања независности централних банака у већини земаља дошло до значајног снижавања и стабилизације инфлације. Међутим, током 2022. године поново је забележен изражен раст инфлације као последица постпандемијског опоравка, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, енергетске кризе и геополитичких тензија, што је представљало један од највећих изазова за монетарну политику у савременом периоду.

Табела 6.8. Стопа инфлације у посматраном узорку

ЗЕМЉА	1992.	2010.	2019.	2022.
САД	3,00	1,60	1,80	8,00
ЕУ	10,30	2,00	1,50	9,20
ВЕЛИКА БРИТАНИЈА	4,30	3,30	1,80	9,10
ШВАЈЦАРСКА	4,00	0,70	0,40	2,80
ЈАПАН	1,80	-0,70	0,50	2,50
ХРВАТСКА	73,00	1,10	0,80	10,70
БОСНА И ХЕРЦЕГОВИНА	73,00	2,10	0,60	14,00
ЦРНА ГОРА	73,00	0,70	0,40	13,00
ЧЕШКА	11,00	1,50	2,80	15,10
ПОЉСКА	43,00	2,60	2,30	14,40
СРБИЈА	73,00	6,10	1,90	11,90

Напомена: За Хрватску, Босну и Херцеговину, Црну Гору и Србију за 1992. годину коришћена је стопа инфлације од 73%, преузета из базе података Међународног монетарног фонда (IMF), као репрезентативна вредност за простор бивше СФР Југославије ради обезбеђивања упоредивости података у емпиријској анализи. За Чешку је коришћена стопа инфлације Чехословачке за 1992. годину, преузета из историјских серија ММФ-а

Извор: Сачинио аутор на основу података ММФ-а, Светске банке, Trading Economics и националних статистичких институција.

Подаци приказани у Табели 6.8 показују да су стопе инфлације током посматраног периода пролазиле кроз значајне промене, које су биле условљене различитим фазама економског развоја, институционалних реформи и глобалних економских кретања. Највише стопе инфлације забележене су почетком деведесетих година, посебно у транзиционим економијама, док је након спроведених институционалних и макроекономских реформи дошло до постепене стабилизације цена и приближавања инфлације циљаним вредностима које су постављале централне банке (IMF, 2023; World Bank, 2023).

Најизраженији пад инфлације забележен је управо код транзиционих економија. Док су почетком деведесетих година Пољска, Хрватска и нарочито Србија бележиле веома високе стопе инфлације као последицу транзиционих процеса, макроекономске нестабилности и структурних реформи, до 2019. године инфлација је у већини ових земаља сведена на нивое упоредиве са развијеним економијама. Такав резултат може се довести у везу са успостављањем независнијих централних банака, применом режима циљања инфлације, јачањем институционалног оквира монетарне политике и процесом приступања Европској унији (IMF, 2023; ECB, 2024; European Commission, 2023).

Анализа показује да ни развијене економије не представљају потпуно хомогену групу. Швајцарска и Јапан током читавог посматраног периода бележе најниже стопе инфлације, што је последица специфичности њихових монетарних режима и дугогодишњег спровођења политика усмерених ка очувању ценовне стабилности. Насупрот томе, Европска унија, Сједињене Америчке Државе и Велика Британија током 2022. године бележе снажан раст инфлације услед постпандемијског опоравка, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, енергетске кризе и раста цена енергената и хране (IMF, 2023; BIS, 2022; ECB, 2024).

Посебно је значајно уочити да су до 2019. године разлике у стопама инфлације између већине развијених и транзиционих економија биле значајно смањене, што указује на успешну примену савремених оквира монетарне политике и успостављање релативно стабилног макроекономског окружења. Међутим, током 2022. године поново долази до израженог раста инфлације у готово свим посматраним земљама, без обзира на висок степен институционалне независности централних банака. Овај налаз указује да су глобални инфлаторни шокови у великој мери утицали на кретање цена, независно од достигнутог степена законске независности централних банака (BIS, 2022; IMF, 2023).

6.3.1. Анализа кретања стопа инфлације у изабраним земљама по посматраним периодима

Поред поређења развијених и транзиционих економија, за потребе овог истраживања значајно је анализирати и промене у стопама инфлације током времена. Праћење просечних вредности стопе инфлације по посматраним периодима омогућава сагледавање дугорочних тенденција у кретању инфлације и процену у којој мери су промене у макроекономском окружењу и спровођење монетарне политике допринели очувању ценовне стабилности у анализираном узорку земаља.

Табела 6.9. Просечна стопа инфлације у посматраном узорку

Година	*Просечна стопа инфлације*	*Медијана*
1992	33,58	10,30
2010	1,91	1,60
2019	1,35	0,70
2022	10,06	10,80

Извор: Обрачун аутора на основу података приказаних у Табели 6.8.

Подаци приказани у Табели 6.9 указују на изражене промене просечне стопе инфлације током посматраног периода. Највиша просечна стопа инфлације забележена је 1992. године и износила је 33,58%, што одражава макроекономску нестабилност карактеристичну за почетак деведесетих година, нарочито у транзиционим економијама. Високе стопе инфлације у овом периоду биле су повезане са процесом економске трансформације, структурним поремећајима, слабошћу институционалних оквира и нестабилношћу монетарних система у делу посматраних земаља (Cukierman et al., 1992; IMF, 2023).

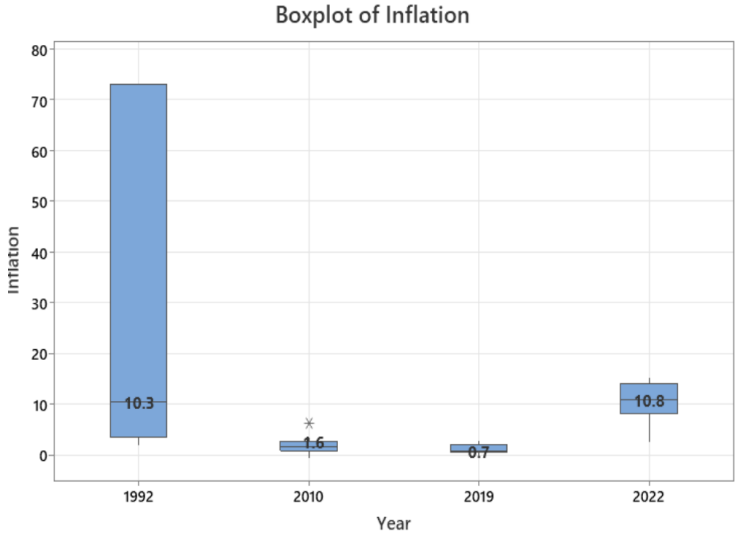
До 2010. године просечна стопа инфлације смањена је на 1,91%, што представља најинтензивнији пад у анализираном периоду. Наведени резултат може се довести у везу са спровођењем макроекономских и институционалних реформи, јачањем оквира монетарне политике, ширењем режима циљања инфлације и постепеним приближавањем стопа инфлације циљаним вредностима централних банака. Иако је 2010. година уследила непосредно након глобалне финансијске кризе, инфлаторни притисци у већини посматраних земаља остали су релативно умерени (BIS, 2011; IMF, 2011).

Даљи пад просечне стопе инфлације настављен је до 2019. године, када је она износила 1,35%. Овако ниска просечна вредност указује на релативно стабилно макроекономско окружење непосредно пре избијања пандемије COVID-19, али и на присуство веома ниске инфлације у појединим развијеним земљама. У том периоду стопе инфлације у већини земаља биле су ниске и релативно уједначене, што потврђује да је 2019. година представљала погодну референтну тачку за анализу односа између независности централних банака и ценовне стабилности у условима без великих глобалних поремећаја (ECB, 2020; Federal Reserve, 2020).

Насупрот томе, у 2022. години просечна стопа инфлације повећана је на 10,06%. Овај раст био је последица истовременог деловања постпандемијског опоравка тражње, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, раста цена енергената и хране, као и геополитичких поремећаја који су додатно појачали инфлаторне притиске. Значајан раст инфлације забележен је у готово свим посматраним земљама, без обзира на разлике у степену њиховог институционалног развоја и независности централних банака (BIS, 2022; IMF, 2023).

Посебно је значајно уочити да кретање инфлације није било линеарно нити је у потпуности пратило континуирани раст индекса независности централних банака. Док је просечан индекс независности до 2019. године достигао висок ниво и остао непромењен у 2022. години, просечна инфлација је након вишегодишњег пада и стабилизације поново снажно порасла. Овај налаз указује да висока независност централне банке представља значајан институционални предуслов за очување ценовне стабилности, али да сама по себи не гарантује ниску инфлацију у условима снажних спољних и глобалних шокова. Због тога је у наставку истраживања неопходно статистички испитати карактер и јачину повезаности између степена независности централних банака и стопе инфлације у различитим макроекономским околностима.

Слика 6.3. Расподела стопа инфлације у посматраном узорку по периодима



Извор: Обрачун и графички приказ аутора на основу података о стопама инфлације у посматраном узорку земаља.

Подаци приказани на Слици 6.2 потврђују резултате добијене анализом просечних стопа инфлације у посматраном узорку. Уочава се изражено смањење инфлације између 1992. и 2010. године, при чему је медијана стопе инфлације смањена са 10,30% у 1992. години на 1,60% у 2010. години, а затим на 0,70% у 2019. години. Истовремено, распон вредности значајно је смањен, што указује на постепену стабилизацију инфлаторних кретања и приближавање стопа инфлације између посматраних земаља. Најужа расподела забележена је 2019. године, када су готово све земље остваривале ниске и релативно уједначене стопе инфлације, што потврђује да је период непосредно пре пандемије COVID-19 био обележен релативном ценовном стабилношћу (ECB, 2020; IMF, 2020).

Посебно је значајно уочити да је у 2022. години дошло до наглог померања целокупне расподеле ка вишим вредностима, при чему је медијана стопе инфлације повећана на 10,80%. Иако је распон инфлације био знатно мањи него 1992. године, раст је забележен у готово свим посматраним земљама, што указује на широко распрострањено деловање глобалних инфлаторних притисака насталих услед последица пандемије, поремећаја у ланцима снабдевања, енергетске кризе и геополитичких шокова (BIS, 2022; IMF, 2023). Овај налаз потврђује да је након периода изражене стабилизације инфлација поново постала значајан макроекономски изазов, због чега је у наставку анализе потребно испитати да ли су развијене и транзиционе економије биле подједнако изложене инфлаторним притисцима, односно да ли између њих постоје значајне разлике у просечним стопама инфлације.

6.3.2. Компаративна анализа развијених и транзиционих земаља према стопи инфлације

У циљу сагледавања разлика у стопама инфлације између развијених и транзиционих економија, извршена је анализа просечних вредности стопе инфлације за сваку посматрану годину. Израчунавање просечних вредности омогућава уочавање општих трендова у кретању инфлације и процену степена ценовне стабилности у посматраним групама

земаља. Посебан значај ове анализе огледа се у могућности праћења промена у ценовној стабилности током различитих фаза економског развоја, као и у процени да ли су институционалне реформе и јачање независности централних банака били праћени смањењем стопе инфлације у развијеним и транзиционим економијама.

Табела 6.10. Просечна стопа инфлације у развијеним и транзиционим земљама

Година	*Развијене земље*	*Транзиционе земље*
1992.	4,68	57,67
2010.	1,38	2,35
2019.	1,20	1,47
2022.	6,32	13,18

Извор: Обрачун аутора на основу података о инфлацији за посматране земље.

У циљу сагледавања разлика у стопама инфлације између развијених и транзиционих економија, израчунате су просечне вредности стопе инфлације за сваку посматрану годину. Добијени резултати указују на значајне разлике у нивоу и динамици инфлације између две групе земаља током анализираног периода.

Почетком деведесетих година разлика између развијених и транзиционих економија била је веома изражена. Просечна стопа инфлације у развијеним земљама износила је 4,68%, док је код транзиционих економија достигла 57,67%. Овако велика разлика може се довести у везу са чињеницом да су се транзиционе земље у том периоду суочавале са дубоким структурним променама, макроекономском нестабилношћу, поремећајима у монетарним системима и слабошћу институционалних оквира, док су развијене економије већ располагале стабилнијим механизмима вођења монетарне политике и контроле инфлације (Cukierman et al., 1992; IMF, 2023).

До 2010. године долази до снажног смањења инфлације у транзиционим економијама, при чему њихова просечна стопа инфлације пада на 2,35%. Истовремено, просечна стопа инфлације у развијеним земљама износила је 1,38%. Овакви резултати указују на значајно приближавање две групе земаља и могу се повезати са спровођењем институционалних и макроекономских реформи, јачањем оквира монетарне политике, увођењем режима циљања инфлације и усклађивањем са европским и међународним стандардима (European Commission, 2023; ECB, 2024; IMF, 2011).

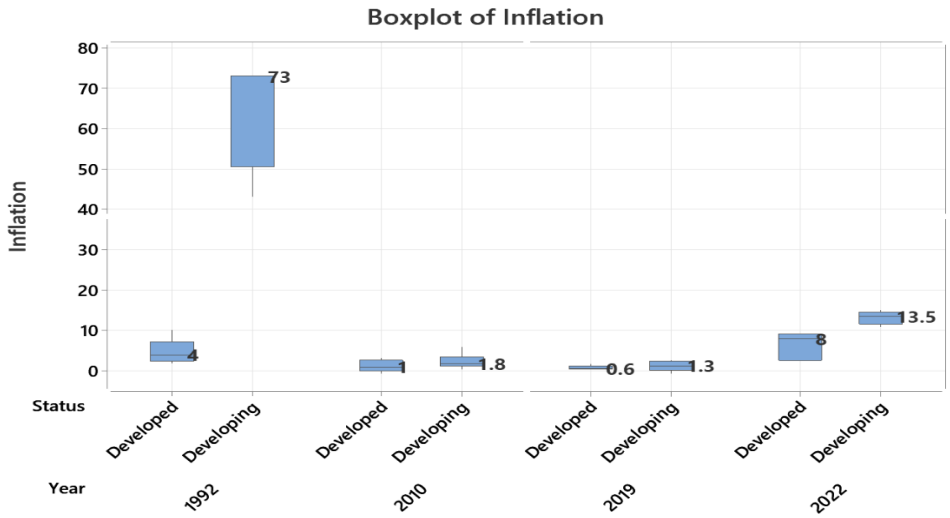
Највећи степен приближавања између две групе земаља уочава се 2019. године. Просечна стопа инфлације у развијеним земљама износила је 1,20%, док је код транзиционих економија достигла 1,47%. Овако мале разлике указују на висок степен уједначености инфлаторних кретања и релативно стабилно макроекономско окружење непосредно пре избијања пандемије COVID-19. Резултати, такође, показују да су транзиционе економије до краја друге деценије XXI века успеле да постигну ниво ценовне стабилности упоредив са развијеним земљама.

Међутим, у 2022. години поново долази до значајног повећања разлике између две групе земаља. Просечна стопа инфлације у развијеним земљама износила је 6,32%, док је код транзиционих економија достигла 13,18%. Овакав резултат указује да су транзиционе земље биле снажније изложене последицама глобалног инфлаторног шока, раста цена енергената и хране, поремећаја у ланцима снабдевања и геополитичких тензија. Виша инфлација у овим земљама може се довести у везу и са већом увозном зависношћу, осетљивошћу на кретање девизног курса и мањим простором за примену нестандардних мера монетарне политике у поређењу са развијеним економијама (BIS, 2022; IMF, 2023).

