

DOI: 10.5937/finans2603001R

UDK 338.23:336.74(497.11)"2000/..."

Primljen/Received: 22.01.2026./ January 22, 2026

Stručni rad

Prihvaćen/Accepted: 23.03.2026./ March 23, 2026

MONETARNA POLITIKA NARODNE BANKE SRBIJE POSLE 2000. GODINE: RETROSPEKTIVA

Jelena RADOVIĆ-STOJANOVIĆ¹

Tijana LJUBISAVLJEVIĆ²

** Odgovorni autor E-mail: jelena.rs@kpu.edu.rs*

Apstrakt

U radu su rezimirani instrumenti, mere i karakter monetarne politike Narodne Banke Srbije u periodu od 2000. do 2024. godine. Rad Narodne banke posmatran je kroz uvođenje pojedinih instrumenata monetarne politike, promene ključnih varijabli i usvajanje strateških dokumenata o principima i ciljevima monetarne politike. Analiziran je karakter monetarne politike u smislu njene ekspanzivnosti/restriktivnosti. Cilj je bio da se kroz analizu rada Narodne banke Srbije u dužem vremenskom doprinese boljem razumevanju instrumenata, mera i politika koje su vođene u Srbiji posle 2000. godine. Konstatovano je da se u radu Narodne banke može razlikovati nekoliko perioda koji se razlikuju prema strateškom opredeljenju i najvažnijim ciljevima monetarne politike. Do 2008. godine to su bili posvećenost makroekonomskoj stabilizaciji, suzbijanje inflacije i stabilizacija deviznog kursa. U periodu svetske finansijske krize 2008-2009., prioritet je bilo očuvanje stabilnosti finansijskog sistema i izgradnja makroprudencijalnog okvira. Usledio je jedan duži period koji karakteriše ekspanzivna monetarna politika, podsticanje investicione i kreditne aktivnosti i uvođenje finansijskih inovacija. Opisano je reagovanje Narodne banke u uslovima povećanih globalnih tenzija i inflatornih pritisaka posle 2020. godine i zaključeno je da je Narodna banka uspešno odgovorila na sve izazove iz međunarodnog okruženja. Na kraju, razmatran je zaokret u monetarnoj politici nakon 2022. godine u pravcu povećane restiktivnosti kao i najnovije mere usmerene na očuvanje stabilnosti finansijskog sistema i podsticanje privrednog rasta i razvoja Republike Srbije.

Ključne reči: Narodna banka Srbije, monetarna politika, makroprudencijalni okvir, privredni rast, Republika Srbija

JEL: E5, E52, E58

¹ Jelena Radović-Stojanović, redovni profesor, Kriminalističko-policijski univerzitet, Cara Dušana 196, Beograd, telefon +381637767094, jelena.rs@kpu.edu.rs, <https://orcid.org/0000-0003-2623-0659>

² Tijana Ljubisavljević, docent, Univerzitet Singidunum, Fakultet za turistički i hotelijerski menadžment, Danijelova 32, Beograd, telefon: +381631017524, tljubisavljevic@singidunum.ac.rs, <https://orcid.org/0000-0002-3924-9896>

UVOD

O Narodnoj banci Srbije mnogo se piše i govori, ali se njen rad nedovoljno razume. Pri tome, verovatno ne postoji institucija ekonomskog sistema u Srbiji koja je toliko transparentna i koja tako često i otvoreno komunicira sa javnošću. Monetarnom politikom Narodne banke puno se bave mediji i šira javnost kao i naučna javnost. Međutim, monetarna politika je kompleksna ekonomska disciplina što široj javnosti otežava njeno praćenje i razumevanje. Naučna javnost se takođe suočava sa problemima kada je u pitanju praćenje i razumevanje monetarne politike ali iz sasvim drugih razloga. Naime, naučnih radova iz oblasti monetarne politike u Srbiji ima dosta, ali se oni uglavnom bave usko stručnim, specifičnim temama iz monetarne politike i konkretnim merama Narodne banke vezanim za pojedine periode i epizode u novijoj ekonomskoj istoriji. Stoga je svrha ovog rada bila da se monetarna politika Narodne banke Srbije sagleda na jedan širi način, u dužem vremenskom periodu. Cilj je bio da se kroz upoznavanje sa radom Narodne banke Srbije doprinese boljem razumevanju mera i instrumenata monetarne politike koja je u Srbiji vođena u periodu posle 2000. godine. Rad prati evoluciju strateških opredeljenja, ciljeva, instrumenata i mera monetarne politike Narodne banke Srbije od makroekonomske stabilizacije na početku procesa tranzicije pa do najnovijih mera monetarne politike prilagođenih savremenom međunarodnom okruženju i analizira ključne izazove, mere i politike koje su sprovedene u Srbiji u posmatranom periodu.

Nakon početka procesa tranzicije prema tržišnoj privredi 2001. godine monetarna politika u Republici Srbiji vođena je u funkciji postizanja makroekonomske stabilizacije. Najvažniji ciljevi monetarne politike tih prvih godina bili su smanjenje stope inflacije, uspostavljanje i održanje stabilnosti deviznog kursa, sanacija bankarskog sektora, sprovođenje strukturnih reformi, povećanje deviznih rezervi. Ciljevi monetarne politike su definisani u funkciji ostvarivanja osnovnog cilja Narodne banke Srbije, definisanog kao postizanje i održavanje stabilnosti cena (*Zakon o Narodnoj banci, 2003*). Monetarna politika vođena je skladu sa ekonomskom situacijom u zemlji i specifičnim zahtevima koji su se postavljali pred Narodnu banku Srbije. Trebalo je stabilizovati privredne tokove, suzbiti inflaciju, vratiti poverenje građana u finansijske institucije, izvršiti proces restrukturiranja banaka i privrede.

U ovom periodu, na snazi je bio monetarni režim targetiranja monetarnih agregata, u kome, „... Polazeći od ciljeva i pretpostavki o relevantnim makroekonomskim pokazateljima, utvrđuju se kvantitativni zadaci monetarne politike u pogledu rasta neto devizne aktive i neto domaće aktive Narodne banke i mogućeg zaduženja države kod bankarskog sektora” (*Narodna banka Srbije, 2002*). Projekcije monetarnih agregata zasnivaju se na ciljevima monetarne politike i na relevantnim makroekonomskim pokazateljima kao što su rast nominalnog i realnog bruto domaćeg proizvoda, brzina opticanja novca, priliv stranog kapitala, rast deviznih rezervi, rast izvoza i uvoza, i na parametrima ekonomske politike dogovorenim sa Međunarodnim monetarnim fondom. Monetarna politika je vođena tako što, u skladu sa ovim smernicama, Narodna banka Srbije za svaku godinu koncipira program monetarne politike kojim se utvrđuju ciljevi monetarne politike i načini, instrumenti i mere monetarne politike koji treba da obezbede ostvarivanje zacrtanih ciljeva.

Strateški dokument na kome se zasnivala i od koga je polazila monetarna politika bio je Memorandumu o budžetu, ekonomskoj i fiskalnoj politici koji donosi Vlada Republike Srbije. Na osnovu ovog dokumenta, utvrđuje se program monetarne politike i ciljevi monetarne politike u predstojećem periodu. Prvi takav Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za period od 2004. do 2006. godine usvojen je na sednici Vlade Republike Srbije 15. maja 2003. godine (*Vlada Republike Srbije, 2003*). Ostvareni rezultati u pogledu rasta monetarnih agregata, stope inflacije, rasta deviznih rezervi i drugih ciljeva monetarne politike kao i pokazatelji rada i poslovanja Narodne banke, rezimiraju se na kraju godine u Godišnjem izveštaju Narodne banke Srbije. Komunikacija Narodne banke Srbije sa javnošću se odvija redovno, putem saopštenja i konferencija za štampu a osnovni ekonomski i monetarni pokazatelji publikuju se u mesečnoj publikaciji Statistički bilten.

Narodna banka je 2006. godine započela pripreme za uvođenje novog okvira monetarne politike, odnosno, za prelazak sa režima targetiranja monetarnih agregata na režim inflacionog targetiranja. U avgustu 2006. godine Monetarni odbor Narodne banke usvojio je Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije (*Narodna banka Srbije, 2006*), kojim su definisani principi i elementi novog okvira monetarne politike i utvrđeni ciljevi u pogledu stope inflacije za predstojeći period. Period od 2006. do 2008. godine predstavljao je prelazni period. U ovom periodu, Narodna banka Srbije se opredelila za baznu inflaciju, računatu na osnovu indeksa cena na malo, kao svoj osnovni cilj. Sa prelaskom na režim ciljanja inflacije, od 1. januara 2009. godine, cilj postaje ukupna inflacija, merena indeksom potrošačkih cena. Tokom 2007. godine u ekonomskom i monetarnom sistemu Srbije izvršene su pripreme za usvajanje novog okvira monetarne politike i prelazak na režim inflacionog targetiranja. Ove pripreme osim aktivnosti Narodne banke Srbije, obuhvatile su i aktivno učešće Vlade Republike Srbije i Ministarstva finansija.