Добијени резултати показују да је током посматраног периода дошло до значајног смањења разлика у стопама инфлације између развијених и транзиционих економија, али и да су те разлике поново постале изражене у условима снажних глобалних поремећаја. Посебно је значајно што су транзиционе земље 2019. године имале просечне стопе инфлације веома блиске развијеним економијама, иако су истовремено бележиле и нешто више просечне вредности индекса независности. Насупрот томе, у 2022. години њихов висок степен законске независности није био праћен једнако успешним очувањем ценовне стабилности. Овај налаз указује да однос између независности централних банака и инфлације зависи и од ширих макроекономских околности, због чега је у наставку истраживања неопходно статистички испитати јачину и смер њихове повезаности.

Ради потпунијег сагледавања разлика у стопама инфлације између развијених и транзиционих економија, поред анализе просечних вредности приказана је и расподела стопе инфлације применом boxplot дијаграма. Овај графички приказ омогућава уочавање медијане, распона вредности и варијабилности стопе инфлације у обе групе земаља, као и процену степена њихове међусобне сличности, односно разлика у оствареној ценовној стабилности током посматраног периода.

Слика 6.4 – Расподела стопе инфлације у развијеним и транзиционим земљама



Извор: Обрачун и графички приказ аутора на основу података о стопама инфлације у посматраном узорку земаља.

Слика 6.4 приказује расподелу стопа инфлације у развијеним и транзиционим земљама током посматраног периода и омогућава детаљније сагледавање разлика у оствареним резултатима монетарне политике. За разлику од индекса независности централних банака, код кога је током времена дошло до постепеног приближавања вредности између посматраних група земаља, инфлациона кретања показују знатно већи степен варијабилности, посебно у транзиционим економијама.

Најизраженије разлике уочавају се 1992. године, када су транзиционе земље бележиле изузетно високе и неуједначене стопе инфлације. Овакав резултат може се довести у везу са процесима економске и институционалне трансформације, либерализацијом цена, структурним реформама и недовољно развијеним оквирима монетарне политике који су карактерисали велики број транзиционих економија почетком деведесетих година. Истовремено, развијене земље су у том периоду бележиле знатно ниже и стабилније стопе инфлације, што указује на већи степен макроекономске стабилности и кредибилитета монетарних институција (Cukierman et al., 1992; Alesina & Summers, 1993).

До 2010. године долази до значајног смањења инфлације у обе групе земаља, као и до осетног смањења разлика између развијених и транзиционих економија. Овај период карактерише јачање независности централних банака, широка примена режима циљања инфлације и прихватање савремених монетарних оквира, што је допринело успостављању вишег степена ценовне стабилности. Најмања варијабилност стопа инфлације уочава се 2019. године, када већина посматраних земаља бележи ниске и релативно уједначене стопе инфлације. Наведени резултат указује да су, без обзира на различит степен економске развијености, централне банке у том периоду успешно остваривале свој основни циљ очувања ценовне стабилности.

Међутим, 2022. година доноси значајно одступање од претходно уоченог тренда. Иако су централне банке у обе групе земаља задржале висок степен формалне независности, долази до снажног раста инфлације као последице постпандемијског опоравка, поремећаја у глобалним ланцима снабдевања, енергетске кризе и геополитичких тензија. Графички приказ показује да су транзиционе економије биле изложене већим инфлаторним притисцима и већој варијабилности стопа инфлације у односу на развијене земље. Овај налаз указује да висока формална независност централне банке сама по себи није довољна за очување ценовне стабилности у условима снажних спољних шокова, већ да на инфлациона кретања истовремено утичу и структура привреде, степен спољне зависности, фискална политика и глобални економски услови (Dincer & Eichengreen, 2014; BIS, 2023).

Добијени резултати потврђују да су транзиционе економије током посматраног периода успеле да значајно смање инфлацију и приближе се развијеним земљама у погледу ценовне стабилности. Ипак, већа осетљивост на спољне шокове и даље представља једну од кључних карактеристика ових економија. Иако дескриптивна анализа указује на одређене разлике у кретању независности централних банака и инфлације, она не омогућава утврђивање постојања и интензитета њиховог међусобног односа. Због тога је у наставку истраживања примењена панел регресиона анализа, са циљем да се статистички испита утицај независности централних банака на стопу инфлације у

посматраном узорку земаља и процени значај овог односа у различитим временским периодима.

6.4. Испитивање утицаја независности централних банака на стопу инфлације применом панел регресионе анализе

Након спроведене дескриптивне и компаративне анализе, у наставку истраживања примењена је панел регресиона анализа са циљем испитивања утицаја независности централних банака на кретање стопе инфлације у посматраном узорку земаља. Регресиона анализа омогућава испитивање облика и интензитета зависности између посматраних појава, односно процену начина на који се зависна променљива мења под утицајем једне или више независних променљивих (Ђорђевић и сар., 2018)

Панел регресиона анализа представља једну од најзначајнијих економетријских метода за анализу података који истовремено обухватају више јединица посматрања током више временских периода. За разлику од класичних регресионих модела који анализирају искључиво временске серије или пресечне податке, панел модели комбинују временску и просторну димензију података, чиме омогућавају повећање броја опсервација, већу информативност података и поузданију процену односа између посматраних променљивих (Baltagi, 2021). Према Wooldridge-у (2019), једна од највећих предности панел података огледа се у могућности праћења динамике посматраних појава током времена, уз истовремено уважавање специфичности сваке јединице посматрања. Greene (2018) истиче да примена панел регресионих модела омогућава контролу неуочених индивидуалних ефеката, што је од посебног значаја у анализама економских система који се међусобно разликују по институционалним, економским и структурним карактеристикама.

У овом истраживању панел податке чини једанаест централних банака посматраних у четири временска периода (1992, 2010, 2019. и 2022. година), што чини укупно 44 опсервације. Зависну променљиву представља стопа инфлације, док независну променљиву представља индекс независности централне банке. Применом модела фиксних ефеката настојало се да се приликом оцене утицаја независности централних банака на инфлацију истовремено узму у обзир специфичности сваке земље и разлике између посматраних временских периода, чиме се добија поузданија оцена испитиваног односа.

Полазећи од предмета, циља и постављених хипотеза истраживања, панел регресиона анализа примењена је ради испитивања да ли степен независности централних банака статистички значајно утиче на кретање стопе инфлације у посматраном узорку земаља. Добијени резултати приказани су у табели 6.11. Посебна пажња усмерена је на знак и статистичку значајност коефицијента независности централне банке, будући да управо он показује правац и интензитет утицаја институционалне независности на кретање стопе инфлације.

Табела 6.11. Резултати панел регресионе анализе утицаја независности централних банака на инфлацију

Зависна варијабла: Инфлација Метод оцене: Panel Least Squares (модел фиксних ефеката) Број временских периода: 4 Број централних банака: 11 Укупан број опсервација: 44				
Варијабла / показатељ	Вредност	Стандардна грешка	t-статистика	p-вредност
Константа (C)	8,038482	3,760545	2,137584	0,0411
Индекс независности ЦБ (НЕЗ)	-3,681110	5,376364	-0,684684	0,4990
Показатељи репрезентативности модела				
Коефицијент детерминације (R^2)	0,569039	F-статистика		2,735107
Кориговани коефицијент детерминације (Adjusted R^2)	0,360989	Значајност F-теста (*Prob. F-statistic*)		0,010729
Стандардна грешка регресије	5,854094	Durbin–Watson статистика		2,007995

Извор: Калкулација аутора на основу података о индексу независности централних банака и стопи инфлације.

Након оцене регресионог модела на основу података панела, добијени резултати приказани у табели 6.11 омогућавају сагледавање утицаја независности централних банака на кретање стопе инфлације у посматраном узорку. Анализа је спроведена применом модела фиксних ефеката (Fixed Effects Model), који омогућава да се приликом оцене утицаја независности централних банака контролишу специфичности појединачних земаља и временских периода, чиме се добија поузданија процена испитиваног односа (Baltagi, 2021; Greene, 2018).

Оцењена вредности коефицијента који стоји уз индекс независности централне банке износи –3,681110, што указује на инверзну везу између степена независности централне банке и стопе инфлације. Негативан предзнак коефицијента показује да се повећање индекса независности централне банке повезује са тенденцијом смањења стопе инфлације, што је у складу са теоријским полазиштима савремене монетарне економије и бројним емпиријским истраживањима која указују да независније централне банке успешније обезбеђују ценовну стабилност (Cukierman, Webb, & Neyapti, 1992; Alesina & Summers, 1993).

Коефицијент детерминације (R^2 = 0,569039) показује да модел објашњава 56,9% варијација стопе инфлације, што указује на релативно добру објашњавајућу моћ модела. Другим речима, више од половине варијабилности инфлације у посматраном узорку може се објаснити индексом назависности, док преостали део варијација произилази из деловања других макроекономских и институционалних фактора који нису непосредно

укључени у модел. Кориговани коефицијент детерминације (Adjusted R^2 = 0,360989) очекивано је нижи, јер узима у обзир број параметара укључених у модел, али и даље указује на задовољавајућу објашњавајућу способност панел регресије (Wooldridge, 2019).

Статистичка значајност модела потврђена је вредношћу F-теста, при чему Prob. F-statistic = 0,010729 указује да је панел регресиони модел као целина статистички значајан на нивоу значајности од 5%. То значи да модел у целини пружа поуздану основу за анализу односа између независности централних банака и стопе инфлације, односно да укључене променљиве заједнички имају значајну објашњавајућу моћ.

С друге стране, реализовани ниво значајности оцене (*p*-вредност) коефицијента независности централне банке (p = 0,4990) показује да појединачни коефицијент није статистички значајан на конвенционалном нивоу значајности. Овакав резултат указује да се у посматраном узорку не може са довољним степеном статистичке сигурности тврдити да индекс независности централне банке самостално објашњава варијације стопе инфлације. Међутим, овакво одступање не умањује значај добијеног негативног смера утицаја, будући да на инфлациона кретања истовремено делује велики број фактора, као што су фискална политика, глобални инфлаторни шокови, кретање цена енергената, промене девизног курса, као и специфичности институционалног и економског окружења сваке посматране земље (Mishkin, 2022).

Вредност Durbin–Watson статистике (2,007995) веома је близу вредности два, што указује на одсуство значајне аутокорелације резидуала. То потврђује да су резидуали модела међусобно независни, односно да је једна од основних претпоставки регресионе анализе испуњена, чиме се повећава поузданост добијених резултата (Greene, 2018).

Посматрано у целини, резултати регресионе анализе панел података указују на постојање инверзне везе између независности централних банака и стопе инфлације, што је у складу са основним теоријским поставкама и резултатима бројних претходних емпиријских истраживања (Cukierman et al., 1992; Alesina & Summers, 1993). Иако појединачни коефицијент независности централне банке није достигао статистичку значајност, модел као целина је статистички значајан, будући да вредност Prob. F-statistic износи 0,010729, док коефицијент детерминације показује да модел објашњава 56,9% варијација стопе инфлације. Ови резултати указују да независност централне банке представља значајан институционални фактор у објашњењу инфлаторних кретања, али да њен утицај треба посматрати заједно са другим макроекономским и институционалним факторима који делују у различитим земљама и временским периодима.

Добијени резултати могу се додатно објаснити структуром анализираног узорка. Компаративна анализа показала је да групу развијених земаља генерално карактерише висок степен институционалне независности централних банака, као последица дугогодишњег развоја институционалног оквира и доследне примене принципа независног вођења монетарне политике. Изузетак представља Банка Јапана, чији је индекс независности нижи у односу на остале развијене централне банке. Овакав резултат произлази из специфичности односа између Владе Јапана и Банке Јапана, који се одликује израже-

нијом координацијом у дефинисању и спровођењу економске политике, посебно у условима дуготрајне дефлације и примене нестандардних мера монетарне политике. Због тога Банка Јапана умањује просечну вредност индекса независности у групи развијених земаља, иако већина осталих развијених централних банака бележи висок степен институционалне независности.

Резултати компаративне анализе, такође су показали да су у појединим посматраним периодима, нарочито 2019. и 2022. године, транзиционе земље оствариле просечан индекс независности који је био једнак или чак виши од просека развијених земаља. Такав резултат, међутим, не значи да су транзиционе централне банке у свим случајевима располагале већим степеном стварне независности. Високе вредности индекса у овој групи у значајној мери одражавају формално-правно усклађивање националних институционалних оквира са савременим међународним и европским стандардима, посебно у земљама које су пролазиле или и даље пролазе кроз процес европских интеграција.

Управо због тога добијене резултате није могуће тумачити искључиво на основу вредности законског индекса независности. Формално висок степен независности, односно *de jure* независност, не мора у свим условима бити праћен једнако високим степеном стварне, односно *de facto* независности централне банке. Стварна способност централне банке да самостално доноси и спроводи одлуке зависи и од политичког окружења, институционалне стабилности, фискалне дисциплине, кредибилитета монетарне политике, као и од могућности да се законски утврђена овлашћења доследно примене у пракси.

Ова разлика нарочито долази до изражаја у условима глобалних економских и финансијских поремећаја. Високе стопе инфлације забележене 2022. године у бројним земљама, упркос високом формално измереном степену независности централних банака, показују да институционална независност сама по себи не може у потпуности неутралисати последице спољних ценовних шокова, поремећаја у ланцима снабдевања, раста цена енергената и хране, као ни ефекте експанзивних фискалних и монетарних мера примењених током пандемије. Стога висока вредност индекса независности не треба да се тумачи као гаранција ниске инфлације у сваком временском периоду, већ као институционални предуслов који повећава способност централне банке да на инфлаторне притиске реагује професионално, кредибилно и у складу са законом утврђеним циљевима.

На основу наведеног може се закључити да добијени резултати не доводе у питање значај независности централне банке, већ указују на сложеност њеног утицаја на ценовну стабилност. Негативан предзнак регресионог коефицијента потврђује очекивани смер односа, док одсуство појединачне статистичке значајности показује да се ефекат независности не може посматрати изоловано од ширег институционалног и макроекономског окружења. На тај начин резултати панел регресионе анализе потврђују једно од кључних полазишта овог истраживања — да независност централне банке није искључиво формално-правна категорија изражена индексом, већ динамички институционални капацитет чији се стварни домети испољавају кроз способност централне банке да и у условима кризе самостално, доследно и кредибилно делује у правцу очувања ценовне стабилности.

6.5. Испитивање повезаности независности централних банака и стопе инфлације применом Spearman-овог коефицијента корелације

Поред испитивања утицаја независности централних банака на стопу инфлације применом регресионе анализе панел података, у наставку истраживања примењена је и корелациона анализа са циљем испитивања смера и јачине повезаности између посматраних променљивих. За разлику од регресионе анализе, која испитује утицај независне променљиве на зависну променљиву, корелациона анализа има за циљ да утврди постоји ли међусобна повезаност између степена независности централних банака и стопе инфлације, као и какав је њен правац и интензитет (Field, 2018). Будући да панел регресиона анализа испитује утицај независности централних банака на стопу инфлације, док корелациона анализа испитује јачину и смер њихове међусобне повезаности, комбинована примена ових метода омогућава свеобухватније сагледавање односа између институционалне независности централних банака и ценовне стабилности.

У овом истраживању примењен је Spearman-ов коефицијент корелације ранга (Spearman's rank correlation coefficient), који представља непараметарску статистичку методу погодну за испитивање повезаности између две променљиве када нису у потпуности испуњене претпоставке за примену параметарских метода или када број посматрања није довољно велики. За разлику од Pearson-овог коефицијента просте линеарне корелације, који испитује линеарну повезаност и претпоставља нормалну расподелу података, Spearman-ов коефицијент заснива се на ранговима посматраних вредности и омогућава поузданију процену монотоне повезаности између променљивих без строгих претпоставки о расподели података (Pallant, 2020; Field, 2018).

Имајући у виду да емпиријско истраживање обухвата релативно мали број опсервација (44), као и да су анализиране земље институционално и економски хетерогене, примена Spearman-ове корелационе анализе представља адекватан избор за процену повезаности између индекса независности централних банака и стопе инфлације. На тај начин обезбеђује се поузданија оцена смера и јачине везе између посматраних променљивих, без претпоставке да је њихов однос искључиво линеаран.

Полазећи од постављеног циља истраживања, Spearman-ова корелациона анализа примењена је ради испитивања постојања и јачине повезаности између независности централних банака и стопе инфлације у посматраном узорку земаља. Добијени резултати приказани су у табели 6.12.

Након спроведене корелационе анализе, тј. израчунавања Spearman-овог коефицијента корелације, добијени резултати приказани у табели 6.12 омогућавају сагледавање смера и јачине повезаности између независности централних банака и стопе инфлације у сваком од посматраних временских периода. За разлику од панел регресионе анализе, која испитује утицај независности централних банака на стопу инфлације, Spearman-ов коефицијент корелације омогућава процену међусобне повезаности посматраних променљивих без претпоставке о линеарности њиховог односа (Field, 2018; Pallant, 2020).

Табела 6.12. Резултати Spearman-ове корелационе анализе између независности централних банака и стопе инфлације по посматраним годинама

Година	*Spearman-ов коефицијент корелације (ρ)*	*p-вредност*	*Број опсервација (N)*
1992.	-0,631	0,129	11
2010.	-0,315	0,345	11
2019.	0,158	0,642	11
2022.	0,024	0,945	11

Напомена: Вредност Spearman-овог коефицијента (ρ) креће се у интервалу од −1 до +1. Негативне вредности указују на обрнуту повезаност између независности централних банака и стопе инфлације, док позитивне вредности указују на директну повезаност. Што је апсолутна вредност коефицијента ближа јединици, то је повезаност јача.

Извор**:** Калкулација аутора у програму SPSS на основу података о индексу независности централних банака и стопи инфлације.

Резултати Spearman-ове корелационе анализе показују да је 1992. године постојала умерена негативна повезаност између индекса независности централних банака и стопе инфлације (ρ = –0,631). Овакав резултат одражава макроекономске околности почетка деведесетих година, које су карактерисале високе стопе инфлације и релативно низак степен институционалне независности већине посматраних централних банака. У том периоду велики број земаља још увек није спровео реформе којима је јачана независност централних банака, док су инфлаторни притисци били последица макроекономске нестабилности, структурних промена и транзиционих процеса. Добијени резултат указује да су земље са вишим степеном независности централних банака већ тада имале тенденцију ка нижим стопама инфлације, што је у складу са теоријским поставкама о значају независности централних банака за очување ценовне стабилности (Cukierman et al., 1992).

У 2010. години негативна повезаност између независности централних банака и стопе инфлације остаје присутна (ρ = –0,315), али је њен интензитет мањи него 1992. године. У односу на претходни посматрани период уочава се значајно повећање индекса независности централних банака, док су истовремено стопе инфлације биле осетно ниже. То указује да су реформе институционалног оквира централних банака, спроведене током претходних деценија, допринеле јачању њихове независности и већој способности очувања ценовне стабилности. Истовремено, након глобалне финансијске кризе централне банке све интензивније примењују нестандардне инструменте монетарне политике, што указује да се однос између независности и инфлације постепено усложњава (Bernanke, 2022; Mishkin, 2022).

Период непосредно пре избијања пандемије COVID-19 карактерише највиши достигнути степен институционалне независности централних банака у готово свим посматраним земљама, док су стопе инфлације истовремено биле ниске и стабилне. Управо 2019. година представља период у којем су резултати претходних институционалних реформи и успостављеног оквира монетарне политике били највидљивији. Овакви резултати представљају последицу вишедеценијског процеса јачања институционалне независности централних банака, усвајања савремених монетарних оквира, политике циљања инфлације и јачања кредибилитета монетарне политике. Упркос томе што је корелација у овом периоду веома слаба (ρ = 0,158), ова година представља период

највеће институционалне зрелости централних банака и најповољнијег односа између високог степена независности и ниске инфлације у посматраном узорку.

За разлику од претходног периода, 2022. године корелација између независности централних банака и стопе инфлације практично нестаје ($\rho = 0{,}024$). Иако су индекси независности централних банака остали на високом нивоу, стопе инфлације су значајно порасле у готово свим посматраним земљама. Овакав резултат не указује на смањење институционалне независности централних банака, већ пре свега одражава специфичне околности тог периода. Након пандемије COVID-19 и почетка глобалног инфлаторног шока, на инфлациона кретања пресудно су утицали поремећаји у глобалним ланцима снабдевања, раст цена енергената и хране, геополитичке тензије и експанзивне монетарне и фискалне мере примењиване током претходног периода. Стога су централне банке, и поред очуваног високог степена институционалне независности, деловале у условима у којима су глобални фактори у већој мери одређивали кретање инфлације него у претходним периодима.

Посматрајући добијене резултате у целини, може се уочити да се испитивана веза између независности централних банака и стопе инфлације временом мења. У периоду од 1992. до 2010. године долази до значајног јачања институционалне независности централних банака, праћеног истовременим смањењем стопа инфлације у односу на почетни период. До 2019. године већина посматраних централних банака достиже висок степен институционалне независности, док инфлација остаје ниска и стабилна, што указује на најповољније макроекономско окружење у целом анализираном периоду. Међутим, 2022. године ова веза слаби, не зато што је дошло до смањења независности централних банака, већ зато што су снажни глобални инфлаторни шокови привремено потиснули утицај институционалних фактора на кретање инфлације.

Добијени резултати потврђују један од основних налаза овог истраживања, а то је да независност централне банке не треба посматрати искључиво кроз формално утврђени институционални оквир. Компаративна анализа показала је да су поједине транзиционе земље у посматраним периодима достигле висок степен институционалне независности, али се та чињеница не може аутоматски довести у везу са нижим стопама инфлације у свим околностима. То указује да законски висок степен независности представља неопходан, али не и довољан услов за очување ценовне стабилности. Стварни ефекти независности зависе и од независности централне банке, кредибилитета монетарне политике и ширег институционалног и макроекономског окружења у којем централна банка делује, што уједно представља један од кључних научних закључака ове дисертације.

ЗАКЉУЧАК

Оснивање првих централних банака представљало је један од најзначајнијих институционалних одговора на економске и финансијске изазове са којима су се европске државе суочавале током XVII века. Њихов настанак није био последица настојања да се успоставе независне монетарне институције у савременом смислу те речи, већ пре свега потребе државе да обезбеди поуздане изворе финансирања јавне потрошње, ефикасније управљање јавним дугом и већу стабилност новчаног система. У таквим околностима централне банке су представљале институције чије је деловање било непосредно у вези са интересима државе, док је њихова основна улога била усмерена на емисију новца, финансирање државних потреба и очување поверења у платни промет. Другим речима, централна банка није настала као независна институција, већ као институција која је требало да обезбеди стабилност финансијског система и подршку економској политици државе.

Развој тржишне привреде, индустријализација, јачање међународне трговине и постепено усложњавање финансијских односа условили су дубоке промене у положају и улози централних банака. Са развојем савремених финансијских система мењали су се и задаци које су централне банке преузимале, али и очекивања која су друштва постављала пред њих. Од институција које су у почетку превасходно обезбеђивале финансијску подршку држави, постепено су прерасле у носиоце монетарне политике, банке банака, управљаче девизним резервама и институције одговорне за очување стабилности новчаног и финансијског система. Таква трансформација није представљала последицу појединачних институционалних реформи, већ резултат вишевековног процеса прилагођавања економским и друштвеним променама које су обликовале савремену економију.

Променом институционалног положаја централне банке мењали су се и њени циљеви. Док је у почетним фазама развоја њена улога била усмерена пре свега на обезбеђивање финансијске стабилности државе и одржавање поверења у новац, развој тржишне привреде и савремених финансијских система постепено је померао тежиште ка очувању вредности националне валуте, стабилности цена и стабилности банкарског система. У другој половини XX века борба против инфлације постала је примарни циљ већине централних банака, док је ценовна стабилност прихваћена као основни предуслов дугорочног економског раста. Истовремено, све већи значај добијали су кредибилитет монетарне политике, транспарентност у доношењу одлука и изградња поверења јавности, чиме је улога централне банке постепено превазилазила оквире класичне емисионе институције.

Промене циљева биле су праћене и развојем функција које су централне банке обављале. Од банкара државе и емисионе институције, централне банке су временом постале банке банака, носиоци монетарне политике, институције задужене за супервизију банкарског сектора, очување финансијске стабилности и спровођење макропруденцијалне политике. Развој финансијских тржишта, глобализација капитала и све већа повезаност националних економија условили су да њихова одговорност више не буде ограничена искључиво на контролу инфлације, већ да обухвати и превенцију системских ризика, очување ликвидности финансијског система и јачање његове отпорности на

различите облике економских шокова. На тај начин, улога централне банке развијала се упоредо са развојем економије, преузимајући све сложеније функције у складу са потребама савременог друштва.

Упоредо са развојем функција мењали су се и инструменти монетарне политике. У ранијим фазама развоја централног банкарства доминирали су директни и административни инструменти, засновани на контроли кредитне активности, дисконтној стопи, регулисању каматних стопа и обавезним резервама. Развој тржишно оријентисаних финансијских система постепено је условио прелазак на индиректне инструменте монетарне политике, при чему су операције на отвореном тржишту, референтне каматне стопе и механизми управљања ликвидношћу постали основни инструменти деловања централних банака. Ова трансформација није представљала само техничку промену у начину спровођења монетарне политике, већ одраз дубљих институционалних промена које су пратиле развој савременог финансијског система.

Ширењем надлежности централних банака постепено је отворено и питање начина на који се доносе најважније монетарне одлуке. Постало је све очигледније да институција којој је поверено управљање количином новца у оптицају, креирање монетарне политике и очување стабилности цена не може истовремено бити непосредно подређена краткорочним циљевима фискалне политике. Институција која доноси одлуке о јавној потрошњи и задуживању не би требало истовремено да одлучује и о емисији новца којим се те потребе финансирају, јер таква концентрација овлашћења неминовно повећава ризик од прекомерне монетарне експанзије, инфлаторних притисака и нарушавања макроекономске стабилности. Управо је потреба за јасним раздвајањем монетарне и фискалне власти временом постала један од најснажнијих аргумената у прилог институционалној независности централних банака.

Током последњих деценија XX века независност централне банке постепено је постала један од темељних принципа савременог централног банкарства. Бројне државе реформисале су своје законске оквире, прецизније дефинисале мандате централних банака и ојачале њихову институционалну, функционалну, персоналну и финансијску независност. Истовремено, бројна теоријска и емпиријска истраживања указивала су да већи степен независности доприноси јачању кредибилитета монетарне политике, снижавању инфлационих очекивања и успешнијем очувању ценовне стабилности. Независност је тако временом прерасла оквир институционалног решења и постала један од основних постулата савремене економске политике, заснован на уверењу да стабилна и кредибилна монетарна политика захтева институцију способну да доноси одлуке независно од краткорочних политичких интереса.

Тако конципиран институционални оквир независности временом је прерастао у доминантну парадигму савременог централног банкарства. Полазило се од становишта да ће јасно разграничење надлежности монетарне и фискалне политике, уз висок степен институционалне, функционалне, персоналне и финансијске независности централне банке, обезбедити доследно остваривање њеног примарног циља – очувања ценовне стабилности. Независност је у том периоду посматрана као гаранција кредибилне монетарне политике, док је њена суштина првенствено повезивана са заштитом централне

банке од непосредних политичких притисака и краткорочних интереса носилаца фискалне политике.

Схватање независности централне банке на овај начин заснивало се на претпоставци да је највећа претња стабилности цена управо могућност да држава, настојећи да финансира јавну потрошњу или подстакне краткорочни економски раст, утиче на одлуке централне банке. Због тога су законодавне реформе у великом броју земаља биле усмерене на јачање институционалних механизама који су онемогућавали монетарно финансирање буџетских дефицита, ограничавали политички утицај на избор руководства централних банака и обезбеђивали њихову самосталност у избору инструмената монетарне политике. Независност је, стога, постала не само институционални принцип, већ и својеврсни симбол стабилности, дисциплине и кредибилитета савремене економске политике.

Међутим, управо у периоду када је ортодоксни концепт независности достигао најшири степен прихваћености, економско окружење почело је да се мења брже него што су се мењали теоријски модели на којима је тај концепт био заснован. Интензивирање процеса финансијске глобализације, либерализација кретања капитала, технолошки напредак и све снажнија интеграција националних финансијских тржишта створили су потпуно нове облике међузависности између економија. У таквим условима независност централне банке више није зависила искључиво од односа са националним носиоцима економске политике, већ је све више била условљена кретањима на међународним финансијским тржиштима, реакцијама инвеститора, глобалним токовима капитала и одлукама најзначајнијих светских централних банака.

Другим речима, док је формална независност централних банака континуирано јачала, њихово окружење постајало је све сложеније и међусобно повезаније. Савремене централне банке све чешће су доносиле одлуке у условима у којима на домаћа монетарна кретања нису утицали искључиво национални фактори, већ и глобални инфлаторни притисци, међународна кретања каматних стопа, цене енергената, промене девизних курсева и одлуке водећих централних банака. То не значи да је независност изгубила свој значај, већ да је класичан концепт независности, заснован пре свега на односу између централне банке и државе, постепено постајао недовољан за објашњење нове економске стварности.

Прави тест таквог институционалног модела представљала је глобална финансијска криза из 2008. године. До тада је преовладавало уверење да су стабилне цене, независна централна банка и примена тржишно оријентисаних инструмената монетарне политике довољни да обезбеде дугорочну макроекономску стабилност. Међутим, глобална финансијска криза показала је да стабилност цена није истовремено значила и стабилност финансијског система. Показало се да се озбиљни системски поремећаји могу развити чак и у условима релативно ниске инфлације, што је довело у питање дотадашње разумевање улоге централне банке и отворило простор за њено ново институционално позиционирање.

Криза је истовремено показала да традиционални инструменти монетарне политике више нису довољни за ублажавање системских поремећаја. Након што су референтне

каматне стопе достигле своје доње границе, централне банке биле су приморане да прибегну примени нестандардних мера монетарне политике, укључујући програме квантитативног попуштања, дугорочне операције рефинансирања, негативне каматне стопе, интензивније управљање очекивањима економских субјеката и друге инструменте који су до тада имали искључиво изузетан карактер. Истовремено, њихова традиционална функција зајмодавца у крајњој инстанци добила је нову димензију, јер су, обезбеђујући ликвидност читавим финансијским тржиштима, све чешће преузимале улогу креатора тржишта у крајњој инстанци.

Управо су наведене промене представљале полазиште овог истраживања. Ако су се током више од три века непрестано мењали циљеви, функције и инструменти централних банака, а глобалне кризе значајно измениле начин на који оне делују у савременим економским условима, онда се као логично намеће питање да ли је и традиционално разумевање независности централне банке остало непромењено. Управо тражење одговора на то питање представљало је основну идеју на којој је засновано ово истраживање.

Полазна претпоставка није била да се доведе у питање значај независности централне банке као једног од темељних принципа савременог централног банкарства. Напротив, основни циљ био је да се испита да ли се концепт независности, као и сама улога централне банке, развијао упоредо са променама економског окружења и да ли савремени услови захтевају његово шире и динамичније тумачење. Због тога је истраживање засновано на ставу да независност није могуће посматрати искључиво кроз анализу законских решења, већ да је неопходно истовремено сагледати институционални оквир, стварно функционисање централних банака и економске услове у којима оне доносе одлуке.