Krajem 2008. godine Narodna banka potpisala je sa Vladom Republike Srbije Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije (*Narodna banka Srbije, 2008a*) kojim je precizirana uloga Narodne banke Srbije, Vlade Republike Srbije i Ministarstva finansija u novom režimu monetarne politike. Ovim Sporazumom Vlada Republike Srbije obavezala se da će sprovoditi održivu i predvidivu fiskalnu politiku u skladu sa ciljanom inflacijom, da će pravovremeno obavještavati javnost i Narodnu banku o promenama u ekonomskoj politici koje mogu uticati na ostvarenje ciljne inflacije, naročito o promenama koje su u vezi sa regulisanjem tržišta i budžetom. Sa svoje strane, Narodna banka Srbije će sprovoditi monetarnu politiku na dosledan i predvidiv način, kako bi se izbegle nepotrebne makroekonomske fluktuacije. Narodna banka će Vladu i javnost redovno obavještavati o ispunjavanju svojih ciljeva i preduzetim merama da se ti ciljevi ostvare. U slučaju da odstupanje inflacije od utvrđenog cilja traje više od šest uzastopnih meseci, Narodna banka će Vladu pismeno obavestiti o razlozima ovog odstupanja, o merama koje se moraju preduzeti i o vremenu potrebnom da se infalcija vrati u ciljani raspon. Prema Sporazumu, Vlada i Narodna banka Srbije saglasne su da, u skladu sa dogovorenim okvirom monetarne politike, Narodna banka Srbije sprovodi režim rukovođeno fleksibilnog deviznog kursa. Vlada i Narodna banka konstatuju da ciljanje inflacije predstavlja najadekvatniji monetarni režim za

ostvarenje stabilnosti cena u Republici Srbiji, kao i za omogućavanje dugoročno održivog rasta privrede i njenog ravnomernog razvoja. O načinu sprovođenja monetarne politike i merama preduzetim u cilju održavanja inflacije u zacrtanim okvirima javnost se obaveštava putem Izveštaja o inflaciji, koji se od 2006. godine publikuje kvartalno.

Na osnovu Sporazuma Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije, 22. decembra 2008. godine Narodna banka Srbije usvojila je Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji (*Narodna banka Srbije, 2008b*) kojim je definisana formalna primena režima inflacionog targetiranja od 1. januara 2009. godine.

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE NARODNE BANKE SRBIJE

U prvim godinama tranzicije Narodna banka Srbije se još uvek oslanjala na klasične instrumente monetarne politike - obaveznu rezervu i operacije na primarnom tržištu hartija od vrednosti. Osnovni oblik operacija na primarnom tržištu hartija od vrednosti bile su aukcijske prodaje blagajničkih zapisa Narodne banke, čime je Narodna banka sterilisala (povlačila) viškove likvidnih sredstava banaka kada je to bilo potrebno. Međutim, već 2001. godine u dogovoru sa Međunarodnim monetarnim fondom počele su pripreme za uvođenje novog instrumentarijuma monetarne politike koji bi više bio u skladu sa tržišnim načinom monetarnog regulisanja koji je postojao u razvijenim tržišnim ekonomijama. Tokom 2002. godine, po ugledu na centralne banke razvijenih tržišnih ekonomija, Narodna banka je uvela kreditne i depozitne olakšice kao novi mehanizam regulisanja likvidnosti bankarskog sistema. Banke su tako mogle, u skladu sa svojim potrebama, pozajmljivati sredstva od Narodne banke na bazi zaloge deviza, efektivnog stranog novca ili blagajničkih zapisa Narodne banke (kreditne olakšice), ili pak deponovati viškove likvidnih sredstava uz nisku kamatu (depozitne olakšice). Od 2004. godine kreditne olakšice su odobravane ne samo po osnovu zaloge blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije već i po osnovu državnih zapisa i obveznica Republike Srbije emitovanih radi izmirenja obaveza po osnovu devizne štednje građana. Uključivanjem državnih hartija od vrednosti kao kolaterala, Narodna banka je nastojala da podstakne transakcije sa ovim hartijama i razvoj tržišta hartija od vrednosti.

U toku 2005. godine uvedene su dve nove kreditne linije-lombardni i interventni krediti. Pored kreditnih olakšica, koje se koriste za prevazilaženje problema sa likvidnošću u toku jednog dana, lombardni krediti treba da služe za prevazilaženje problema sa likvidnošću banaka u toku jednog meseca, a interventni-u toku jedne godine. Ove nove kreditne linije uvedene su da bi Narodna banka upotpunila i zaokružila monetarni instrumentarijum za prevazilaženje likvidnosnih problema kod banaka. Međutim, s obzirom na povećanu likvidnost bankarskog sektora, ove kredite je u 2005. godini koristio samo mali broj banaka. Šta više, zbog viška likvidnosti u sistemu u to vreme, Narodna banka je intenzivirala operacije na otvorenom tržištu radi povlačenja dela likvidnih sredstava. Narodna banka je početkom 2005. započela sa repo operacijama - repo aukcijskim prodajama hartija od vrednosti, a krajem godine i sa izdavanjem sopstvenih štednih zapisa, u cilju prikupljanja slobodnih

dinarskih sredstava od građana. Uvođenjem repo operacija, monetarni instrumentarijum je u potpunosti kompletiran i osavremenjen po ugledu na razvijene tržišne ekonomije.

Istovremeno sa ovim procesom uvođenja novih instrumenata monetarne politike, Narodna banka Srbije je vodila aktivnu politiku kamatnih stopa. Najvažnija kamatna stopa Narodne banke u tom periodu bila je eskontna stopa (kamatna stopa po kojoj Narodna banka vrši eskont menica), dok su ostale aktivne i pasivne kamatne stope (kamatne stope po kojima Narodna banka naplaćuje kamatu na kredite i druge plasmane i na sopstvena potraživanja i kamatne stope po kojima plaća kamatu na položena sredstva banaka) utvrđivane u relativnim odnosima prema eskontnoj stopi. Eskontna stopa određivana je u zavisnosti od kretanja inflacije i kretanja opšteg nivoa kamatnih stopa.

Usvajanjem Memoranduma o o principima novog okvira monetarne politike na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije u avgustu 2006. godine (*Narodna banka Srbije, 2006*), Narodna banka je povećala ulogu kamatnih stopa kao instrumenta ekonomske politike. Memorandumom je predviđeno da referentna kamatna stopa postaje kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije. Referentna kamatna stopa predstavlja glavni instrument monetarne politike, dok ostali instrumenti imaju pomoćnu ulogu i treba da doprinesu nesmetanoj transmisiji uticaja referentne kamatne stope na tržište. Referentnu kamatnu stopu podržava koridor kamatnih stopa prekonoćnih trajnih olakšica koji je vezan za referentnu stopu u rasponu od ± 4 procentna poena u odnosu na referentnu stopu.

Uvođenje novog instrumentarijuma monetarne politike bilo je praćeno razvojem finansijskog tržišta i rastom emisije i prometa hartija od vrednosti. Uvođenje repo operacija, prelazak na novu referentnu kamatnu stopu i razvoj i jačanje finansijskog tržišta sprovedeni su kao neophodan uslov za planirani prelazak na režim inflacionog targetiranja.

MONETARNA POLITIKA OD 2001. DO 2008. GODINE

Narodna banka se 2001. godine opredelila da znatnije promeni osnovne tokove emisije novca u odnosu na dotadašnju politiku. U tom smislu, vođena je čvrsta monetarna politika koja se bazirala na: kreiranju primarnog novca i novčane mase pretežno po osnovu deviznih transakcija, tj. rasta deviznih rezervi, obustavljanju kreditiranja banaka iz primarne emisije i limitiranju zaduženja države kod Narodne banke Jugoslavije (*Narodna banka Jugoslavije, 2001*). Narodna banka je kao osnovne ciljeve monetarne politike u 2001. godini utvrdila uspostavljanje i održavanje stabilnosti deviznog kursa i obaranje stope inflacije sa 113%, koliko je iznosila u 2000. godini, na oko 35%, uz nivo bazne inflacije između 15% i 20%.

U toku 2001. godine ostvaren je značajan rast primarnog novca i monetarnih agregata. „Međutim, u uslovima stabilnog kursa dinara i smanjenja sive ekonomije, tj. vraćanja novčanih transakcija u regularne bankarske kanale, kao i većeg poverenja u ekonomsku politiku, došlo je do povećanja realne tražnje za novcem i njenog bržeg rasta od ponude novca. U takvim uslovima, zabeležen je veći nominalni rast novčane mase, i budući da se on nije odrazio na ubrzanje rasta cena, novčana masa je realno

znatnije povećana, odnosno, došlo je do remonetizacije novčane mase i smanjenja brzine opticaja novca“ (*Narodna banka Jugoslavije, 2001*). Primarni novac je povećan za 120% a novčana masa M1 (gotov novac plus depoziti po viđenju) za 114%. Novčana masa M3 (koja uključuje i devizne depozite) je porasla za 84,5%. Nivo eskontne stope kretao se od 1% do 2% mesečno. U 2001. godini stopa inflacije iznosila je 38,7%. Narodna banka je prodajom blagajničkih zapisa nastojala da sterilize viškove likvidnosti banaka kako bi se ponuda novca dovela u sklad sa tražnjom.

U 2002. godini rast monetarnih agregata je nastavljen. Primarni novac je povećan za 67,7% a novčana masa M1 za 76%. Rast novčane mase nije se međutim nepovoljno odrazio na inflaciju, koja je ove godine iznosila 14,8%. Novčana masa M2 povećana je 82%. Visoka stopa rasta ovog monetarnog agregata rezultat je visokog rasta štednih i oročenih dinarskih depozita kod poslovnih banaka. Novčani agregat M3 takođe beleži visok rast od 74,5%. Na rast M3, pored rasta M1 i dinarskih oročenih depozita, uticalo je i povećanje deviznih depozita (nova devizna štednja). Od 2002. godine eskontna stopa se utvrđivala na godišnjem nivou (umesto kao pre toga, na mesečnom nivou) i prvo je utvrđena na nivou 11% godišnje da bi do kraja godine bila smanjena na 9,5% godišnje.

U 2003. godini rast monetarnih agregata je usporen. Primarni novac je povećan za 14% a novčana masa M1 za 11,9% nominalno, odnosno realno za 3,8%. Novčana masa M2 povećana je za 12,3% a M3 za 27,4%. Znatno veća stopa rasta ovog monetarnog agregata u odnosu na M1 i M2 rezultat je visokog rasta deviznih depozita kod poslovnih banaka a pre svega rasta devizne štednje građana. Stopa inflacije je svedena na 7,8%. Narodna banka je u periodu do 2003. godine čvrsto je držala kurs dinara. Korišćenjem deviznog kursa kao nominalnog sidra monetarne vlasti su uspele da smanje inflatorna očekivanja i spuste inflaciju ispod 10%. Međutim, od 2003. postepena depresijacija prekinula je proces dezinflacije i bila glavni uzročnik ponovnog rasta inflacije u 2004. (*Vilaret i ostali, 2009*).

Ipak, kretanja u toku 2004. godine bila su relativno povoljna, uz rast bruto društvenog proizvoda od 7,5%³, smanjenje budžetskog deficita, ali i rast uvoza, povećanje deficita tekućeg bilansa i rast inflacije. Od januara 2004. eskontna stopa je utvrđena na nivou od 8,5% godišnje i na tom nivou je ostala cele godine a takođe i u toku 2005. godine. Stopa inflacije iznosila je 13,7%. Banke su se znatnije zaduživale u inostranstvu i tako dobijene devize prodavale na deviznom tržištu, a sa druge strane, povećavale kredite privredi i stanovništvu. Dinari kreirani na taj način su u velikoj meri korišćeni za kupovinu deviza za potrebe uvoza, što je doprinelo rastu spoljnotrgovinskog deficita a dinar je značajnije depresirao (videti Tabelu 1). Ukupan primarni novac povećan je za 28,5%, novčana masa M1 za 11,7% a M2 za 17,4%. Najširi novčani agregat M3 zabeležio je porast od 31,9% zahvaljujući visokom rastu deviznih depozita, pre svega devizne štednje stanovništva a zatim i privrede.

³ Do 2005. godine, kao najvažniji makroekonomski agregat u Sistemu nacionalnih računa Republike Srbije obračunavao se društveni bruto proizvod. Od 2005. Republički zavod za statistiku počinje sa obračunom bruto domaćeg proizvoda.

Šta se u stvari dešavalo? Sve do 2004. godine, domaći izvori - rast dinarske i devizne štednje, bili su osnovni izvor kreditnog potencijala banaka. U 2004. godini banke su se okrenule inostranim izvorima finansiranja, tako da sve više počinju da koriste inostrane kredite kao izvore dodatnog kreditnog potencijala. Ova sredstva banke su zatim prodavale na domaćem deviznom tržištu i na taj način dolazile do dodatnih dinarskih sredstava, koja su zatim koristile za odobravanje dinarskih kredita privredi i stanovništvu (uz deviznu klauzulu). To je sve imalo posledice na rast apresijacijskih pritisaka na dinar. Rast kreditnog potencijala banaka imao je za posledicu rast monetarnih agregata iznad rasta tražnje za novcem, što je takođe bio jedan od faktora koji je doprineo rastu inflacije.

Kako bi suzbila inflatorne tendencije, Narodna banka planirala je za 2005. godinu restriktivnu monetarnu politiku i umeren rast monetarnih agregata. Međutim, u ovoj godini došla je do izražaja još jedna tendencija: „Tokom 2005, u uslovima priliva kapitala po osnovu stranih direktnih investicija i preuzimanja domaćih od strane inostranih banaka, Narodna banka Srbije je kumulirala devizne rezerve kako bi sprečila apresijaciju domaće valute. Najznačajniji priliv u devizne rezerve ostvaren je po osnovu neto otkupa efektivnog stranog novca, inostranih kredita, privatizacije, izdvajanja devizne obavezne rezerve i obaveznog deponovanja nove devizne štednje, dok je najznačajniji ni odliv zabeležen po osnovu intervencija Narodne banke na Međubankarskom deviznom tržištu, kao i izmirenja obaveza prema Međunarodnom monetarnom fondu i drugim inokreditorima. Porastu deviznih rezervi Narodne banke svakako su doprinele i niske kamatne stope u evrozoni, što je dovodilo do kretanja kapitala ka zemljama sa višim prinosima.” (*Palić, 2005*) Porast deviznih rezervi imao je za posledicu rast primarnog novca, a zatim i rast ostalih monetarnih agregata i pojačane inflatorne pritiske. Stopa inflacije bila je iznad projektovane i iznosila je 17,7%. Primarni novac je povećan čak za 66,9%, novčana masa M1 za 30,3%, novčana masa M2 za 31,5% a M3 za čak 42,1%

U nastojanju da sterilise ovaj efekat rasta deviznih rezervi na primarni novac i ostale monetarne agregate, Narodna banka je intenzivno sprovodila operacije na otvorenom tržištu, kako sopstvenim, tako i državnim hartijama od vrednosti. Cilj ovih operacija bio je da se sterilise višak likvidnosti bankarskog sistema do koga je došlo zbog povećanja primarnog novca i ostalih monetarnih agregata. Narodna banka je pored operacija na otvorenom tržištu preduzela i druge mere: povećana je stopa obavezne rezerve na devizne depozite banaka a smanjena stopa dinarske obavezne rezerve, proširena je osnovica za obračun devizne obavezne rezerve tako što su uključeni i svi krediti iz inostranstva. Cilj ovih mera je bio da se povećaju troškovi zaduživanja banaka u inostranstvu, destimuliše evroizacija privrede, te da se banke više angažuju na prikupljanju domaće štednje umesto da se zadužuju u inostranstvu. Samo po osnovu repo operacija i obavezne rezerve do kraja 2005. godine povučeno je iz sistema preko 60 milijardi dinara. Međutim, uprkos svim tim merama, monetarni agregati su značajnije povećani.

U 2006. godini nastavljena je slična tendencija. Novčana masa nastavlja da raste pod uticajem priliva kapitala i rasta kreditne aktivnosti i ovaj trend rasta novčane mase se nastavio sve do 2008. godine, tako da...”Sa jedne strane imamo centralnu banku koja je u prvim godinama tranzicije izvršila remonetizaciju istovremeno podstičući

privrednu aktivnost, koja je opadala zbog otpuštanja, privatizacije i restrukturiranja ekonomije, a zatim, imamo rast ponude novca u uslovima priliva kapitala posle 2005. godine, kao rezultat jake kreditne aktivnosti u fazi ekspanzije ekonomske aktivnosti” (Radović-Stojanović, 2014). Visok priliv kapitala iz inostranstva i po tom osnovu kreiranje dinara odrazili su se na kretanje monetarnih agregata. Dinarski primarni novac je povećan za 42,9%, novčana masa M1 za 38,0%, novčana masa M2 za 47,3% a M3 za 38,3%. Priliv kapitala i investicija iz inostranstva su imali apresijacijske pritiske na kretanje kursa dinara a Narodna banka je i dalje nastojala da višak likvidnih sredstava banaka sterilise kroz operacije na otvorenom tržištu i putem obavezne rezerve. Inflatorni pritisci do kraja godine su smanjeni tako da je inflacija iznosila 6,6%. Sa prelaskom na novi okvir monetarne politike usvajanjem Memoranduma Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike (Narodna banka Srbije, 2006), referentna kamatna stopa utvrđena je na 18% godišnje i do kraja godine je smanjena na 14%.

Tabela 1 Izabrani makroekonomski indikatori i instrumenti monetarne politike 2001-2009., Republika Srbija

Godina	Privredni rast (%)	Stopa inflacije (%)	Referentna kamatna stopa, kraj godine (%)*	Opšta stopa obavezne rezerve, kraj godine, (%)		Kurs dinara prema evru (kraj perioda)	Devizne rezerve (mlrd evra)
				Dinarska	Devizna**		
2001	6,8	38,7	1,5	24,5	-	59,71	2,0
2002	6,5	14,8	9,5	20	20	61,52	3,0
2003	4,6	7,8	9,0	18	18	68,32	3,6
2004	6,7	13,7	8,5	21	21	78,89	3,8
2005	5,9	17,7	8,5	18	35	85,50	4,9
2006	3,9	6,6	14,0	15	40	79,00	9,0
2007	7,8	10,1	10,0	10	45	79,24	9,6
2008	5,2	8,6	17,75	10	45	88,60	8,1
2009	-3,1	6,6	9,5	10	45	95,89	10,6

Izvor: Narodna banka Srbije

* Do 2006. godine referentna kamatna stopa bila je eskontna stopa. Ona se 2001. godine određivala mesečno a od 2002. godišnje. Od 2006. referentna kamatna stopa je kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije.