Из тог разлога теоријска анализа није била усмерена само на приказ развоја концепта независности, већ и на разумевање еволуције централног банкарства у целини. Анализирани су историјски развој централних банака, промена њихових циљева, функција и инструмената монетарне политике, као и постепено формирање савременог институционалног оквира независности. Посебна пажња посвећена је разликовању институционалне и фактичке независности, будући да је управо однос између формално успостављених правила и њихове практичне примене једно од кључних питања савременог централног банкарства.

Полазећи од теоријских сазнања, истраживање је проширено компаративном анализом централних банака развијених и транзиционих земаља. Такав приступ омогућио је да се исти институционални принципи сагледају у различитим економским и историјским околностима, показујући да се независност не испољава на идентичан начин у свим економским системима. Иако већина савремених централних банака почива на сличним законским основама, њихов стварни институционални положај, простор за вођење монетарне политике и избор инструмената значајно зависе од степена развијености финансијског тржишта, институционалног капацитета државе и специфичности макроекономског окружења.

Резултати компаративне анализе показали су да су развијене економије, захваљујући високом нивоу институционалне зрелости и развијеним финансијским тржиштима,

располагале већим простором за примену сложених и нетрадиционалних мера монетарне политике у условима кризе. Насупрот томе, транзиционе земље су процес јачања независности својих централних банака углавном спроводиле кроз институционалне реформе, усклађивање законског оквира са међународним стандардима и постепено јачање кредибилитета монетарне политике. Истраживање је показало да, упркос различитим полазним основама, обе групе земаља настоје да очувају исти основни принцип — самостално доношење монетарних одлука у функцији дугорочне макроекономске стабилности. Овакви налази пружају подршку хипотези према којој развијене земље, захваљујући већој институционалној стабилности, развијенијим финансијским тржиштима и већем капацитету за спровођење монетарне политике, показују мањи степен одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности у односу на земље у транзицији.

Посебно место у истраживању припало је анализи Народне банке Србије. Разлог за то није био искључиво њен значај у домаћем институционалном систему, већ чињеница да је током претходних деценија прошла кроз интензиван процес институционалне трансформације, у оквиру кога су истовремено јачани законски механизми независности, унапређивани инструменти монетарне политике и прилагођаван начин деловања савременим економским изазовима. Управо је анализа Народне банке Србије омогућила да се у конкретном институционалном окружењу сагледају ограничења класичног концепта независности и поставе основе за његово динамичко разумевање.

Да би се теоријска и институционална анализа додатно провериле, спроведено је и емпиријско истраживање односа између независности централне банке и инфлације. За разлику од бројних претходних истраживања која су овај однос анализирала превасходно кроз законску независност или ограничене временске периоде, у овом раду примењен је интегрисани приступ који је омогућио упоређивање различитих група земаља, различитих институционалних модела и различитих економских периода, укључујући и године које су претходиле највећим глобалним кризама, као и период након њиховог избијања.

Резултати спроведеног истраживања показали су да однос између независности централне банке и инфлације не може бити објашњен једноставним и универзалним теоријским моделом. Иако добијени налази потврђују да независност представља један од најзначајнијих институционалних предуслова за успешно спровођење монетарне политике и очување ценовне стабилности, истовремено указују да њени ефекти зависе од низа економских, институционалних и структурних фактора који се мењају током времена. На тај начин потврђено је да се независност централне банке не може посматрати као изолована институционална категорија, већ искључиво у оквиру ширег економског система у коме она делује. Тиме је основна хипотеза, према којој савремене теоријско-методолошке контроверзе произлазе из одступања између институционално утврђене и фактички остварене независности, уз условљеност тог односа економским, институционалним и међународним околностима, добила потврду у резултатима теоријске, компаративне и емпиријске анализе. Такође, резултати подржавају и хипотезу према којој је одступање између институционалне и фактичке независности централне банке условљено деловањем економских, институционалних, политичких и међународних

фактора, чији се интензитет разликује у зависности од карактеристика посматране привреде.

Компаративна анализа обухваћених централних банака показала је да су током последњих деценија и развијене и транзиционе земље тежиле јачању институционалне независности својих централних банака, али су до тог циља долазиле различитим путевима. Док су развијене економије своју независност надограђивале постепеним проширивањем функција и инструмената монетарне политике, већина транзиционих земаља тежила је, пре свега, институционалном усклађивању са међународним стандардима и изградњи кредибилитета монетарне политике. Тако добијени резултати показују да не постоји јединствен модел независности који би био једнако применљив у свим институционалним и економским условима, већ да се њен стварни садржај формира у зависности од степена развијености институција, карактеристика финансијског система и специфичности економског окружења.

Посебно значајан налаз произашао је из анализе Народне банке Србије. Спроведено истраживање показало је да је процес јачања њене независности био неодвојив од процеса институционалних и економских реформи, као и постепеног приближавања савременим стандардима централног банкарства. Истовремено, анализа је указала да се стварни значај независности Народне банке Србије не може оценити искључиво на основу законских решења, већ пре свега кроз способност да у различитим фазама економског циклуса и у условима изражене неизвесности самостално доноси професионалне одлуке у циљу очувања монетарне и финансијске стабилности. Управо је тај налаз потврдио да институционална и фактичка независност представљају међусобно повезане, али не и истоветне категорије. Овај налаз додатно поткрепљује хипотезу према којој фактичка независност није аутоматска последица формално успостављене институционалне независности, већ зависи од конкретних економских, институционалних, политичких и међународних околности.

Емпиријско истраживање додатно је потврдило да независност централне банке задржава значајну улогу у очувању ценовне стабилности, али се показало и да се савремени инфлаторни процеси не могу објаснити искључиво степеном независности централне банке. Кретање инфлације све је више условљено глобалним економским кретањима, геополитичким ризицима, енергетским шоковима, поремећајима у ланцима снабдевања и другим факторима који превазилазе домен традиционалне монетарне политике. Због тога се и успешност деловања централне банке више не може мерити искључиво оствареним нивоом инфлације, већ и њеном способношћу да очува стабилност финансијског система, ублажи последице системских криза и сачува кредибилитет својих одлука. У том смислу, основна хипотеза емпиријског дела, да виши степен независности доприноси нижим и стабилнијим стопама инфлације, није добила једнозначну статистичку потврду у свим посматраним периодима. Управо такав резултат, међутим, подржава помоћне хипотезе емпиријског истраживања да се однос независности и инфлације мења у зависности од периода и економских околности и да формално висок степен институционалне независности сам по себи није довољан услов за остваривање ценовне стабилности. У том контексту, делимично је потврђена и хипотеза према којој виши степен институционалне и фактичке независности позитивно утиче на

остваривање ценовне стабилности, будући да добијени резултати указују да значај независности централне банке за ценовну стабилност није доведен у питање, али да интензитет и статистичка израженост тог односа нису били једнаки у свим посматраним периодима и институционалним окружењима.

Један од најважнијих закључака овог истраживања јесте да су глобалне кризе суштински измениле начин на који се тумачи независност централне банке. Док је традиционални концепт независности био заснован на јасном раздвајању монетарне и фискалне политике, савремене економске околности показале су да очување стабилности често захтева висок степен координације различитих носилаца економске политике. Међутим, таква координација не подразумева губитак независности централне банке, већ напротив, захтева институцију која ће, управо захваљујући својој професионалној и институционалној самосталности, бити способна да доноси одлуке у интересу дугорочне макроекономске стабилности. Тиме је потврђена хипотеза о релативизацији ортодоксног концепта апсолутне институционалне независности у савременим условима, као и помоћна хипотеза емпиријског дела да су глобални шокови и примена нестандардних мера монетарне политике ослабили традиционалну везу између независности централне банке и инфлације.

Добијени налази не мењају само разумевање односа између независности централне банке и ценовне стабилности, већ указују и на потребу преиспитивања самог начина на који се независност тумачи у савременој економској теорији. Деценијама је овај концепт био превасходно заснован на анализи законских решења, институционалне издвојености централне банке и степена њене заштићености од непосредног политичког утицаја. Такав приступ представљао је неопходну полазну основу за развој савременог централног банкарства и несумњиво је допринео јачању кредибилитета монетарне политике. Међутим, резултати овог истраживања показују да у условима савремених економских и финансијских кретања такав приступ више није довољан за потпуно разумевање стварне улоге и значаја независности централне банке.

Истраживање је показало да су се током више од три века истовремено мењали циљеви, функције, инструменти и институционални положај централних банака. Будући да су све наведене компоненте еволуирале под утицајем економских, технолошких и друштвених промена, природно је да је и концепт независности пролазио кроз исти развојни процес. Управо због тога независност није могуће посматрати као институционални модел који је једном успостављен и који се временом само формално усавршава. Напротив, она представља концепт чији се садржај непрестано мења упоредо са променама улоге коју централна банка има у економском систему.

У том смислу, може се закључити да је независност централне банке истовремено и институционална и развојна категорија. Њен значај не произлази искључиво из законских гаранција које обезбеђују самосталност у доношењу одлука, већ и из способности централне банке да у различитим економским околностима очува професионалност, кредибилитет и доследност у спровођењу свог мандата. Независност се, дакле, не доказује само законом, већ пре свега начином на који се институција понаша онда када је изложена највећим притисцима.

Управо су глобална финансијска криза, пандемија COVID-19 и каснији инфлаторни и геополитички шокови показали да се независност не испољава кроз институционалну изолованост централне банке, већ кроз њену способност да, у условима повећане неизвесности, доноси професионалне одлуке, примењује и стандардне и нестандардне инструменте монетарне политике и истовремено сарађује са другим носиоцима економске политике без губитка сопствене самосталности. На тај начин независност добија нову институционалну димензију, јер више не подразумева искључиво заштиту од политичког утицаја, већ и способност очувања институционалног интегритета у условима све сложенијих глобалних изазова.

Резултати овог истраживања указују и на још једну важну чињеницу. Независност централне банке, као и други темељни институционални принципи савремене државе, не представља категорију која се једном успоставља и трајно задржава у непромењеном облику. Њен садржај се непрестано преиспитује и развија под утицајем нових економских околности, због чега она представља идеал коме институције теже, а не стање које се једном заувек достиже. Управо у тој способности сталног прилагођавања огледа се њена трајна вредност, али и разлог због кога се критеријуми за оцену независности морају периодично преиспитивати у складу са променама економског окружења.

Полазећи од свих наведених налаза, може се закључити да је основни допринос овог истраживања управо у сагледавању независности централне банке као динамичког институционалног концепта. Такав приступ не негира значај традиционалног разумевања независности, већ га проширује, показујући да законска самосталност представља неопходну, али не и довољну претпоставку успешног функционисања централне банке у савременим условима. Стварни домети независности зависе од способности институције да се прилагођава променама економског окружења, задржавајући притом доследност у остваривању свог законом утврђеног мандата.

На тај начин, резултати овог истраживања не указују да је потребно напустити класичан концепт независности централне банке, већ да га је неопходно допунити новим институционалним елементима који произилазе из савременог развоја централног банкарства. Независност, стога, више не треба посматрати као статичко институционално стање, већ као континуирани процес институционалног прилагођавања, у оквиру кога се мењају облици њеног испољавања, али не и њена суштинска улога – обезбеђивање професионалног, самосталног и одговорног спровођења монетарне политике у интересу дугорочне макроекономске и финансијске стабилности.

Управо на том месту налази се и основни научни закључак овог истраживања. Независност централне банке није изгубила свој значај, али се променио начин на који се она испољава. Она више не представља искључиво институционалну заштиту од непосредног политичког утицаја, већ способност централне банке да у условима глобалне међузависности, финансијских криза и повећане неизвесности професионално, самостално и одговорно спроводи свој мандат. На тај начин независност престаје да буде статична институционална категорија и постаје динамичан концепт који се развија упоредо са еволуцијом савременог централног банкарства.

На основу резултата добијених у овом истраживању, може се закључити да је развој централног банкарства истовремено представљао и развој концепта независности централне банке. Током више од три века мењали су се циљеви које су централне банке остваривале, функције које су преузимале, инструменти које су примењивале и институционални оквир у коме су деловале. Свака нова економска криза, сваки нови институционални изазов и свака значајнија промена у структури финансијског система остављали су трага и на разумевању независности централне банке, показујући да она није непроменљива категорија, већ концепт који се развија упоредо са развојем економије.

Независност централне банке не треба посматрати као циљ сам по себи, нити као институционалну привилегију која постоји ради саме институције. Њена суштинска вредност произлази из поверења које омогућава да се изгради између монетарне политике, финансијског система и друштва у целини. Само институција која располаже стварном професионалном самосталношћу, високим степеном кредибилитета, јасно дефинисаном одговорношћу и способношћу да благовремено реагује на савремене економске изазове може успешно да остварује циљеве због којих је независност и успостављена.

Концепт независности централне банке није у супротности са одговорношћу, као што није у супротности ни са институционалном сарадњом. Напротив, савремени економски услови показују да се стварна независност огледа у способности централне банке да сарађује са другим носиоцима економске политике онда када је то неопходно за очување макроекономске и финансијске стабилности, задржавајући, притом, пуну самосталност у доношењу одлука из своје надлежности. Независност, стога, не подразумева институционалну изолованост, већ јасно дефинисане надлежности, професионалност, транспарентност и одговорност према јавности.

Посебан значај резултата овог истраживања огледа се у чињеници да је концепт независности сагледан кроз јединствен аналитички оквир који повезује његов историјски развој, институционалну еволуцију, компаративну анализу различитих модела централног банкарства и емпиријску проверу односа између независности централне банке и инфлације. Тако постављен приступ омогућио је да се независност не посматра као издвојено правно или институционално питање, већ као сложен економски феномен чије разумевање захтева истовремено сагледавање теоријских, институционалних и практичних аспеката њеног развоја.

На основу свих добијених резултата може се закључити да ће и будући развој централног банкарства неминовно доносити нове облике преиспитивања независности централних банака. Појава дигиталних валута централних банака, убрзана дигитализација финансијског система, развој финансијских технологија, климатски ризици, геополитичке промене и нови облици глобалних економских криза постављаће пред централне банке задатке који данас још увек нису у потпуности дефинисани. Управо због тога концепт независности не треба посматрати као завршено теоријско питање, већ као област која ће се и у будућности развијати упоредо са развојем централног банкарства.

Од првих централних банака, основаних са циљем финансирања државе и управљања јавним дугом, до савремених институција које истовремено воде монетарну политику, чувају стабилност финансијског система, управљају системским ризицима и примењују сложене стандардне и нестандардне инструменте, централно банкарство прешло је дуг развојни пут. Мењао се свет, мењале су се економије, мењали су се циљеви и инструменти, али је основна мисија централне банке остала непромењена – очување поверења у новац и стабилности економског система.

Управо у тој способности да, чувајући своје темељне принципе, истовремено непрестано прилагођава начин свог деловања променама економског окружења, огледа се стварни смисао еволуције централног банкарства и трајна вредност независности централне банке. Независност, стога, не представља коначно достигнуто институционално стање, већ континуирани процес професионалног, институционалног и друштвеног сазревања, чији је крајњи циљ очување поверења, монетарне и финансијске стабилности и одрживог економског развоја.

ЛИТЕРАТУРА

Act on Narodowy Bank Polski. (1997). *The Act on Narodowy Bank Polski of 29 August 1997*. Narodowy Bank Polski. https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/10/the_act_on_the_nbp.pdf

Adrian, T., Khan, A., & Menand, L. (2024). *A new measure of central bank independence* (IMF Working Paper No. 24/35). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9798400269363.001

Agbeja, O. (2007). Central bank independence and inflation targeting: Monetary policy framework for Sub-Saharan Africa. *The International Journal of Applied Economics and Finance, 1*(1), 29–37.

Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine. (2023). *O nama*. https://www.fba.ba

Agencija za bankarstvo Republike Srpske. (2023). *O agenciji*. https://www.abrs.ba

Agénor, P.-R., & Pereira da Silva, L. A. (2013). *Inflation targeting and financial stability: A perspective from the developing world* (Banco Central do Brasil Working Paper Series No. 324).

Akerlof, G. A., Dickens, W. T., & Perry, G. L. (1996). The macroeconomics of low inflation. *Brookings Papers on Economic Activity, 1996*(1), 1–59. https://doi.org/10.2307/2534646

Akerlof, G. A., Dickens, W. T., & Perry, G. L. (2000). Near-rational wage and price setting and the long-run Phillips curve. *Brookings Papers on Economic Activity, 2000*(1), 1–60. https://doi.org/10.1353/eca.2000.0001

Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking, 25*(2), 151–162. https://doi.org/10.2307/2077833

Allen, L. (1997). Capital markets and institutions: A global view. John Wiley & Sons.

Avramović, D. (1998). Rekonstrukcija monetarnog sistema Jugoslavije i pobeda nad inflacijom 1994. Stubovi kulture.

Ayuso, J., & Repullo, R. (2003). A model of the open market operations of the European Central Bank. *The Economic Journal, 113*(490), 883–902. https://doi.org/10.1111/1468-0297.t01-1-00158

Bade, R., & Parkin, M. (1988). *Central bank laws and monetary policy*. Department of Economics, University of Western Ontario.

Bagehot, W. (1999). *Lombard Street: A description of the money market* (P. L. Bernstein, Foreword). Wiley. (Original work published 1873).

Balcerowicz, L. (1995). *Socialism, capitalism, transformation*. Central European University Press.

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer. https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-030-53953-5

Bank for International Settlements. (2009). *Issues in the governance of central banks: A report from the Central Bank Governance Group*. https://www.bis.org/publ/othp04.pdf

Bank for International Settlements. (2009). *79th annual report: 1 April 2008–31 March 2009*. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm

Bank for International Settlements. (2011). *BIS annual report 2011*. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.htm

Bank for International Settlements. (2011). *Central bank governance and financial stability*. https://www.bis.org/publ/othp14.pdf

Bank for International Settlements. (2016). *Macroprudential policy* (BIS Papers No. 86). https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap86.htm

Bank for International Settlements. (2022). *BIS annual economic report 2022*. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm

Bank for International Settlements. (2023). *Annual economic report 2023*. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.htm

Bank of England. (1998). *Bank of England Act 1998*. https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/11/contents

Bank of England. (2009). *Financial stability report: June 2009*. https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-report/2009/june-2009

Bank of England. (2018). *The Bank of England's approach to monetary policy*. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy

Bank of England. (2021). *How quantitative easing works*. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing

Bank of England. (n.d.-a). *About the Bank of England*. https://www.bankofengland.co.uk/about

Bank of England. (n.d.-b). *Court of Directors*. https://www.bankofengland.co.uk/about/people/court-of-directors

Bank of England. (n.d.-c). *Financial Policy Committee*. https://www.bankofengland.co.uk/financial-policy-committee

Bank of England. (n.d.-d). *History of the Bank of England*. https://www.bankofengland.co.uk/about/history

Bank of England. (n.d.-e). *How quantitative tightening works*. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-tightening

Bank of England. (n.d.-f). *Monetary policy*. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy

Bank of England. (n.d.-g). *Ownership and governance of the Bank of England*. https://www.bankofengland.co.uk/about/governance

Bank of England. (n.d.-h). *Quantitative easing*. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing

Bank of England. (n.d.-i). *Resolution Liquidity Framework*. https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/resolution-liquidity-framework

Bank of Japan Act (Act No. 89 of June 18, 1997, effective April 1, 1998). (1997). https://www.boj.or.jp/en/about/education/legislation/boj_law/index.htm

Bank of Japan. (2011). *The Bank of Japan*. https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.htm

Bank of Japan. (2013). *Price stability target under the framework for the conduct of monetary policy*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm

Bank of Japan. (2016). *Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm

Bank of Japan. (2017). *History of monetary policy in Japan*. https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2017/data/ko171019a1.pdf

Bank of Japan. (n.d.). *Outline of monetary policy*. https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm

Banking Act 2009 (c. 1). (2009). https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2009/1/contents

Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy, 82*(6), 1095–1117. https://doi.org/10.1086/260266

Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics, 12*(1), 101–121. https://doi.org/10.1016/0304-3932(83)90051-X

Basel Committee on Banking Supervision. (2010). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf

Basel Committee on Banking Supervision. (2011). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* (Rev. ed.). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf

Basel Committee on Banking Supervision. (2012). *Core principles for effective banking supervision*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf

Basel Committee on Banking Supervision. (2013). *Basel III: The liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf

Belke, A., & Polleit, T. (2010). Monetary economics in globalised financial markets. Springer.

Berger, H., de Haan, J., & Eijffinger, S. C. W. (2001). Central bank independence: An update of theory and evidence. *Journal of Economic Surveys*, *15*(1), 3–40. https://doi.org/10.1111/1467-6419.00131

Bernanke, B. S. (2000). Japanese monetary policy: A case of self-induced paralysis. In R. Mikitani & A. S. Posen (Eds.), *Japan's financial crisis and its parallels to U.S. experience* (pp. 149–166). Institute for International Economics. https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/200003102.htm

Bernanke, B. S. (2006, November 10). *Monetary aggregates and monetary policy at the Federal Reserve: A historical perspective* [Speech]. Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20061110a.htm

Bernanke, B. S. (2007, January 5). *Central banking and bank supervision in the United States* [Speech]. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070105a.htm

Bernanke, B. S. (2009, January 13). *The crisis and the policy response* [Speech]. London School of Economics, London. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm

Bernanke, B. S. (2010). *Causes of the recent financial and economic crisis*. Statement before the Financial Crisis Inquiry Commission. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm

Bernanke, B. S. (2010). *The Federal Reserve's response to the financial crisis*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/default.htm

Bernanke, B. S. (2013). *The Federal Reserve and the financial crisis*. Princeton University Press. https://press.princeton.edu/books/hardcover/9780691158730/the-federal-reserve-and-the-financial-crisis

Bernanke, B. S. (2022). *21st century monetary policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*. W. W. Norton & Company. https://wwnorton.com/books/9781324020462

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). *Inflation targeting: Lessons from the international experience*. Princeton University Press. https://press.princeton.edu/books/paperback/9780691007083/inflation-targeting

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives, 11*(2), 97–116. https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97

Binder, C. (2018). *De facto and de jure central bank independence*. SUERF Policy Note. https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/de-facto-and-de-jure-central-bank-independence/

Blanchard, O. (2017). *Macroeconomics* (7th ed.). Pearson.

Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review, 109*(4), 1197–1229. https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197

Blinder, A. S. (2012). Central bank independence and credibility during and after a crisis. *Journal of Economic Perspectives, 26*(4), 1–23. https://doi.org/10.1257/jep.26.4.1

Blinder, A. S. (2013). After the music stopped: The financial crisis, the response, and the work ahead. Penguin Press.

Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., & Lang, M. (2009). *The impact of the financial crisis and policy responses in Croatia* (Working Paper No. W-22). Croatian National Bank.

Burns, A. F. (1979). *The anguish of central banking*. Per Jacobsson Foundation. https://www.perjacobsson.org/lectures/1979.pdf

Capie, F., Goodhart, C., & Schnadt, N. (2012). *The development of central banking*. Cambridge University Press.

Cargill, T. F., Hutchison, M. M., & Ito, T. (1997). *The political economy of Japanese monetary policy*. MIT Press.

Casey, G. (2014). *There is no tradeoff between inflation and unemployment*. Mises Institute. https://mises.org/library/there-no-tradeoff-between-inflation-and-unemployment

Cecchetti, S. G. (2006). *Money, banking, and financial markets* (2nd ed.). McGraw-Hill/Irwin.

Central Bank of Montenegro. (2009). *Annual report 2009*. https://www.cbcg.me/slike_i_fajlovi/eng/fajlovi/fajlovi_publikacije/god_izv_o_radu/cbm_annual_report_2009.pdf

Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2021a). *Devizni kursevi*. https://www.cbbh.ba/press/edukacija/886

Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2021b). *Monetarna politika u Bosni i Hercegovini*. https://www.cbbh.ba/press/readfaq/1

Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2023a). *O banci*. https://www.cbbh.ba

Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2023b). *Osnovne informacije o banci*. https://www.cbbh.ba/content/read/13

Centralna banka Bosne i Hercegovine. (2025). *Godišnji izvještaj 2024*. https://www.cbbh.ba/press/ShowNews/1659

Centralna banka Crne Gore. (2023). *Zakon o Centralnoj banci Crne Gore* (Službeni list Crne Gore, br. 125/23). https://www.cbcg.me

Centralna banka Crne Gore. (2017). *Statut Centralne banke Crne Gore*. https://www.cbcg.me

Chiu, J., & Koeppl, T. V. (2009). *Market making of last resort: Optimal intervention when financial markets are frozen*. Queen's University. http://www.econ.queensu.ca/pub/faculty/koeppl/research/MMLR_WiP1.pdf

Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: A New Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature, 37*(4), 1661–1707. https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661

Commodity Futures Trading Commission. (2021). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. https://www.cftc.gov

Congress.gov. (2009). *Federal Reserve Transparency Act of 2009*. https://www.congress.gov

Congress.gov. (2018). *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (S.2155)*. https://www.congress.gov

Constitution of the Czech Republic. (1992). *Constitutional Act No. 1/1993 Coll.* Czech National Council. https://www.senat.cz/informace/zakon106/zakony/ustava-eng.php

Constitution of the Republic of Poland. (1997). *The Constitution of the Republic of Poland of 2 April 1997*. Sejm of the Republic of Poland. https://www.sejm.gov.pl/prawo/konst/angielski/kon1.htm

Corporate Finance Institute. (2024). *Lender of last resort*. https://corporatefinanceinstitute.com/

Council of the European Union. (1993). Council Regulation (EC) No. 3603/93 of 13 December 1993 specifying definitions for the application of the prohibitions referred to in Article 104 and Article 104b(1) of the Treaty. Official Journal of the European Communities. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:31993R3603

Crowe, C., & Meade, E. E. (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy, 24*(4), 763–777. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.06.004

Cukierman, A. (1992). Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence. MIT Press.

Cukierman, A. (2008). Central bank independence and monetary policymaking institutions—Past, present and future. *European Journal of Political Economy, 24*(4), 722–736. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.007

Cukierman, A. (2010). Central bank finances and independence—How much capital should a central bank have? In S. Milton & P. Sinclair (Eds.), *The capital needs of central banks* (pp. 33–46). Routledge.

Cukierman, A. (2013). Monetary policy and institutions before, during, and after the global financial crisis. *Journal of Financial Stability, 9*(3), 373–384. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.02.002

Cukierman, A., Kalaitzidakis, P., Summers, L. H., & Webb, S. B. (1993). Central bank independence, growth, investment, and real rates. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39*, 95–140. https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90005-H

Cukierman, A., Miller, G. P., & Neyapti, B. (2002). Central bank reform, liberalization and inflation in transition economies—An international perspective. *Journal of Monetary Economics, 49*(2), 237–264. https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00107-6

Cukierman, A., Webb, S. B., & Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review, 6*(3), 353–398. https://doi.org/10.1093/wber/6.3.353

CVCE.eu – Centre Virtuel de la Connaissance sur l'Europe. (2016). *The European Economic Area (EEA).*

Czech National Bank. (1993). *Act No. 6/1993 Coll., on the Czech National Bank, as amended*. https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/legislation/.galleries/acts/act_on_cnb.pdf

Czech National Bank. (2023). *Financial Stability Report 2023*. https://www.cnb.cz/en/financial-stability/financial-stability-reports/

Czech National Bank. (n.d.-a). *Exchange rate commitment*. https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/exchange-rate-commitment/

Czech National Bank. (n.d.-b). *History of the Czech National Bank*. https://www.cnb.cz/en/about_cnb/history/

Czech National Bank. (n.d.-c). *Monetary policy*. https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/

Czech National Bank. (n.d.-d). *Why is the CNB independent?* https://www.cnb.cz/en/faq/Why-is-the-CNB-independent/

De Grauwe, P. (2011). *The European Central Bank as a lender of last resort* (CEPS Working Document No. 356). https://www.ceps.eu/ceps-publications/european-central-bank-lender-last-resort/

De Haan, J., & Eijffinger, S. C. W. (2016). *The politics of central bank independence* (DNB Working Paper No. 539). https://www.dnb.nl/media/2q4dzou2/working-paper-539.pdf

De Long, J. B., & Summers, L. H. (1992). Equipment investment and economic growth: How strong is the nexus? *Brookings Papers on Economic Activity, 1992*(2), 157–211. https://doi.org/10.2307/2534583

Debelle, G., & Fischer, S. (1994). How independent should a central bank be? In J. C. Fuhrer (Ed.), *Goals, guidelines, and constraints facing monetary policymakers* (pp. 195–225). Federal Reserve Bank of Boston.

Deutsche Bundesbank. (2013). *Act Concerning the Deutsche Bundesbank*. Deutsche Bundesbank.

Deutsche Bundesbank. (2017). *Monetary policy and the Eurosystem*. Deutsche Bundesbank.

Deutsche Bundesbank. (n.d.-a). *Regional offices and branches of the Deutsche Bundesbank*. https://www.bundesbank.de/en/bundesbank/regional-offices-branches/regional-offices-and-branches-of-the-deutsche-bundesbank-617098

Deutsche Bundesbank. (n.d.-b). *Executive Board*. https://www.bundesbank.de/en/bundesbank/organisation/executive-board

Dincer, N. N., & Eichengreen, B. (2007). *Central bank transparency: Where, why, and with what effects?* (NBER Working Paper No. 13003). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w13003

Dincer, N. N., & Eichengreen, B. (2014). Central bank transparency and independence: Updates and new measures. *International Journal of Central Banking, 10*(1), 189–259.

Dincer, N. N., Eichengreen, B., & Martinez, J. J. (2024). Central bank independence: Views from history and machine learning. *Annual Review of Economics, 16*, 393–428. https://doi.org/10.1146/annurev-economics-081623-032553

Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy, 84*(6), 1161–1176. https://doi.org/10.1086/260506

Dwyer, J. (2004). The Bank of Japan and the Challenge of Central Bank Independence.

Eichengreen, B. (2008). Globalizing capital: A history of the international monetary system (2nd ed.). Princeton University Press.

Eijffinger, S. C. W., & de Haan, J. (1996). *The political economy of central-bank independence* (Special Papers in International Economics No. 19). Princeton University, International Finance Section.

Eijffinger, S. C. W., & Geraats, P. M. (2006). How transparent are central banks? *European Journal of Political Economy, 22*(1), 1–21. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2005.09.013

Eijffinger, S. C. W., & Schaling, E. (1993). *Central Bank Independence: Criteria and Indices*. Tilburg University.