** Do 2001. godine banke su obaveznu rezervu obračunavale samo na dinarske depozite.

U 2007. godini primarni novac je porastao za 10,6%, novčana masa M1 za 24,4%, novčana masa M2 za 40,0% a M3 za 42,5%. Narodna banka je u prvoj polovini godine više puta snižavala referentnu kamatnu stopu, koja je od sredine godine utvrđena na nivou od 9,5% godišnje i na tom nivou je ostala sve do pred kraj godine, kada je zbog rasta inflatornih pritisaka povećana na 10%. Inflacija je u 2007. godini iznosila 10,1%. Zbog toga kao i zbog rasta inflatornih očekivanja, u 2008. godini referentna kamatna stopa je više puta povećavana i do kraja godine određena je na nivou od 17,75% godišnje. Ovo je bio odgovor Narodne banke na dolazeću ekonomsku krizu i rast inflatornih očekivanja kao posledicu rasta cene nafte na svetskom tržištu, rasta cena poljoprivrednih proizvoda kako na svetskom, tako i na domaćem tržištu, a u poslednjem tromesečju, i posledica depresijacije dinara i

prenošenja negativnih efekata svetske finansijske krize na Srbiju. Rastu inflatornih očekivanja doprinela je i ekspanzivna fiskalna politika koja je vođena u periodu 2006-2008., tako da je Narodna banka restriktivnom monetarnom politikom pokušavala da deluje u suprotnom pravcu. Rast referentne kamatne stope odrazio se i na rast ostalih kamatnih stopa koje se utvrđuju u relativnim odnosima prema referentnoj kamatnoj stopi. Primarni novac je povećan za 17,0%, novčana masa M1 je smanjena za 3,1%, novčana masa M2 je povećana za 1,3% a M3 za 9,3%. Vidimo dakle snažnu kontrakciju u rastu novčane mase u odnosu na prethodni višegodišnji period. Posle sedam godina tranzicije makroekonomski indikatori bili su relativno povoljni (Tabela 1) a sa deviznim rezervama od skoro 10 milijardi evra Srbija je spremno dočekivala predstojeću finansijsku krizu: “Prema indikatorima izloženosti finansijskom riziku (financial risks exposure) – pokrivenost novčane mase M1 i primarnog novca deviznim rezervama – Srbija predstavlja najsigurniju zemlju u tranziciji” (Vuković, 2008, str. 2016).⁴

U cilju usklađivanja nacionalnih odredbi koje se odnose na bankarsku delatnost, upravljanje bankama i supervizorski okvir tokom 2007. godine otpočelo se sa usvajanjem Bazelskih standarda koje je definisao Bazelski komitet za bankarsku superviziju (Bazel Committee on Banking Supervision) i koji predstavljaju osnov dobre prakse upravljanja bankarskim rizicima u zemljama Evropske unije. Ovi standardi su trebali da obezbede: “Dalje jačanje stabilnosti bankarskog sektora i finansijskog sistema; unapređenje procesa upravljanja rizicima u bankama i procesa supervizije zasnovanog na rizicima; jačanje transparentnosti i tržišne discipline; usklađivanje sa uslovima poslovanja na međunarodnom finansijskom tržištu; harmonizaciju sa propisima Evropske unije – Direktivama EU48/2006 i 49/2006; stvaranje jače veze između kapitalnih zahteva i izloženosti rizicima na nivou banke” (Ljubić, 2009., str. 209). Osnovne ideje Bazela I pretočena su u domaće propise i praksu iz oblasti supervizije tokom 2007. godine dok se od 2008. godine pristupilo sprovođenju Bazela II standarda. Kasnije, tokom 2016. godine, Narodna banka Srbije je nastavila sa daljim unapređenjem Bazelskih standarda i njihovom primenom u Srbiji.

Prelaskom na novi okvir monetarne politike 2009. godine, promenilo se dosta toga u načinu vođenja monetarne politike. Sa fokusom Narodne banke na kamatne stope i ciljanu stopu inflacije, promenio se i operativni postupak implementacije monetarne politike. Uvedeno je tromesečno donošenje odluka na osnovu srednjoročnog modela makroekonomskih projekcija. Model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije inkorporira faktore od uticaja na inflaciju i tokove preko kojih kreatori monetarne politike utiču na inflaciju putem promena referentne kamatne stope (Đukić i ostali, 2010). Ključna jednačina u modelu je funkcija reakcije monetarne politike, koja opisuje pravilo monetarne politike: ukoliko je prognozirana inflacija (četiri tromesečja unapred) iznad ciljne stope inflacije, monetarna politika treba da bude restriktivna, odnosno, referentna kamatna stopa treba da bude iznad neutralne, i obrnuto. Neutralna kamatna stopa je ona kamatna stopa koja ima neutralan efekat na stopu inflacije i predstavlja zbir trenda realne kamatne stope i očekivane stope

⁴ Pokrivenost novčane mase M1 i primarnog novca deviznim rezervama 2007. godine gotovo cele godine bila je preko 300% (Narodna banka Srbije, 2007, str. 8).

inflacije. To je ona stopa inflacije pri kojoj monetarna politika nema ni restriktivan ni ekspanzivan karakter (*Momčilović i ostali, 2025*). Referentna kamatna stopa zatim utiče na inflaciju preko dva kanala, kanala deviznog kursa i kamatnog kanala.⁵ Referentna kamatna stopa utiče na inflaciju sa vremenskim pomakom, zbog čega se u procesu utvrđivanja visine referentne kamatne stope posmatra prognozirana inflacija za četiri tromesečja unapred i upoređuje sa ciljnom stopom inflacije.

Nakon što je krajem godine referentna kamatna stopa određena na nivou od 17,75% godišnje, Narodna banka nije više dodatno povećavala stepen restriktivnosti „...da ne bi ugrozila ekonomsku aktivnost“ (*Narodna banka Srbije, 2008e*).

MERE NARODNE BANKE SRBIJE U CILJU UBLAŽAVANJA EFEKATA SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE I OČUVANJA FINANSIJSKE STABILNOSTI

U toku 2009. godine globalna finansijska kriza prerasla je u svetsku ekonomsku krizu a svetska ekonomija je ušla u recesiju. U Srbiji je došlo do pada prometa na berzi, pada devizne likvidnosti banaka, stanovništvo je povuklo jedan deo depozita iz poslovnih banaka, kamatne stope su porasle a kreditna aktivnost je smanjena. Stabilnost finansijskog sistema ipak nije bila ugrožena u meri u kojoj je to bio slučaj u razvijenim tržišnim ekonomijama iz kojih se kriza prelila na Srbiju. Iako je berza reagovala, većih potresa nije bilo jer u finansijskom sistemu Srbije nisu bile prisutne rizične hartije od vrednosti koje bi mogle da imaju za posledicu krah finansijskih institucija i lančanu reakciju u celoj privredi. Narodna banka je međutim bila na oprezu i započela sa izradom strategije za upravljanjem krizom, a dogovorene su i zajedničke mere ekonomske politike i saradnja sa Vladom Republike Srbije u cilju očuvanja makroekonomske i finansijske stabilnosti.

Narodna banka je odmah na početku svetske finansijske krize blagovremeno reagovala odgovarajućim merama monetarne politike. Narodna banka je u decembru 2008. donela Odluku o privremenim merama za očuvanje stabilnosti bankarskog sistema u Republici Srbiji (*Narodna banka Srbije, 2008c*). Set mera obuhvatio je mere za održavanje likvidnosti bankarskog sektora, definisanje funkcije poslednjeg utočišta i definisanje uslova za odobravanje kredita za održavanje likvidnosti banaka, mere za pospešivanje sticanja izvora sredstava banaka iz inostranstva, mere za stimulisanje kreditne aktivnosti, izmene i dopune zakonske regulative koja se odnosi na ulaganja finansijskih institucija, zakonsku regulativu koja se odnosi na propise iz oblasti finansijske stabilnosti. Zatim, Narodna banka Srbije je svojom Odlukom o uslovima odobravanja kredita za održavanje likvidnosti banaka iz oktobra 2008. (*Narodna banka Srbije, 2008d*) bliže odredila sopstvenu ulogu “poslednjeg utočišta” definišući uslove pod kojima poslovna banka može od centralne banke zatražiti kredit za likvidnost za prevazilaženje privremenih poteškoća sa likvidnošću.⁶ Takođe,

⁵ Postoje sledeći kanali transmisije od referentne kamatne stope ka stopi inflacije: kanal deviznog kursa, kamatni kanal, kreditni kanal, kanal inflacionih očekivanja i kanal cena aktive (asset price channel).

⁶ Funkcija “poslednjeg utočišta” se definiše kao spremnost centralne banke da odobri kredit poslovnoj banci kada niko drugi to ne želi, a u cilju zaštite deponenata ili/i sprečavanja sistemске krize u finansijskom sistemu zemlje.

Narodna banka je sa poslovnim bankama dogovorila set mera koji bi omogućio njihovim klijentima da lakše prevaziđu probleme u otplati kredita, kao što su produženje roka otplate za jednu godinu, konverzija kredita indeksiranih u stranoj valuti u dinarske, konverzija kredita indeksiranih u švajcarskim francima u evre. Uz to, Narodna banka je donela niz mera u cilju stimulisanja kreditne aktivnosti i dodatno regulisala stabilnost i poslovanje finansijskih institucija u Srbiji.

Narodna banka Srbije i Vlada Republike Srbije u saradnji sa Agencijom za osiguranje depozita potpisale su početkom 2009. Sporazum o saradnji radi očuvanja finansijske stabilnosti u Republici Srbiji (*Narodna banka Srbije, 2009*). Ovim sporazumom definisane su odgovornosti svake od institucija za očuvanje finansijske stabilnosti u zemlji. U dogovoru između institucija, planirano je da program ekonomske politike u uslovima krize obuhvati i sledeće konkretne mere: podizanje garantovanog nivoa štednih depozita na 50.000 evra, ukidanje poreza na kapitalnu dobit i na prenos apsolutnih prava, ukidanje obavezne rezerve banaka na nove kredite iz inostranstva radi povećanja devizne likvidnosti, petnaestomesečni aranžman sa MMF u vrednosti od 520 mil. dolara, kao i veći broj drugih mera i podsticaja iz nadležnosti institucija (*Republika Srbija Ministarstvo finansija, 2008*). Na strani monetarne politike, ciljevi programa definisani su kao očuvanje niske i stabilne stope inflacije i očuvanje stabilnosti finansijskog sektora a Narodna banka treba da usmeri svoje aktivnosti u pravcu praćenja finansijskog sistema i da preduzme preventivne mere za očuvanje njegove stabilnosti u uslovima krize. Narodna banka je definisala strategiju za upravljanje krizom i formulisala predstojeće mere i aktivnosti. Na strani fiskalne politike, mere obuhvatile smanjenje javne potrošnje, mere za podsticanje privredne aktivnosti i zaposlenosti i mere za modernizaciju saobraćajne infrastrukture.

Aktivnosti Narodne banke Srbije su imale efekta. Stabilnost finansijskog sistema je sačuvana a inflacija se tokom 2009. godine kretala u granicama ciljanog raspona i iznosila je 6,6%. U uslovima krize došle su do izražaja sve prednosti režima ciljanja inflacije i fleksibilnog deviznog kursa. Nije bilo većih potresa na finansijskom i deviznom tržištu, dinar je nominalno depresirao prema evru za 7,6%, realno za 2,4%, a pad bruto domaćeg proizvoda i zaposlenosti u uslovima svetske ekonomske krize bio je umeren u poređenju sa drugim evropskim zemljama. Stabilizaciji makroekonomske situacije značajno je doprineo aranžman sa Međunarodnim monetarnim fondom, a zatim i prošireni aranžman iz maja 2009. godine kojim je povećan obim finansijske podrške Međunarodnog monetarnog fonda na 2,9 milijardi evra.

Slabljenje efekata svetske ekonomske krize, usporavanje inflacije i slabljenje inflatornih očekivanja u 2009. godini imali su za posledicu smanjenje referentne kamatne stope, tako da je ona do kraja godine iznosila 9,5%. Narodna banka Srbije je nastavila sa merama za ublažavanje efekata finansijske krize i planirala ekspanzivan karakter monetarne politike u 2010. godini.

MONETARNA POLITIKA NARODNE BANKE SRBIJE POSLE SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE

Period nakon završetka svetske ekonomske krize karakteriše orijentacija Narodne banke na makroprudencijalne mere. Makroprudencijalne mere su mere koje za cilj

imaju sprečavanje nastanka finansijskih rizika u sistemu, ili njihovo ublažavanje, čime se doprinosi očuvanju i jačanju stabilnosti finansijskog sistema. Izmenama i dopunama Zakona o Narodnoj banci Srbije od 1. jula 2010. godine Narodnoj banci je poverena „funkcija utvrđivanja i sporvođenja aktivnosti i mera radi očuvanja i jačanja stabilnosti finansijskog sistema“. Na taj način je stvorena pravni osnov za delovanje Narodne banke u očuvanju stabilnosti finansijskog sistema zemlje. Izmenama i dopunama Zakona povereno je Narodnoj banci da formuliše makroprudencijalne mere koje se odnose na finansijski sistem u celini i dato joj je pravo da sprovodi aktivnosti i mere za postizanje tog cilja, odnosno ovlašćenje za upotrebu makroprudencijalnih instrumenata. Ovlašćenje za upotrebu makroprudencijalnih instrumenta Narodna banka Srbije je upotrebila već 2011. godine, kada je donela Odluku o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema (*Narodna banka Srbije, 2011a*). Ovom odlukom utvrđene su tri mere: uveden je LTV racio⁷ od 80% za stambene kredite indeksirane stranom valutom ili u stranoj valuti, banci je dozvoljeno odobravanje kredita indeksiranih stranom valutom fizičkim licima samo ako je valuta obaveze evro; uvedeno je obavezno učešće ili depozit od 30% kod kredita odobrenih fizičkom licu koji su indeksirani stranom valutom ili u stranoj valuti. Navedene mere su imale za cilj da ograniče rizik od preterane upotrebe valutne klauzule koji je identifikovan kao sistemski rizik.

Makroprudencijalne mere definisane su u obliku mikro i makroprudencijalnih mera kao što su: visina i struktura obavezne rezerve, mere vezane za kreditnu aktivnost kao što su definisanje kreditne sposobnost dužnika, načina obračuna i visina kamate, mere usmerene na očuvanje stabilnosti bankarskog sistema i finansijske stabilnosti u uslovima finansijske krize (*Narodna banka Srbije, 2011b*). U godinama koje su usledile ovaj makroprudencijalni okvir je nadograđivan. Identifikovani su ključni i sistemski rizici u funkcionisanju finansijskog sistema i definisane mere i instrumenti makroprudencijalne politike koje treba preduzeti za njihovo suzbijanje (*Narodna banka Srbije, 2015a*).

U 2010. godini nastavljen je oporavak privrede Srbije koji je započeo u drugoj polovini 2009. godine. Ostvarena je pozitivna ali niska stopa rasta bruto domaćeg proizvoda - svega 1%. U drugoj polovini godine došlo je do rasta cena i inflatornih pritisaka. Referentna kamatna stopa je povećana zbog povećane premije rizika, povećanja cena hrane i jačanja inflatornih pritisaka na 11,5%. Stopa obavezne rezerve na dinarsku osnovicu je smanjena na 5% a na deviznu osnovicu na 25%. Privredni oporavak praćen je povećanjem deficita tekućeg računa i nižim prilivom kapitala zbog čega je dinar je zabeležio depresijaciju. Vlada i Narodna banka nastavile su sa merama ekonomske politike kako bi se podstakla ekonomska aktivnost u vidu subvencionisanih kredita za likvidnost i investicije, potrošačkih kredita za građane i stambenih kredita. Uprkos tome, zbog uticaja svetske ekonomske krize i rasta cena hrane na svetskom tržištu, došlo je do rasta cena tako da je inflacija krajem godine iznosila 10,3%.

Radi obuzdavanja inflatornih očekivanja, Narodna banka je i početkom 2011. godine nastavila sa restriktivnom monetarnom politikom, da bi od sredine 2011. započela sa

⁷ Loan-to-value (LTV) racio je odnos između iznosa kredita i vrednosti imovine koja se kupuje.

postepenim ublažavanjem tako da je referentna kamatna stopa snižena do kraja godine na 9,75%. Nastavljen je pad inflacije i pad inflacionih očekivanja tako da je inflacija do kraja godine iznosila 7%, ali je oporavak ekonomske aktivnosti bio spor uz stopu rasta bruto domaćeg proizvoda od svega 1,6%. Došlo je do rasta kreditne aktivnosti i investicija što je zajedno sa ostalim pokazateljima ukazivalo na oporavak privredne aktivnosti a indikatori finansijskog zdravlja i stabilnosti finansijskog sistema Narodne banke Srbije ukazivali su da je bankarski sektor u Srbiji ostao stabilan.

U 2012. godini monetarna politika suočila se sa brojnim izazovima: nepovoljni vremenski uslovi (hladna zima), rast cena hrane, jačanje depresijacijskih pritisaka, rast trgovinskog deficita, smanjenje priliva kapitala, povećano trošenje države u uslovima predstojećih izbora. Monetarna politika u prvoj polovini 2012. godini bila je ekspanzivna. Narodna banka je intenzivno intervenisala na deviznom tržištu prodajući devize da bi smanjila depresijacijske pritiske. Rast inflacionih očekivanja imao je za rezultat povećanje referentne kamatne stope prvi put u junu a zatim je ona više puta povećavana da bi do kraja godine dostigla 11,25% dok je reverznim repo transakcijama povlačen višak likvidnosti iz bankarskog sistema kako bi se sprečio pritisak na cene i devizno tržište. Do kraja godine inflaciona očekivanja su uspešno suzbijena i očuvana je stabilnost dinara i deviznog tržišta. Visoka inflacija od 12,2% bila je rezultat pre svega povećanja cena hrane na koje Narodna banka nije mogla da utiče.