European Bank for Reconstruction and Development. (2024). *About the EBRD*. https://www.ebrd.com/

European Central Bank. (2004). The monetary policy of the ECB. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf

European Central Bank. (2011). Convergence report 2011. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201105en.pdf

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

European Central Bank. (2015). The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures. Economic Bulletin, 4/2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201504_article01.en.pdf

European Central Bank. (2018). The Single Supervisory Mechanism. https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.en.html

European Central Bank. (2019). Emergency liquidity assistance (ELA). https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html

European Central Bank. (2019). Monetary policy implementation in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.mpimplementationbooklet201909~ec742a9788.en.pdf

European Central Bank. (2020). Annual report 2020. https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.en.html

European Central Bank. (2020). The ECB's monetary policy measures in response to the COVID-19 crisis. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

European Central Bank. (2020). The case for central bank independence (ECB Occasional Paper No. 248). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op248~28bebb193a.en.pdf

European Central Bank. (2021). ECB monetary policy strategy. https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html

European Central Bank. (2021). European banking supervision. https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.en.html

European Central Bank. (2021). The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and

procedures. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.implementationmonetarypolicy202108~cb0fb6817e.en.pdf

European Central Bank. (2021, July 8). The ECB's monetary policy strategy statement. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html

European Central Bank. (2023a). Banking supervision (Single Supervisory Mechanism). https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/html/index.en.html

European Central Bank. (2023b). Emergency liquidity assistance (ELA). https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html

European Central Bank. (2023c). Monetary policy implementation. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

European Central Bank. (2023d). Monetary policy strategy. https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html

European Central Bank. (2023e). The European System of Central Banks and the Eurosystem. https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html

European Central Bank. (2024). Convergence report 2024. https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202406~475c2172ec.en.html

European Central Bank. (n.d.). Monetary policy. https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html

European Central Bank. (n.d.). The European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.en.html

European Central Bank. (2025). Convergence report 2025. https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/index.en.html

European Commission. (2004). 2004 regular report on the Czech Republic's progress towards accession. https://aei.pitt.edu/45780/1/Czech_Rep_2004.pdf

European Commission. (2004). Serbia and Montenegro: Stabilisation and Association Report. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52004SC0374

European Commission. (2006). Convergence report 2006. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/convergence-report-2006_en

European Commission. (2010). Commission opinion on Serbia's application for membership of the European Union. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011DC0668

European Commission. (2022). Convergence report 2022. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/convergence-report-2022_en

European Commission. (2023). Serbia report 2023. Publications Office of the European Union. https://neighbourhood-enlargement.ec.europa.eu/serbia-report-2023_en

European Commission. (2024). Serbia report 2024. https://enlargement.ec.europa.eu/serbia-report-2024_en

European Commission. (2025a). Montenegro report 2025. https://enlargement.ec.europa.eu/montenegro-report-2025_en

European Commission. (2025b). Serbia report 2025. https://enlargement.ec.europa.eu/serbia-report-2025_en

European Parliament and Council of the European Union. (2010). Regulation (EU) No. 1092/2010 of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. Official Journal of the European Union, L 331, 1–11. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2010/1092/oj/eng

European Parliament. (n.d.). History of the economic and monetary union. https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/79/history-of-the-economic-and-monetary-union

European Stability Mechanism. (2017). The €750 billion weekend: The EFSF is born. https://www.esm.europa.eu/publications/safeguarding-euro/%E2%82%AC750-billion-weekend-efsf-born

European Union. (2012a). Consolidated version of the Treaty on European Union. Official Journal of the European Union, C 326. https://eur-lex.europa.eu/eli/treaty/teu_2012/oj/eng

European Union. (2012b). Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. Official Journal of the European Union, C 326. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT

European Union. (n.d.-a). Croatia. https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/eu-countries/croatia_en

European Union. (n.d.-b). EU budget. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/budget_en

European Union. (n.d.-c). History of the European Union. https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/history-eu_en

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Federal Department of Finance, & Swiss National Bank. (2016). *Memorandum of Understanding on the Composition of the Bank Council*. https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases/2016/pre_20161116

Federal Open Market Committee. (2012). *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf

Federal Reserve Bank of New York. (n.d.). *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. https://www.newyorkfed.org/markets/talf

Federal Reserve Bank of San Francisco. (2006). *What is the Fed? History of the Federal Reserve.* https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2006/february/federal-reserve-history/

Federal Reserve Bank of St. Louis. (n.d.). *Interest on reserve balances.* https://www.stlouisfed.org/open-vault/2018/april/interest-on-reserves

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2023). *The Fed's lender of last resort function.* https://www.stlouisfed.org/open-vault/2023/september/fed-lender-of-last-resort-function

Federal Reserve History. (2021). *The First Bank of the United States*. https://www.federalreservehistory.org/essays/first-bank-of-the-us

Federal Reserve System. (2020). *Monetary Policy Report.* https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-02-mpr-default.htm

Field, A. (2018). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics* (5th ed.). Sage Publications. https://us.sagepub.com/en-us/nam/discovering-statistics-using-ibm-spss-statistics/book258032

Financial Services Act 2012, c. 21. https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21

Financial Services Agency. (2025). *Financial Services Agency of Japan.* https://www.fsa.go.jp/english/

Financial Stability Board. (2017). Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf

Financial Stability Board. (2023). *2023 list of global systemically important banks (G-SIBs).* https://www.fsb.org/2023/11/2023-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/

Financial Stability Board. (2024). *Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2024.* https://www.fsb.org/2024/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2024/

Fischer, S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics, 32*(3), 485–512. https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90027-D

Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers, 9*(3), 369–380. https://doi.org/10.2307/3866091

Franta, M., Holub, T., & Král, P. (2014). *The exchange rate as an instrument at zero interest rates: The case of the Czech Republic* (CNB Research and Policy Notes No. 3/2014). Czech National Bank. https://www.cnb.cz/en/economic-research/research-publications/research-and-policy-notes/The-Exchange-Rate-as-an-Instrument-at-Zero-Interest-Rates-The-Case-of-the-Czech-Republic-00001/ (Czech National Bank)

Fraser, B. W. (1994). Central bank independence: What does it mean? *Reserve Bank of Australia Bulletin*, December, 1–8. https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/1994/dec/pdf/bu-1294-1.pdf (Reserve Bank of Australia)

Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. In *Essays in positive economics* (pp. 157–203). University of Chicago Press. https://press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/E/bo25773835.html (University of Chicago Press)

Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review, 58*(1), 1–17. https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf (American Economic Association)

Friedman, M. (1977). Nobel lecture: Inflation and unemployment. *Journal of Political Economy, 85*(3), 451–472. https://doi.org/10.1086/260579

Geraats, P. M. (2002). Central bank transparency. *The Economic Journal, 112*(483), F532–F565. https://doi.org/10.1111/1468-0297.00082

Ghose, A. (2013). International Monetary Reform and the Collapse of Bretton Woods.

Ginsburg, H. L. (2012). The Humphrey-Hawkins Act and the Evolution of the Federal Reserve's Dual Mandate.

Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis* (8th ed.). Pearson. https://www.pearson.com/en-us/subject-catalog/p/econometric-analysis/P200000003505/9780134461366

Goodhart, C. A. E. (1999). Myths about the lender of last resort. *International Finance, 2*(3), 339–360. https://doi.org/10.1111/1468-2362.00033

Goodhart, C. A. E. (2010). *The changing role of central banks* (BIS Working Paper No. 326). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/work326.pdf

Goodhart, C. A. E. (2011). The changing role of central banks. *Financial History Review, 18*(2), 135–154.

Goodhart, C. A. E., & Huang, H. (1999). *A model of the lender of last resort* (IMF Working Paper No. 99/39). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781451845167.001

Goodhart, C. A. E., & Pradhan, M. (2020). The great demographic reversal: Ageing societies, waning inequality, and an inflation revival. Palgrave Macmillan.

Goodhart, C. A. E., & Tsomocos, D. P. (2007). *Analysis of financial stability* (LSE Financial Markets Group Special Paper No. 173). London School of Economics.

Gordon, R. J. (2013). *Macroeconomics* (12th ed.). Pearson.

Gordon, R. (2014). Social policy in the UK: An introduction to social policy. Robert Gordon University.

Gorton, G. B. (2010). Slapped by the invisible hand: The panic of 2007. Oxford University Press.

Government of Japan, & Bank of Japan. (2013). Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth.

Grilli, V., Masciandaro, D., & Tabellini, G. (1991). Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy, 6*(13), 341–392. https://doi.org/10.2307/1344630

Grossman, R. S. (2014). *Transparency at the Fed.* Oxford University Press Blog. https://blog.oup.com/2014/08/transparency-federal-reserve/

Hanke, S. H. (2002). On dollarization and currency boards: Error and deception. *Journal of Policy Reform, 5*(4), 203–222.

Hlebik, S., & Verga, G. (2015). The European Central Bank quantitative policy and its consistency with the demand for liquidity. *Scientific Annals of Economics and Business, 62*(3), 425–451.

Hlédik, T., Koderová, J., & Polák, P. (2016). The Czech National Bank's role since the global financial crisis. *Public Finance Quarterly, 61*(1), 65–93. https://ideas.repec.org/a/pfq/journl/v61y2016i1p65-93.html

HM Treasury. (2024). *Remit and Recommendations for the Financial Policy Committee.* https://www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury

House of Commons Treasury Committee. (2011). *Accountability of the Bank of England* (HC 874). House of Commons. UK Parliament – Accountability of the Bank of England (HC 874)

Hrvatska narodna banka. (2015). *Savjet Hrvatske narodne banke.* https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/savjet-hnb-a

Hrvatska narodna banka. (2020). *Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci* (Narodne novine, br. 75/2008, 54/2013 i 47/2020). https://www.hnb.hr/documents/20182/505925/e-zakon-o-HNB_npt.pdf

Hrvatska narodna banka. (2023a). *History of the Croatian National Bank.* https://www.hnb.hr

Hrvatska narodna banka. (2023b). *Hitna likvidnosna podrška.* https://hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/hitna-likvidnosna-podrska

Hrvatska narodna banka. (2023c). *Minimalne pričuve.* https://hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike/minimalne-pricuve

Hrvatska narodna banka. (2023d). *Open market operations.* https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/monetary-policy-implementation/open-market-operations

Hämäläinen, S. (2000, January 8). *One year with the euro*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2000/html/sp000108.en.html

International Monetary Fund. (1991). *Yugoslav inflation and money* (IMF Working Paper No. 91/50). https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/1991/050/article-A001-en.xml

International Monetary Fund. (2002). *Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment* (IMF Country Report No. 02/180). https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2002/180/article-A001-en.xml

International Monetary Fund. (2007). *Switzerland: Financial System Stability Assessment—Update* (IMF Country Report No. 07/187). https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2007/187/article-A001-en.xml

International Monetary Fund. (2011). *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Slowing-Growth-Rising-Risks-2532

International Monetary Fund. (2016). *Montenegro: Financial System Stability Assessment* (IMF Country Report No. 16/88). https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/montenegro-financial-system-stability-assessment-43820

International Monetary Fund. (2013). *Key aspects of macroprudential policy* (IMF Staff Discussion Note No. 13/01). https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf

International Monetary Fund. (2014). *A broader mandate*. *Finance & Development, 51*(2). https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/jacome.htm

International Monetary Fund. (2015). *Bosnia and Herzegovina: Financial System Stability Assessment* (IMF Country Report No. 15/164). https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15164.pdf

International Monetary Fund. (2018). *World economic outlook: Cyclical upswing, structural change*. International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2018). *Historical public debt database*. https://www.imf.org/external/datamapper/DEBT1@DEBT

International Monetary Fund. (2018). *Republic of Croatia: Financial System Stability Assessment*. International Monetary Fund.

https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/01/31/Republic-of-Croatia-Financial-System-Stability-Assessment-45544

International Monetary Fund. (2019). *Bosnia and Herzegovina: Technical Assistance Report—Contingency Planning and Crisis Preparedness.* International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/11/13/Bosnia-and-Herzegovina-Technical-Assistance-Report-Contingency-Planning-and-Crisis-48789

International Monetary Fund. (2020). *Policy responses to COVID-19.* https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19

International Monetary Fund. (2020). *World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent.* International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020

International Monetary Fund. (2023). *World Economic Outlook, October 2023: Navigating Global Divergences.* International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023

International Monetary Fund. (2021). *Republic of Serbia: 2021 Article IV Consultation and Request for a 30-Month Policy Coordination Instrument* (IMF Country Report No. 2021/179). https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/21/Republic-of-Serbia-2021-Article-IV-Consultation-and-Request-for-a-30-Month-Policy-461077

International Monetary Fund. (2023). *Japan: 2023 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Japan* (IMF Country Report No. 2023/106). https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/30/Japan-2023-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-531587

International Monetary Fund. (2024). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).* https://data.imf.org/COFER

International Monetary Fund. (2024). Republic of Serbia: 2024 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Republic of Serbia (IMF Country Report No. 2024/174). https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/06/20/Republic-of-Serbia-2024-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-551123

International Monetary Fund. (2024). *Strengthen central bank independence to protect the world economy*. IMF Blog. https://www.imf.org/en/blogs/articles/2024/03/21/strengthen-central-bank-independence-to-protect-the-world-economy

International Monetary Fund. (2024). Bosnia and Herzegovina: 2024 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive

Director for Bosnia and Herzegovina (IMF Country Report No. 2024/091). https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/04/05/Bosnia-and-Herzegovina-2024-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-546847

International Monetary Fund. (2025). *Montenegro: Central Bank Transparency Code Review* (IMF Country Report No. 25/83). https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/03/13/Montenegro-Central-Bank-Transparency-Code-Review-562678

International Monetary Fund. (n.d.). *World Economic Outlook Database*. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database

Ito, T. (2005). Inflation Targeting and Japan: Why Has the Bank of Japan Not Adopted Inflation Targeting? National Bureau of Economic Research.

Ito, T. (2014). The Bank of Japan's Monetary Policy under Quantitative and Qualitative Monetary Easing.

Ito, T., & Mishkin, F. S. (2006). Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem.

Iwasaki, I., & Uegaki, A. (2017). Central bank independence and inflation in transition economies: A comparative meta-analysis with non-transition economies. *Eastern European Economics*, *55*(3), 197–235. https://doi.org/10.1080/00128775.2017.1287548

Jones, H. (2015, June 18). IMF's Viñals says central banks may have to be "market makers". *Reuters*. https://www.reuters.com/article/imf-markets-vinals-idUSL5N0Z43QT20150618

Jordan, T. J. (2016). *The Swiss National Bank's monetary policy since the financial crisis*. BIS Central Bankers' Speeches. https://www.bis.org/review/r160526c.htm

Jordan, T. J. (2019, April 26). *Monetary policy in the interests of the country as a whole*. Swiss National Bank. https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2019/ref_20190426_tjn

Jordan, T. J. (2023, November 14). *Policy-making under uncertainty: The importance of maintaining a medium-term orientation*. Swiss National Bank. https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2023/ref_20231114_tjn

Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: Design, operation and impact. *Bank of England Quarterly Bulletin*, *51*(3), 200–212. https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2011/q3/the-united-kingdoms-quantitative-easing-policy-design-operation-and-impact

Jung, A., Romelli, D., & Farvaque, E. (2025). *Do central bank reforms lead to more monetary discipline?* (ECB Working Paper No. 3049). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3049~bca750cd0a.en.pdf

Keynes, J. M. (1924). *A tract on monetary reform*. Macmillan.

Khambata, D. (1996). The practice of multinational banking: Macro-policy issues and key international concepts. Quorum Books.

Kilibarda, M. (2015). *Pravni aspekti nezavisnosti centralne banke u procesu pristupanja Evropskoj uniji* (Doktorska disertacija). Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.

Klomp, J., & de Haan, J. (2010). Inflation and central bank independence: A meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys, 24*(4), 593–621. https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2009.00597.x

Kohajda, M. (2022). Central bank independence—From the European Union law to the Czech Republic example. *European Studies – The Review of European Law, Economics and Politics, 9*(1), 234–244. https://ideas.repec.org/a/vrs/eurstu/v9y2022i1p234-244n7.html

Kovačević, D. (2003). The currency board and monetary stability in Bosnia and Herzegovina. In *Regional currency areas and the use of foreign currencies* (BIS Papers No. 17). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap17e.pdf

Krstić, B., & Jemović, M. (2015). The imperative of improving the financial regulatory framework under crisis conditions—*A contradictio in adjecto* of the neoliberal paradigm. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization, 12*(1), 1–16.