U 2013. godini privredna kretanja bila su povoljnija. Bolja poljoprivredna sezona, smanjenje inflatorinih očekivanja, izlazak evropskih ekonomija iz recesije, sve su to okolnosti koje su išle na ruku privredi Srbije. Na početku godine povećan je stepen restriktivnosti ali kada se sredinom godine uvidelo da će se inflacija vratiti u granice cilja, referentna kamatna stopa je spuštena da bi do kraja godine bila smanjena na 9,5%. Čvrsta i dosledna monetarna politika imala je za rezultat održanje stabilnosti kursa dinara o bužđavanje inflacije i njen pad na 2,2%. Devizne rezerve na kraju godine iznosile su 11,2 milijarde evra.

Katastrofalne poplave koje su zadesile Srbiju u maju 2014. godine prekinule su oporavak Srbije posle svetske ekonomske krize. Privreda Srbije zabeležila je pad od 1,8%. Ublažavanje monetarne politike, sa kojim se započelo sredinom prethodne godine, nastavljeno je a referentna kamatna stopa smanjena sredinom godine na nivo od 8,5 % da bi u novembru bila dodatno smanjena na 8,0%. Smanjena je i stopa na devizne obavezne rezerve čime je oslobođen jedan deo kreditnog potencijala banaka. Nastavljeno je sa jačanjem makroprudencijalnog okvira. Na predlog Narodne banke Srbije donet je set zakona kojima je unapređen poslovni ambijent u Srbiji: Zakon o osiguranju, Zakon o izmenama i dopunama Zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga, Nacrt zakona o izmenama i dopunama Zakona o bankama i Zakona o platnim uslugama.

U 2015. godini postignuti su mnogi značajni rezultati. Izvršena je fiskalna konsolidacija a budžetski deficit smanjen je na 3,8% BDP-a. Snižen je deficit tekućeg računa platnog bilansa na 4,8% BDP-a, sačuvana je stabilnost cena, deviznog kursa i celokupnog finansijskog sistema. Narodna banka konstatovala je da se "Postignuti rezultati u smanjenju unutrašnje i spoljne neravnoteže i sprovođenje strukturnih

reformi doprinose da se privredni rast u sve većoj meri zasniva na investicijama i izvozu, što garantuje njegovu održivost Narodna banka doprinela je ekonomskom oporavku snižavanjem kamatnih stopa a referentna kamatna stopa snižena je na 4,5%. Ublažavanje monetarne politike omogućili su smanjeni inflatorni pritisci, uspešna fiskalna konsolidacija, smanjenje cena primarnih proizvoda na svetskom tržištu kao i povoljni rezultati u pogledu privrednog rasta i izvoza. Unapređen je model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije. Struktura modela je revidirana, pojedini koeficijenti modela su rekalabrisani, a uključene su i nove promenljive kako bi se dobila preciznija projekcija inflacije i povećala pouzdanost modela” (*Narodna banka Srbije, 2015b*).

U 2016. godini inflatorni pritisci su i dalje bili niski. Referentna kamatna stopa je snižena do nivoa od 4% čime se nastavlja ciklus ekspanzivne monetarne politike koji je započeo 2013. godine. Stopa obavezne rezerve na devizne obaveze banaka je ponovo snižena dok je na dinarske obaveze indeksirane u evrima povećana. Dalji pad kamatnih stopa na dinarske i devizno indeksirane kredite, uz oslobođena sredstva po osnovu smanjenja devizne obavezne rezerve, doprineo je rastu kreditne aktivnosti i u krajnjoj liniji privrednom rastu, koji je ove godine iznosio 2,8%. Privreda Srbije beležila je u ovom periodu sve bolje rezultate, uz postepeno smanjenje spoljne i unutrašnje neravnoteže. Deficit tekućeg računa platnog bilansa snižen je na 4,0% BDP-a dok je fiskalni deficit smanjen na 1,3% BDP-a.

Tokom 2017. godine nastavljena je slična politika. Niski inflatorni pritisci omogućili su dalje snižavanje referentne kamatne stope na 3,5%. Sve kamatne stope na dinarske kredite su smanjene a kreditna aktivnost banaka je porasla. Stope obavezne rezerve su ostale na nepromenjenom nivou u odnosu na prethodnu godinu. “Međunaradni monetarni fond je konstatovao da Narodna banka Srbije monetarnom politikom uspešno drži inflaciju pod čvrstom kontrolom, istovremeno podržavajući ekonomski oporavak zemlje” (*Narodna banka Srbije, 2017*). Iako je Narodna banka više puta intervenisala na deviznom tržištu devizne rezerve su održane na zadovoljavajućem nivou od 10 milijardi evra. Stopa inflacije ove godine bila je svega 1,3% dok je privredni rast ubrzan i iznosio je 4,3%. Iako u ekonomskoj teoriji postoje različita mišljenja u pogledu efikasnosti monetarne politike u podsticanju ekonomske aktivnosti (*Praščević, 2011*), u prethodnom višegodišnjem periodu, u pogledu Srbije, ona se pokazala kao efikasna u datom ekonomskom trenutku, u sklopu svih ostalih mera ekonomske politike.

Narodna banka Srbije i u 2018. nastavila je da monetarnom politikom podržava kreditnu aktivnost i privredni rast koji je ove godine iznosio 4,3%. Referentna kamatna stopa je dodatno snižena na 3,0% dok su kamatne stope na dinarske kredite privredi i stanovništvu nastavile da padaju. Uprkos širenju protekcionizma u međunarodnoj trgovini i rastu geopolitičkih tenzija, međunarodno makroekonomsko okruženje je još uvek bilo relativno povoljno bez velikih izazova po privredu Srbije koja je beležila sve bolje rezultate u pogledu rasta privrede, izvoza i podizanja konkurentnosti i kreditnog rejtinga zemlje. Devizne rezerve zemlje su povećane na 11,3 milijarde evra.

U 2019. godini nastavljeno je sa istim kursom monetarne politike. Višegodišnjim radom obezbeđena makroekonomska stabilnost, niska i stabilna stopa inflacije,

stabilnost finansijskog sistema, unapređen makroekonomski i institucionalno - pravni okvir nastavili su da daju rezultate u uslovima rastućih geopolitičkih tenzija i globalnog usporavanja privrednog rasta. Srbija je 2019. godine ostvarila stopu privrednog rasta od 4,2%. Stopa inflacije ostala je niska i iznosila je 1,9% a prvi put od početka tranzicije zabeležena je jednocifrena stopa nezaposlenosti od 9,7%. U uslovima rastuće neizvesnosti sačuvana je relativna stabilnost kursa dinara a Narodna banka reagovala je kupovinom i prodajom deviza kad je to bilo neophodno. Priliv stranih direktnih investicija ove godine je bio rekordan i iznosio je 3,8 milijardi evra. Devizne rezerve su povećane na 13,4 milijarde evra. Ove godine pristupilo se modernizaciji finansijskog sistema uvođenjem instant plaćanja i unapređenjem internet platnih usluga. Na planu kreditne aktivnosti naglasak je bio na podsticanju rasta učešća dinarskih kredita u ukupnim kreditima i finansiranju malih i srednjih preduzeća. Pozitivni trendovi zaustavljeni su pandemijom korona virusa iz 2020. godine.

Tabela 2. Izabrani makroekonomski indikatori i instrumenti monetarne politike 2010-2025., Republika Srbija

Godina	Privredni rast (%)	Stopa inflacije (%)	Referentna kamatna stopa, kraj godine (%)	Stopa obavezne rezerve, kraj godine				Kurs dinara	Devizne rezerve (mlrd evra)
				Dinarska, ročnost		Devizna, ročnost			
				do 2 god.	preko 2 god.	do 2 god.	preko 2 god.		
2010	1,6	10,3	11,5	5,0	0	25,0	25,0	105,50	10,0
2011	0,1	7,0	9,75	5,0	0	30,0	25,0	104,64	12,1
2012	-0,4	12,2	11,25	5,0	0	29,0	22,0	113,72	10,9
2013	0,5	2,2	9,5	5,0	0	29,0	22,0	114,64	11,2
2014	-1,8	1,7	8,0	5,0	0	27,0	20,0	120,96	9,9
2015	1,3	2,1	4,0	5,0	0	22,0	15,0	121,63	10,4
2016	2,8	1,6	4,0	5,0	0	20,0	13,0	123,47	10,2
2017	4,3	1,3	3,5	5,0	0	20,0	13,0	118,47	10,0
2018	4,3	2,0	3,0	5,0	0	20,0	13,0	118,19	11,3
2019	4,2	1,9	2,25	5,0	0	20,0	13,0	117,59	13,4
2020	-1,0	1,3	1,0	5,0	0	20,0	13,0	117,58	13,5
2021	7,4	7,9	1,0	5,0	0	20,0	13,0	117,58	16,5
2022	2,7	15,1	5,0	5,0	0	20,0	13,0	117,32	19,4
2023	3,7	7,6	6,5	5,0	0	23,0	16,0	117,17	24,9
2024	3,9	4,3	5,75	5,0	0	23,0	16,0	117,01	29,3

Izvor: Narodna banka Srbije

U uslovima pandemije 2020. godine očuvana je cenovna i finansijska stabilnosti u Republici Srbiji. Inflacija je ostala pod kontrolom i na kraju godine iznosila je 1,3%. Inflatorni pritisci zbog pada agregatne tražnje bili su niski. Održavanjem niske i stabilne inflacije, zajedno sa merama Vlade Republike Srbije koja je subvencionisala privredu i zarade, očuvana je realna vrednost dohodaka privrede i građana i njihov životni standard (*Narodna banka Srbije, 2020*). Stabilnost i poverenje koje je Narodna banka Srbije izgradila kod privrede i građana rezultirali su da nije bilo psiholoških pritisaka koji bi imali za posledicu odliv kapitala ili pritisak na devizni kurs. Devizne rezerve su očuvane pa čak i povećane. Nije bilo većih promena u kursu

monetarne politike a veliki deo aktivnosti je bio posvećen preventivnom delovanju na negativne tendencije i moguće psihološke pritiske u uslovima pandemije. Narodna banka obezbedila je bankama neophodnu likvidnost dok se stanovništvu izašlo u susret uvođenjem moratorijuma na otplatu kredita. Narodna banka je angažovala sve svoje potencijale da obezbedi stabilnost i sigurnost platnog prometa.