Kuroda, H. (2016, October 8). "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control": New Monetary Policy Framework for Overcoming Low Inflation. Bank of Japan. https://www.boj.or.jp/en/about/press/koen_2016/ko161009a.htm

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy, 85*(3), 473–491. https://doi.org/10.1086/260580

Labonte, M. (2018). *Financial Stability Oversight Council (FSOC): Structure and Activities* (CRS Report R45052). Congressional Research Service. https://www.congress.gov/crs_external_products/R/HTML/R45052.html

Lang, M., & Krznar, I. (2004). *Transmission mechanism of monetary policy in Croatia*. Croatian National Bank. https://www.hnb.hr/documents/20182/120763/lang-krznar.pdf

Lavrač, V. (2004). Fulfilment of Maastricht Convergence Criteria for Accession to the Eurozone.

Leeper, E. M. (1991). Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics, 27*(1), 129–147. https://doi.org/10.1016/0304-3932(91)90007-B

Lefort, D. (2009). *Transparency and accountability of central banks*. In Bank for International Settlements, *Issues in the Governance of Central Banks* (pp. 143–162). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/othp04.pdf

Loureiro, J. (2012). *Monetary Policy in the European Monetary System: A Critical Appraisal*. Springer. https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-642-80100-6

Makhija, A. (2024). *Switzerland: UBS restructuring, 2008. Journal of Financial Crises*. https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1547&context=journal-of-financial-crises

Mandel, M., & Tomšík, V. (2008). *External balance in a transition economy: The role of foreign direct investment. Eastern European Economics, 46*(4), 5–26. https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2753/EEE0012-8775460401

Mankiw, N. G. (2021). *Macroeconomics* (11th ed.). Worth Publishers. https://www.macmillanihe.com/page/detail/macroeconomics/?k=9781319245399

Mboweni, T. T. (2000). *Central bank independence* (BIS Review No. 88/2000). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/review/r001017b.pdf

Meltzer, A. H. (2003). *A history of the Federal Reserve* (Vol. 1: 1913–1951). The University of Chicago Press. https://press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/H/bo3622456.html

Mikitani, R., & Kuwayama, P. (1998). *Japan's New Central Banking Law: The Bank of Japan Act of 1997.* Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan. https://www.imes.boj.or.jp

Miller, R. L., & VanHoose, D. D. (1993). *Modern money and banking* (3rd ed.). McGraw-Hill. https://www.mheducation.com

Milošević, A., & Jemović, M. (2017). Non-standard measures of monetary policy—Mechanism for overcoming problems in the implementation of the neoliberal concept of monetary policy during a financial crisis. *Economic Themes, 55*(4), 455–473. https://doi.org/10.1515/ethemes-2017-0025

Ministry of Finance Japan. (2026). *Ministry of Finance of Japan.* https://www.mof.go.jp/english/

Minsky, H. P. (1985). *Money and the lender of last resort.* Hyman P. Minsky Archive.

Mishkin, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. *Journal of Monetary Economics, 43*(3), 579–605. https://doi.org/10.1016/S0304-3932(99)00006-9

Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting in emerging-market countries. *American Economic Review, 90*(2), 105–109. https://doi.org/10.1257/aer.90.2.105

Mishkin, F. S. (2007). *Monetary policy strategy*. MIT Press.

Mishkin, F. S. (2011). *Monetary policy strategy: Lessons from the crisis* (NBER Working Paper No. 16755). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/papers/w16755

Mishkin, F. S. (2014). *The Federal Reserve's response to the global financial crisis: What it did and what it should have done* (NBER Working Paper No. 20737). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20737/w20737.pdf

Mishkin, F. S. (2022). The economics of money, banking, and financial markets (14th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2000). *Financial markets and institutions* (3rd ed.). Addison-Wesley.

Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science, 29*(4), 475–485. https://doi.org/10.2307/139336

Myślak, E. (2013). Selected aspects of the independence of the National Bank of Poland in the context of Polish political practice. *Przegląd Politologiczny, 18*(3), 173–182. https://ruj.uj.edu.pl/bitstreams/daca014c-12fc-41cb-820a-aeef93f823d5/download

Narodowy Bank Polski. (1997). *The Act on Narodowy Bank Polski of 29 August 1997*. Narodowy Bank Polski. https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/10/the_act_on_the_nbp.pdf

Narodowy Bank Polski. (2025). *Financial Stability Report: June 2025*. https://nbp.pl/en/financial-stability-report-june-2025/

Narodowy Bank Polski. (n.d.-a). *Financial stability reports*. https://nbp.pl/en/financial-system/financial-stability-reports/

Narodowy Bank Polski. (n.d.-b). *History of Narodowy Bank Polski*. https://nbp.pl/en/about-nbp/history/

Narodowy Bank Polski. (n.d.-c). *Instruments of monetary policy*. https://nbp.pl/en/monetary-policy

Oręziak, L. (2014). Otwarty rynek jako instrument polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Pallant, J. (2020). SPSS Survival Manual: A Step by Step Guide to Data Analysis Using IBM SPSS (7th ed.). McGraw-Hill Education.

Phelps, E. S. (1967). Phillips curves, expectations of inflation, and optimal unemployment over time. *Economica, 34*(135), 254–281.

Petrović, P., & Mladenović, Z. (2000). Money demand and exchange rate determination under hyperinflation: Conceptual issues and evidence from Yugoslavia. *Journal of Money, Credit and Banking, 32*(4), 785–806. https://doi.org/10.2307/2601183

Posen, A. S. (1995). Declarations are not enough: Financial sector sources of central bank independence. *NBER Macroeconomics Annual, 10*, 253–274.

Posen, A. S. (1998). Central bank independence and disinflationary credibility: A missing link? Oxford University Press.

Pringle, R. (2001). *The changing role of central banks*. Central Banking Publications.

Rajan, R. G. (2005). *Has financial development made the world riskier?* (NBER Working Paper No. 11728). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w11728

Romer, C. D., & Romer, D. H. (1989). Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz. *NBER Macroeconomics Annual, 4*, 121–170.

Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics, 100*(4), 1169–1189. https://doi.org/10.2307/1885679

Rose, A. K. (2007). A stable international monetary system emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed. *Journal of International Money and Finance, 26*(5), 663–681. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.04.004

S&P Dow Jones Indices. (2011). *Dow Jones indexes country classification system.* S&P Dow Jones Indices. https://www.spglobal.com/spdji/en/

S&P Dow Jones Indices. (2018). *S&P Dow Jones Indices' 2018 country classification consultation.* S&P Dow Jones Indices. https://www.spglobal.com/spdji/en/

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5*(3), 1–17. https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf

Saunders, A., & Cornett, M. M. (2009). *Financial markets and institutions* (4th ed.). McGraw-Hill/Irwin. https://www.mheducation.com

Scheller, H. K. (2004). *The European Central Bank: History, role and functions.* European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf

Schinasi, G. J. (2004). *Defining financial stability* (IMF Working Paper No. 04/187). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781451859546.001

Shirakawa, M. (2012). *Deleveraging and growth: Is the developed world following Japan's long and winding road?* BIS Central Bankers' Speeches. https://www.bis.org/review/r120315e.pdf

Skupština Crne Gore. (2007). *Ustav Crne Gore*. https://www.skupstina.me

Smaga, P. (2014). The role of the central bank in ensuring financial stability. Argumenta Oeconomica, 2(33), 101–120. https://www.dbc.wroc.pl/dlibra/publication/27361

Smaghi, L. B. (2007, February 28). *Central bank independence: From theory to practice* [Speech]. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070228.en.html

Smith, K. (2013, September 8). *Everything you thought you knew about the 1970s, inflation, and the U.S. economy is wrong. Forbes.* https://www.forbes.com/sites/kitsmith/2013/09/08/everything-you-thought-you-knew-about-the-1970s-inflation-and-the-u-s-economy-is-wrong/

Sorkin, A. R. (2008, September 15). *Lehman files for bankruptcy; Merrill is sold. The New York Times.* https://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html

Stalni komitet za finansijsku stabilnost Bosne i Hercegovine. (2023). *O Komitetu.* https://www.cbbh.ba/content/read/25

Stankov, P. (2010). *Exchange rate targeting, currency boards, inflation targeting* [Lecture notes]. University of National and World Economy. https://ideas.repec.org/e/pst169.html

Stella, P., & Lönnberg, Å. (2008). *Issues in central bank finance and independence* (IMF Working Paper No. 08/37). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781451868999.001

Sumner, S. (2021). *The money illusion: Market monetarism, the Great Recession, and the future of monetary policy*. University of Chicago Press. https://doi.org/10.7208/chicago/9780226773711.001.0001

Svensson, L. E. O. (1997). *Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets*. *European Economic Review, 41*(6), 1111–1146. https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00055-4

Svensson, L. E. O. (2010). Inflation targeting. In B. M. Friedman & M. Woodford (Eds.), *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 1237–1302). Elsevier.

Swiss Bankers Association. (2023). *Banking Barometer 2023*. https://www.swissbanking.ch/en/publications/banking-barometer

Swiss Confederation. (1999). *Federal Constitution of the Swiss Confederation*. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1999/404/en

Swiss Confederation. (2003). *Federal Act on the Swiss National Bank (National Bank Act, NBA) (SR 951.11)*. https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2004/221/en

Swiss Federal Department of Foreign Affairs. (2016). *Washington Agreement*. https://www.eda.admin.ch

Swiss National Bank. (2004). *Guidelines of the Swiss National Bank on monetary policy instruments*. https://www.snb.ch/en/publications

Swiss National Bank. (2007). *100 years Swiss National Bank*. https://www.snb.ch/en/the-snb/history

Swiss National Bank. (2009). *Annual report 2008*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2010). *Annual report 2009*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2011). *The Swiss National Bank's monetary policy response to the financial crisis*. https://www.snb.ch/en/publications/communication/speeches/2011/ref_20111118_tjn

Swiss National Bank. (2020). *Annual report 2020*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2021). *Annual report 2021*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2021). *Monetary policy instruments*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/monetary-policy-instruments

Swiss National Bank. (2021). *Monetary policy strategy*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy

Swiss National Bank. (2022). *Monetary policy assessment*. https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases

Swiss National Bank. (2023). *Accountability and transparency*. https://www.snb.ch/en/the-snb/accountability

Swiss National Bank. (2023). *Banknotes*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/cash/banknotes

Swiss National Bank. (2023). *Countercyclical capital buffer*. https://www.snb.ch/en/ifor/finstab/countercyclical-capital-buffer

Swiss National Bank. (2023). *Emergency liquidity assistance (ELA)*. https://www.snb.ch/en/ifor/finstab/emergency-liquidity-assistance

Swiss National Bank. (2023). *Financial stability report*. https://www.snb.ch/en/publications/financial-stability

Swiss National Bank. (2023). *Foreign exchange reserves*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/investment-policy

Swiss National Bank. (2023). *Monetary policy assessment*. https://www.snb.ch/en/publications/communication/press-releases

Swiss National Bank. (2024). *Annual report 2024*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2025). *Annual report 2025*. https://www.snb.ch/en/publications/annual-reports

Swiss National Bank. (2025). *Bank Council*. https://www.snb.ch/en/the-snb/organisation/bank-council

Swiss National Bank. (2025). *Enlarged Governing Board*. https://www.snb.ch/en/the-snb/organisation/enlarged-governing-board

Swiss National Bank. (2025). *Governing Board*. https://www.snb.ch/en/the-snb/organisation/governing-board

Swiss National Bank. (2025). *Monetary policy*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy

Swiss National Bank. (2025). *Price stability*. https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy/price-stability

Tabaković, J. (2017). *Targetiranje inflacije u Srbiji: Prošlost nas uči, budućnost obavezuje*. *Bankarstvo, 46*(1), 12–27. https://www.ubs-asb.com

Tamaki, N. (1995). *Japanese banking: A history, 1859–1959*. Cambridge University Press.

Trading Economics. (n.d.-a). *Euro area GDP growth annual*. https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth-annual

Trading Economics. (n.d.-b). *Euro area interest rate*. https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate

Trading Economics. (n.d.-c). *United States Fed funds rate*. https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate

Trading Economics. (n.d.-d). *Euro area inflation rate*. https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-e). *Japan inflation rate*. https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-f). *Switzerland inflation rate*. https://tradingeconomics.com/switzerland/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-g). *United Kingdom inflation rate*. https://tradingeconomics.com/united-kingdom/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-h). *United States inflation rate*. https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-i). *Bosnia and Herzegovina inflation rate*. https://tradingeconomics.com/bosnia-and-herzegovina/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-j). *Croatia inflation rate*. https://tradingeconomics.com/croatia/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-k). *Czech Republic inflation rate*. https://tradingeconomics.com/czech-republic/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-l). *Montenegro inflation rate*. https://tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi

Trading Economics. (n.d.-m). *Poland inflation rate*. https://tradingeconomics.com/poland/inflation-cpi

Treaty on European Union. (1992). *Treaty on European Union*. *Official Journal of the European Communities*, C 191. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A11992M%2FTXT

Tucker, I. B. (2014). *Macroeconomics for today* (8th ed.). Cengage Learning.

Tucker, P. (2012). *Reforming finance: Are we being radical enough?* [Speech]. Bank of England. https://www.bankofengland.co.uk/speech/2012/reforming-finance-are-we-being-radical-enough

Tucker, P. (2018). Unelected power: The quest for legitimacy in central banking and the regulatory state. Princeton University Press.

Ugai, H. (2007). *Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses*. *Monetary and Economic Studies*, *25*(1), 1–48. https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me25-1-1.pdf

UK Finance. (2024). *Banknotes and cash*. https://www.ukfinance.org.uk

Ustav Bosne i Hercegovine. (1995). *Aneks IV Opšteg okvirnog sporazuma za mir u Bosni i Hercegovini (Ustav Bosne i Hercegovine).* Office of the High Representative. https://www.ohr.int/wp-content/uploads/2010/05/const.pdf

Uvalić, M. (1992). Investment and property rights in Yugoslavia: The long transition to a market economy. Cambridge University Press.

Vujčić, B., & Dumičić, M. (2016). *Managing systemic risks in the Croatian economy*. In *Macroprudential policy* (BIS Papers No. 86, pp. 119–130). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap86l.pdf

Waldman, S. R. (2013). *Agreeing in different languages*. Interfluidity. http://www.interfluidity.com/v2/4583.html

Walter, A. (1993). *World Bank and IMF membership of Switzerland*. Swiss Institute of International Studies.

White, W. R. (2006). *Is price stability enough?* (BIS Working Papers No. 205). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/work205.htm

Woodford, M. (2005). Central bank communication and policy effectiveness. In *The Greenspan era: Lessons for the future* (pp. 399–474). Federal Reserve Bank of Kansas City. https://www.kansascityfed.org/documents/6332/pdf-GreenspanBook.13.pdf

Wooldridge, J. M. (2019). Introductory Econometrics: A Modern Approach (7th ed.). Cengage Learning.

World Bank. (2021). *Why central bank independence matters*. https://documents1.worldbank.org/curated/en/284641638334557462/pdf/Why-Central-Bank-Independence-Matters.pdf

World Bank. (2023). *World Development Indicators.* https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators

Yellen, J. L. (2015, September 24). *The Federal Reserve's monetary policy toolkit: Past, present, and future* [Speech]. University of Massachusetts, Amherst. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm

Zakon o Centralnoj banci Bosne i Hercegovine. (1997). *Zakon o Centralnoj banci Bosne i Hercegovine* (*Službeni glasnik BiH*, br. 1/97, 29/02, 8/03, 13/03, 14/03, 9/05 i 76/06). Centralna banka Bosne i Hercegovine. https://www.cbbh.ba/Content/Read/7

Égert, B. (2007). *Central bank interventions, communication and interest rate policy in Croatia and other transition economies* (Oesterreichische Nationalbank Working Paper No. 134). Oesterreichische Nationalbank. https://www.oenb.at/en/Publications/Economics/Working-Papers.html

Čihák, M. (2006). *How do central banks write on financial stability?* (IMF Working Paper No. 06/163). International Monetary Fund. https://doi.org/10.5089/9781451864212.001

Łyziak, T. (2006). *Monetary policy in Poland in the transition period*. *Bank i Kredyt, 37*(9), 5–24. https://bankikredyt.nbp.pl

Ацин, Ђ., Тодоровић, М., & Ацин-Сигулински, С. (2006). *Међународни економски односи*. Пигмалион.