Upravo je ova 2020. godina pogodna da se napravi presek i procene efekti režima targetiranja inflacije. Nakon 12 godina primene, uspešnost ovog monetarnog režima u suzbijanju inflacije u Srbiji bila je očigledna. Inflaciona očekivanja su toliko usidrena da nisu mogla biti poljuljana ni u uslovima pandemije. Što se tiče ostalih efekta režima targetiranja inflacije, pre svega na privredni rast, empirijska istraživanja su utvrdila posledice u vidu niže stope privrednog rasta u fazi implementacije ovog režima u mnogim zemljama (*Brito, Bydsted, 2010*). Međutim u Srbiji se o ovim efektima ne može govoriti s obzirom na to da su u prvim godinama primene režima inflacionog targetiranja niske stope privrednog rasta bile posledica najpre finansijske krize iz 2008. i 2009. godine a zatim prirodnih nepogoda (hladna zima 2012., poplave 2014.), te da je privredni rast nakon oporavka ekonomije od ovih događaja bio vođen u najvećoj meri stranim direktnim investicijama i velikim prilivom kapitala iz inostranstva. Takođe, pokazalo se da nije bilo posledica po volatilnost deviznog kursa, kao što se to možda moglo očekivati, jer je više puta zapaženo u praksama zemalja koje su primenjivale targetiranje inflacije da je upravo visok stepen fleksibilnosti deviznog kursa obezbedio uspešno targetiranje inflacije, zbog čega su mnogi smatrali da je slobodno plivanje zapravo pravi izbor režima deviznog kursa u za zemlje koje se opredeljuju za targetiranje inflacije. Međutim vreme je pokazalo, a empirijska istraživanja potvrdila (*Ghosh i ostali, 2016*), da centralne banke imaju načina da intervencijama na deviznom tržištu drže pod kontrolom volatilnost deviznog kursa, i da intervencije na deviznom tržištu mogu biti konzistentne sa režimom inflacionog targetiranja i dobro rešenje za zemlje u razvoju i usponu. “Kombinacijom referentne kamatne stope i intervencija na deviznom tržištu, centralne banke zemalja u razvoju i usponu mogu efikasnije da ostvaruju svoj osnovni cilj – održavanje niske i stabilne inflacije” (*Hofman i ostali, 2020*). Što se tiče Srbije, „Iako je u prvo vreme period od 2010-2016. godine bio obeležen povećanom dnevnom volatilnošću i postepenom deprecijacijom kursa, od 2017. karakteristično je značajno smanjenje kratkoročnih oscilacija kursa uz prisustvo konstantnih aprecijacijskih pritisaka na kurs dinara“ (*Vukmirović, 2026*). Devizne intervencije Narodne banke Srbije uspešno su sprečavale prekomerne oscilacije i obezbedile stabilnost deviznog kursa u dužem vremenskom periodu, bez da su kompromitovale postizanje ciljane inflacije.

MONETARNA POLITIKA NARODNE BANKE SRBIJE POSLE 2020. GODINE

Po završetku pandemije 2021. godine aktivirani su inflatorni pritisci pod uticajem rasta cena energenata i cena hrane na svetskom tržištu. Kao i svim drugim zemljama, došlo je do rasta stope inflacije koja je na kraju ove godine iznosila 7,9%. Narodna banka ove godine nije još uvek promenila referentnu kamatnu stopu koja je do kraja godine je ostala na nivou od 1,0%. To je učenjeno tek naredne godine. Narodna banka

nastavila je da vodi čvrstu monetarnu politiku čiji je cilj bio prevashodno da se suzbiju negativni efekti pandemije i inflaciona očekivanja. Uprkos negativnim tendencijama u međunarodnom okruženju, nastavio se snažan rast kreditne aktivnosti a privredni rast je bio veći od očekivanog i iznosio je 7,4%. Doprinos Narodne banke Srbije bio je i očuvanje kreditnog rejtinga Srbije koji je za posledicu imao rekordan priliv direktnih stranih investicija u iznosu od 3,9 milijardi evra. Stabilnost deviznog kursa je sačuvana a devizne rezerve povećane na 16,5 milijardi evra. Platni sistem Narodne banke Srbije poslovao je bez zastoja, sigurno i efikasno. Stabilnost finansijskog sistema je očuvana uz neprestani monitoring i unapređenje makroprudencijalnog okvira. Ove godine počeo je da se primenjuje Zakon o digitalnoj imovini u čijoj izradi je učestvovala i Narodna banka, a usvojen je i Zakon o tržištu kapitala.

Događaj koji je u potpunosti promenio makroekonomsko okruženje i doveo do zaokreta u monetarnoj politici bio je rat u Ukrajini koji je izbio 2022. godine. Došlo je do pogoršanja globalnih izgleda rasta, velike neizvesnosti i visoke inflacije u gotovo svim zemljama sveta. Cene energenata su porasle što je dovelo do inflacije troškova. Kao što je predviđano (*Nikolić, 2022*) efekti rata su se preliвали na region i Srbiju kroz kanal sirovina i poremećaje u snabdevanju naftom i gasom zbog čega je inflacija u Srbiji ove godine dostigla 15%. Ostvaren je i nešto niži privredni rast od 2,7%. Kao odgovor inflatorne pritiske i rast inflacionih očekivanja Narodna banka je počela da postepeno povećava referentnu kamatnu stopu tako da je ona na kraju godine iznosila 5,0% a povećane su i stope na depozitne i kreditne olakšice. Cilj je bio da se spreči preliivanje rasta uvoznih cena na domaće cene, čemu je doprinelo i održanje stabilnosti deviznog kursa koji je Narodna banka čvrsto držala pod kontrolom. Strane direktne investicije su ove godine dostigle novi rekord i iznosile su 4,4 milijarde evra dok su devizne rezerve porasle na 19,4 milijarde evra. U periodu do 2024. godine preduzet je čitav niz mera da se pojača otpornost finansijskog sektora Srbije na geopolitičke šokove kroz saradnju sa zemljama Evropske unije, diversifikaciju trgovinskih partnera i izvora energije i saradnju sa međunarodnim finansijskim institucijama (*Mlinar, 2024*).

U toku 2023. godine inflacija je prepolovljena na 7,6%. Da bi ovo uspela, Narodna banka je morala da vodi čvrstu monetarnu politiku a kurs restriktivnosti koji je započela prethodne godine nastavljen je ove godine podizanjem referentne kamatne stope na 6,5%. Povećane su i stope obavezne rezerve. Cilj je bio da se inflacija vrati u granice cilja u srednjem roku a da se pri tom ne ugrozi privredni rast. U tome se uspelo samo u određenoj meri ali se „...rast bruto domaćeg proizvoda od 2,5% u izazovnom globalnom okruženju može smatrati uspehom“ (*Narodna banka Srbije, 2024*). Narodna banka je intervenisala na deviznom tržištu kupovinom deviza sprečavajući na taj način prekomerno jačanje dinara pa su devizne rezerve povećane na rekordnih 24,9 milijardi evra. U svojim izveštajima o Srbiji, međunarodne finansijske institucije su isticale da su, uprkos nepovoljnom delovanju faktora iz međunarodnog okruženja, važni faktori zadržavanja stabilnih izgleda bili kredibilan okvir monetarne politike, očuvana finansijska stabilnost i rekordan nivo deviznih rezervi. U tom trenutku Srbija je bila na korak do investicionog rejtinga koji je konačno dobijen 2024. godine.