Бјелица, В. (2005). *Банкарство у теорији и пракси*. Стилос.

Бошњак, М. (2011). Глобална финансијска и економска криза и њен утицај на привреду и финансије Србије. Министарство финансија Републике Србије.

Васиљевић, Б. (2009). *Основи финансијског тржишта*. Завет.

Веселиновић, П. (2012). Изазови економске науке у условима глобалне економске кризе. *Економске теме, 50*(4), 433–450.

Виларет, С., Пјешчић, В., & Ђукић, М. (2009). Основне карактеристике и досадашње искуство Србије у спровођењу стратегије циљања инфлације. *Банкарство, 38*(5–6).

Грачанац, А. (2007). *Глобално банкарство*. Факултет за услужни бизнис.

Грубишић, З., Фабрис, Н., & Галић, Ј. (2011). Нове тенденције у монетарној политици. У *Економија интеграција: Зборник радова са Друге међународне научне конференције* (стр. 241–252).

Ђорђевић, В., Лепојевић, В., & Јанковић Милић, В. (2018). *Статистика у економији* (6. измењено и допуњено изд.). Економски факултет Универзитета у Нишу.

Живковић, А., & Кожатинац, Г. (2008). *Монетарна економија*. Економски факултет Универзитета у Београду.

Жугић, Р., & Фабрис, Н. (2010). Финансијска стабилност као циљ централних банака. У *Актуелна питања црногорске економије*. Централна банка Црне Горе.

Закон о банкама. Службени гласник Републике Србије, бр. 107/2005, 91/2010, 14/2015, 44/2018 и 19/2025.

Закон о Народној банци Србије. Службени гласник Републике Србије, бр. 72/2003, 55/2004, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015, 44/2018 и 19/2025.

Ивковић, А. (2016). Инфлационо таргетирање у Србији. HERAedu.

Крстић, Б. (2003). *Банкарство*. Економски факултет Универзитета у Нишу.

Крстић, Б., & Јемовић, М. (2010). Crisis concept of the central bank functions optimization. *Facta Universitatis: Series Economics and Organization, 7*(3), 279–290.

Крстић, Б., Маринковић, С., & Јемовић, М. (2010). Актуелне контроверзе о надлежностима централне банке у односу на њене традиционалне функције. *Економске теме, 48*(4), 481–498.

Мараш, И. (2018). *Независност централне банке*. Институт за право и финансије. http://ipf.rs/nezavisnost-centralne-banke/

Маринковић, С. (2011). *Финансијска тржишта*. Економски факултет Универзитета у Нишу.

Маринковић, С., & Јемовић, М. (2013). Регулаторни приступ очувању стабилности сектора финансијских услуга. У *Антикризне политике и посткризни процеси: Изазови економске науке*. Економски факултет Универзитета у Нишу.

Марковић, Д. (2003). *Монетарне финансије*. Ломовић.

Марковић, Д., & Фуртула, С. (2010). *Монетарни систем Европске уније*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.

Марјановић, Г. (2010). Утицај економске кризе на главни ток економске мисли. *Економски хоризонти, 12*(2), 5–20.

Милосављевић, Б. (2009). *Независност Народне банке Србије*. Економски институт.

Министарство за европске интеграције Републике Србије. (2020). *Историјат Европске уније*. https://www.mei.gov.rs/

Мурић, М. (2013). Циљање инфлације: Теоријски концепт и могућност опстанка у економским условима Србије. АКРОАСИС.

Народна банка Србије. (2006). *Меморандум о принципима новог оквира монетарне политике*. https://www.nbs.rs

Народна банка Србије. (2008). *Годишњи извештај Народне банке Србије за 2008. годину*. https://www.nbs.rs/sr/publikacije/godisnji_izvestaji/

Народна банка Србије. (2008). *Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/inflacija/

Народна банка Србије. (2008). Одлука о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залоге хартија од вредности. https://www.nbs.rs/sr/propisi/

Народна банка Србије. (2009). *Годишњи извештај о стабилности финансијског система за 2009. годину*. https://www.nbs.rs/sr/publikacije/finansijska_stabilnost/

Народна банка Србије. (2009). *Програм монетарне политике у 2009. години*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/

Народна банка Србије. (2010). *Програм монетарне политике у 2010. години*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/

Народна банка Србије. (2013). *Стратегија за увођење стандарда Базел III у Србији*. https://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_2/bazel_3/Strategija_BazelIII.pdf

Народна банка Србије. (2016, 1. новембар). *Снижавање циљане стопе инфлације за 2017. и 2018. годину*. https://www.nbs.rs/sr/scripts/showContent.html?id=10759

Народна банка Србије. (2020а). *COVID-19 – одговор Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/scripts/showContent.html?id=15231

Народна банка Србије. (2020б). *Годишњи извештај о стабилности финансијског система за 2020. годину*. https://www.nbs.rs/sr/publikacije/finansijska_stabilnost/

Народна банка Србије. (2021). *Ауторски текст гувернера Јоргованке Табаковић за магазин The Banker*. https://www.nbs.rs/sr/scripts/showContent.html?id=17093

Народна банка Србије. (2023). *Народна банка Србије путем обавезне резерве додатно пооштрила монетарне услове*. https://www.nbs.rs/sr/scripts/showContent.html?id=19175

Народна банка Србије. (2024, 12. децембар). *Меморандум Народне банке Србије о циљевима инфлације до 2028. године*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/inflacija/

Народна банка Србије. (2024а). *Извештај о инфлацији*. https://www.nbs.rs/sr_RS/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/izvestaji-o-inflaciji/

Народна банка Србије. (2024б). *Извештај о финансијској стабилности*. https://www.nbs.rs/sr/publikacije/finansijska_stabilnost/

Народна банка Србије. (n.d.). *Положај, овлашћења и организација Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/

Народна банка Србије. (n.d.). *Монетарна политика*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/

Народна банка Србије. (n.d.). *Циљање инфлације*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/inflacija/

Народна банка Србије. (n.d.). *Инструменти монетарне политике*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/

Народна банка Србије. (n.d.). *Каматне стопе*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/kamatne-stope/

Народна банка Србије. (n.d.). *Девизно тржиште и интервенције Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/devizno-trziste/

Народна банка Србије. (n.d.). *Финансијска стабилност*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/finansijska-stabilnost/

Народна банка Србије. (n.d.). *Надзор над финансијским институцијама*. https://www.nbs.rs/sr/finansijske-institucije/

Народна банка Србије. (n.d.). *Прописи из области контроле пословања банака*. https://www.nbs.rs/sr/propisi/

Народна банка Србије. (n.d.). *Историјат Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/istorijat/

Народна банка Србије. (n.d.). *Обавезна резерва*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/obavezna-rezerva/

Народна банка Србије. (n.d.). *Процес супервизорске процене (SREP)*. https://www.nbs.rs/sr/finansijske-institucije/banke/supervizija/srep/

Народна банка Србије. (n.d.-a). *Инструменти монетарне политике*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/

Народна банка Србије. (n.d.-b). *Каматне стопе*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/kamatne-stope/

Народна банка Србије. (n.d.-c). *Обавезна резерва*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/monetarna-politika/instrumenti-monetarne-politike/obavezna-rezerva/

Народна банка Србије. (n.d.-d). *Финансијска стабилност*. https://www.nbs.rs/sr/ciljevi-i-funkcije/finansijska-stabilnost/

Народна банка Србије. (n.d.-e). *Историјат Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/istorijat/

Народна банка Србије. (n.d.-f). *Органи Народне банке Србије*. https://www.nbs.rs/sr/o_nbs/organizacija/

Петровић, В., Ануфријев, А., & Петровић, Д. (2012). Истине и заблуде о односу Међународног монетарног фонда према недовољно развијеним земљама. *Војно дело, 64*(1), 133–156.

Распудић Голомејић, З. (2007). Координација управљања јавним дугом и вођења монетарне политике у Хрватској. *Финансијска теорија и пракса, 31*(2), 151–179.

Службени гласник Републике Србије**.** (2018, 2023). *Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије* (бр. 76/2018 и 77/2023).

Службени гласник Републике Србије**.** (2023). Одлука о изменама Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије (бр. 77/2023).

Службени гласник Републике Србије**.** (2024). Одлука о условима и начину спровођења операција на отвореном тржишту Народне банке Србије.

Сиљковић, Б., & Милановић, Н. (2015). Ретроспектива и изазови монетарне стратегије циљане инфлације посткризног периода. *Економски сигнали, 10*(2).

Табаковић, Ј. (2015). *Друштвена одговорност: Уводна реч гувернера*. Народна банка Србије.

Табаковић, Ј., & Ивковић, А. (2018). *Монетарна политика: Нема коначних победа*. HERAedu.

Тодоровић, М., & Марковић, И. (2013). *Међународна економија*. Економски факултет Универзитета у Нишу.

Фабрис, Н. (2006). *Централно банкарство у теорији и пракси*. Централна банка Црне Горе.

Фуртула, С. (2008). Референтна каматна стопа Народне банке Србије као инструмент регулисања инфлације. *Банкарство*.

Фуртула, С., & Марковић, Д. (2010). *Монетарна економија*. Економски факултет.

Хаџић, М., & Барјактаровић, Л. (2015). *Монетарна економија*. Универзитет Сингидунум.

Шошкић, Д. (2014). *Монетарна политика и развој*. Центар за међународну сарадњу и одрживи развој.

Штиглиц, Џ. Е. (2002). *Противречности глобализације*. SBM-x.

Ђорђевић, М. (2003). Трансмисиони механизам монетарне политике. Мали Немо.

Ђукић, Ђ., Бјелица, В., & Ристић, Ж. (2003). *Банкарство*. Економски факултет Универзитета у Београду.

Ђуровић-Тодоровић, Ј. (2010). *Монетарна економија*. Економски факултет Универзитета у Нишу.

Ђуровић-Тодоровић, Ј., & Ђорђевић, М. (2007). Experiences with different monetary strategies. Facta Universitatis: Series Economics and Organization, 4(1), 35–46.

Ђуровић-Тодоровић, Ј., & Ђорђевић, М. (2008). Features of inflation targeting as a type of monetary strategy. Facta Universitatis: Series Economics and Organization, 5(1), 39–53.

Јовановић, Д. (2015, 9. децембар). Нужна је коренита реформа ММФ-а. *Политика*. http://www.politika.rs/scc/clanak/345586/Pogledi/Nuzna-je-korenita-reforma-MMF-a

Јовацаи, А., & Стакић, Н. (2013). Нестандардне мере монетарне политике. *Банкарство, 42*(1), 58–79.

Јововић, Д. (2014). Србија и Међународни монетарни фонд. У *Стање и перспективе економско-финансијских односа са иностранством*. Економски факултет Универзитета у Београду.

Ћировић, М. (1987). *Монетарна економија*. European Centre for Peace and Development.

ПРИЛОЗИ

БИОГРАФИЈА

Андриана Милошевић рођена је 24. фебруара 1983. године у Нишу. Основно образовање стекла је у Основној школи „Вожд Карађорђе“, а средње образовање у Гимназији „Стеван Сремац“ у Нишу.

Дипломирала је 2008. године на Економском факултету Универзитета у Нишу, на смеру Финансијски менаџмент, са просечном оценом 8,83. Дипломски рад под називом „Порез на додату вредност“ одбранила је из области јавних финансија и пореског система.

Мастер академске студије завршила је 2015. године на Економском факултету Универзитета у Нишу, на смеру Финансије, банкарство и осигурање, са просечном оценом 10,00. Мастер рад под називом „Значај референтне каматне стопе за реализацију циљева монетарне политике“ посветила је анализи улоге основног инструмента монетарне политике у остваривању ценовне и макроекономске стабилности.

Докторске академске студије уписала је 2009. године на Економском факултету Универзитета у Нишу. Све испите предвиђене студијским програмом положила је са просечном оценом 10,00. Њена научна интересовања усмерена су на област монетарне политике, централног банкарства, независности централних банака, финансијских институција и инструмената, као и на питања макроекономске и финансијске стабилности.

До 2012. године била је ангажована као сарадник у настави на Високој пословној школи у Лесковцу, на предметима Банкарство, Статистика, Анализа пословања предузећа и Међународни економски односи.

До 2021. године радила је као спољни сарадник при Кабинету гувернера Народне банке Србије. У оквиру овог ангажовања обављала је послове из области циљања инфлације, учествовала у реализацији пројеката повезаних са сарадњом са међународним финансијским институцијама, анализирала мере монетарне стратегије и политике и учествовала у припреми информација и мишљења у вези са конкретним питањима из области макроекономске политике.

Од 2021. године запослена је у Народној банци Србије – Филијали у Нишу, на радном месту саветника за едукацију корисника финансијских услуга. Њен рад обухвата осмишљавање, организацију и реализацију едукативних трибина, предавања и других активности у институцијама јавног и приватног сектора, државним органима, образовним и културним установама. Едукативни програми које реализује обухватају теме у вези са финансијским институцијама, финансијским услугама и инструментима, заштитом корисника финансијских услуга, штедњом, задуживањем и одговорним управљањем личним финансијама.

У оквиру рада у Народној банци Србије била је ментор апсолвентима Економског факултета Универзитета у Нишу током стручне праксе из области финансијске едукације. Учествовала је у њиховом стручном усмеравању, заједничкој реализацији активности финансијске едукације, као и у изради стручних радова из области значаја финансијске едукације, које су полазници након завршетка праксе успешно бранили пред запосленима у Народној банци Србије.

Ауторка је и коауторка бројних научних и стручних радова из области економије, монетарне политике и централног банкарства, објављених у домаћим и међународним часописима. Учествовала је на већем броју домаћих и међународних научних скупова, конференција и стручних саветовања.

Универзитет у Нишу

Економски факултет

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом **Теоријско – методолошке контроверзе независности централне банке**, која је одбрањена на Економском факултету Универзитета у Нишу

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављивала на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредила ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу,_____.

Аутор дисертације: Андриана Милошевић

Потпис аутора дисертације

_____

Универзитет у Нишу

Економски факултет

ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Име и презиме аутора: **Андриана Милошевић**

Наслов дисертације: **Теоријско – методолошке контроверзе независности централне банке**

Ментор: **Проф. др Марина Ђорђевић**

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан електронском облику, који сам предала за уношење у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу.

У Нишу,_____.

Аутор дисертације: Андриана милошевић

Потпис аутора дисертације

_____

Универзитет у Нишу

Економски факултет

ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу унесе моју докторску дисертацију, под насловом:

Теоријско – методолошке контроверзе независности централне банке

Дисертацију са свим прилозима предала сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons), за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство **(CC BY)**

2. Ауторство – некомерцијално **(CC BY-NC)**

3. Ауторство – некомерцијално – без прераде (CC BY-NC-ND)

4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима **(CC BY-NC-SA)**

5. Ауторство – без прераде **(CC BY-ND)**

6. Ауторство – делити под истим условима **(CC BY-SA)**

У Нишу,_____.

Аутор дисертације: Андриана Милошевић

Потпис аутора дисертације

_____