Osim dobijanja investicionog rejtinga koji je bez sumnje kruna prethodnog rada i rezultat odgovornog vođenja fiskalne i monetarne politike, kao drugi najveći uspeh Narodne banke u ovoj godini navodi se očuvana makroekonomska stabilnost u uslovima izražene volatilnosti na svetskim tržištima (*Narodna banka Srbije, 2024*). Inflacija je vraćena u granice cilja od $3 \pm 1,5\%$ i ove godine iznosila je 4,3%. Ostvaren je i nešto viši privredni rast u odnosu na prethodnu godinu od 3,9%. Zahvaljujući popuštanju inflatornih pritisaka i smanjenju inflacionih očekivanja, kao i postignutim rezultatima u pogledu monetarnih i realnih pokazatelja, referentna kamatna stopa je smanjena na 5,75%. čime je započeo novi ciklus ublažavanja monetarne politike (*Momčilović i ostali, 2025*). “Preduzete mere monetarne politike prenosile su se na kamatne stope na tržištu novca, kredita i štednje, ukazujući na efikasnost transmisivnog mehanizma monetarne politike. ... U efikasnoj koordinaciji sa fiskalnom politikom, Narodna banka Srbije obezbedila je povoljne monetarne uslove za rast naše ekonomije” (*Narodna banka Srbije, 2024*). Narodna banka Srbije nastavila je sa intervencijama na deviznom tržištu, s tim što je u 2025. godini prvi put posle 2020. godine bila neto prodavac deviza u nastojanju da sačuva devizni kurs u uslovima pojačanih depresijacijskih pritisaka (*Vukmirović, 2026*). Obim ovih intervencija često je kritikovan u naučnoj i stručnoj, ali i široj javnosti, međutim s obzirom na visok nivo deviznih rezervi, može se reći da obim intervencija (neto prodaja u iznosu od 580 miliona evra) nije previsok i da nema bojazni od iscrpljivanja deviznih rezervi. U svakom slučaju, Narodnoj banci Srbije na raspolaganju su i drugi instrumenti kojima se može delovati na devizni kurs kao što su povećanje kamatnih stopa, ili kontrola kapitala, a u stručnoj javnosti i medijima kao alternativa pominjana je više puta i promena režima deviznog kursa u pravcu slobodnog plivanja. Međutim s obzirom na čvrstu politiku koju vodi Narodna banka Srbije može se zaključiti da do promene monetarnog režima u perspektivi neće doći.

ZAKLJUČAK

Ako se želi ukratko rezimirati rad Narodne banke Srbije u prethodnih više od dve decenije, onda je to najbolje učiniti nabrajajući najveće uspehe u njenom radu. Bez sumnje to su suzbijanje inflacije na početku procesa tranzicije, očuvanje finansijske stabilnosti u uslovima globalne finansijske krize, izgradnja makroprudencijalnog okvira u toku i po završetku krize, izgradnja i očuvanje zdravog bankarskog sistema, očuvanje stabilnosti kursa dinara u uslovima kako depresijacijskih tako i apresijacijskih pritisaka, uvođenje inovacija u platni sistem, rekordan rast deviznih rezervi i dobijanje investicionog rejtinga Republike Srbije 2024. godine. U celokupnom ovom periodu politika Narodne banke Srbije bila je beskompromisno posvećena očuvanju stabilnosti cena, finansijskog sistema i stabilnosti nacionalne valute. Uspešno je prevazilazila sve turbulencije u međunarodnom okruženju. Ni u trenucima spoljnih kriza i unutrašnjih političkih previranja niko nikad nije mogao da dovede u pitanje rad Narodne banke Srbije i njenu posvećenost ostvarivanju ciljeva ekonomske politike. Narodna banka je profesionalno i stručno radila svoj posao uprkos svim promenama i iskušenjima kroz koje je ekonomija Srbije prolazila.

U radu Narodne banke Srbije može se uočiti nekoliko perioda koji se razlikuju u pogledu strateškog opredeljenja i najvažnijih ciljeva monetarne politike. Prvi je

period do 2008. godine u kome su najznačajniji ciljevi posvećenost makroekonomskoj stabilizaciji, suzbijanje inflacije i stabilizacija kursa dinara. U periodu svetske finansijske krize 2008 - 2009. godine, to je očuvanje stabilnosti finansijskog sistema i izgradnja makroprudencijalnog okvira. Po završetku krize, usledio je period podsticanja privrednog oporavka posle krize u kome su najvažniji ciljevi Narodne banke bili izgradnja i očuvanje zdravog bankarskog sistema, očuvanje stabilnosti cena i stabilnosti deviznog kursa, podsticanje investicione i kreditne aktivnosti i uvođenje finansijskih inovacija.

Poslednja faza u radu Narodne banke započela je 2020. godine u vreme pandemije i još uvek traje. Ovaj period karakterišu rast geopolitičkih tenzija, ratni događaji u svetu, porast neizvesnosti, turbulencije na tržištima. Međutim, i u ovim teškim okolnostima Narodna banka je vodila odgovornu monetarnu i makroprudencijalnu politiku i na taj način doprinela očuvanju makroekonomske i finansijske stabilnosti. Najvažniji cilj u ovom periodu bio je očuvanje stabilnosti cena u uslovima snažnih inflatornih pritisaka prouzrokovanih rastom troškova proizvodnje a pre svega rastom cena energenata. Promenjen je smer monetarne politike u pravcu povećane restriktivnosti a mere monetarne politike Narodne banke usmerene su na jačanje otpornosti ekonomije na eksterne šokove, prudencijalne mere i finansijske inovacije, uz dalju posvećenost očuvanju stabilnosti finansijskog sistema i podsticanje privrednog rasta i razvoja Republike Srbije.

Nakon perioda restriktivnosti koji je rezultirao vraćanjem inflacije u granice cilja tokom 2024. godine, Narodna banka je planirala promenu karaktera monetarne politike u pravcu povećane ekspanzivnosti, pre svega u cilju podsticanja privrednog rasta. Međutim, događaji u toku 2025. godine, geopolitička a zatim i energetska kriza, nastavljaju da podstiču inflaciona očekivanja koja se ne smiruju ni u 2026. godini. U takvim uslovima kreatori ekonomske politike suočavaju se sa velikim izazovima i brojnim otvorenim pitanjima. Bez sumnje najveći problem za centralne banke širom sveta u perspektivi biće kako obuzdati inflaciju čiji uzroci se nalaze na strani ponude. Koji su instrumenti u takvim uslovima na raspolaganju kreatorima ekonomske politike, imajući u vidu da su mere monetarne politike, a naročito promene kamatnih stopa, po pravilu namenjene upravljanje agregatnom tražnjom i nisu toliko efikasne kad je u pitanju inflacija troškova. Povećanje kamatnih stopa, iako efikasno u suzbijanju inflacije tražnje, manje je efikasno kad je u pitanju inflacija troškova, jer može pogoršati situaciju čineći kreditiranje skupljim što može dovesti do usporavanja privredne aktivnosti pa čak i do recesije.

Centralne banke danas posluju u sve složenijem, fragmentiranom okruženju koje se iz dana u dan komplikuje i koje karakteriše visok javni dug, geopolitičke podele i brze tehnološke promene. S obzirom na brojne probleme koji dolaze iz međunarodnog okruženja, prilikom formulisanja mera monetarne politike mora se imati u vidu širi kontekst. Monetarna politika mora da prati dešavanja na međunarodnom planu, geopolitičke tokove i situaciju na tržištima sirovina i energenata koja generišu inflaciju troškova. Inflaciona očekivanja rastu. Energetska kriza ne jenjava. I dok se nad svetskom ekonomijom nadvija pretnja stagflacije, Narodna banka Srbije ostaje posvećena podsticanju privrednog rasta. Kako držati inflaciju pod kontrolom uz istovremeno očuvanje privrednog rasta biće sledeće veliko

pitanje sa kojim će se suočiti i koje će morati da rešavaju ne samo Narodna banka Srbije već i centralne banke svih evropskih i zemalja u svetu.

LITERATURA

- Đukić, M., Momčilović, J. & Trajčev, Lj.** (2010). Model za srednjoročne projekcije Narodne banke Srbije, Narodna banka Srbije, Stručni radovi, 2010. http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2011_17_MDj_JM_LjT.pdf
- Ghosh, Atish R., Ostry, Jonathan D. & Marcos Chamon** (2016). Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies, *Journal of International Money and Finance*, Volume 60, February 2016, Pages 172-19. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.03.005>
- Hofman, M., Chamon, D., Deb, P., Harjes, T., Rawat, U. & I. Yamamoto** (2020). Intervention Under Inflation Targeting – When Could It Make Sense?, IMF Working Paper, 20/09. <https://doi.org/10.5089/9781513526027.001>
- Ljubić, M.**, (2009). Primena Bazelskog sporazuma za međunarodne standarde kapitala na bankarsko tržište Srbije, *Finansije*, Br. 1-6/2009, 198-206. <https://www.finansije.bba.edu.rs/index.php/finansije/issue/view/6>
- Mlinar, J.** (2024). Uticaj geopolitičkih faktora na finansijski sektor Srbije, *Finansije*, God. 79, Br 1-3, 17 -30. <https://www.finansije.bba.edu.rs/index.php/finansije/issue/view/21>
- Momčilović, J., Košutić, N. & Miletić, M.** (2025). Ocena neutralne kamatne stope za Srbiju, Zbornik radova, Jorgovanka Tabaković (ur.), Narodna banka Srbije, 5-37. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/zbornik/zbornik_radova_09_25_1.pdf
- Narodna banka Jugoslavije** (2001). Godišnji izveštaj 2001. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2001.pdf
- Narodna banka Srbije** (2002). Godišnji izveštaj 2002. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2002.pdf
- Narodna banka Srbije** (2005). Godišnji izveštaj 2005. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2005.pdf
- Narodna banka Srbije.** (2006). Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/monetarna-politika/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf
- Narodna banka Srbije** (2007). Statistički bilten, decembar 2007. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/sb/sb_12_07.pdf
- Narodna banka Srbije** (2008a). Sporazum Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/monetarna-politika/memorandum_o_saglasnosti_NBS_i_Vlade.pdf
- Narodna banka Srbije** (2008b). Memorandum o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/monetarna-politika/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf
- Narodna banka Srbije** (2008c). Odluku o privremenim merama za očuvanje stabilnosti bankarskog sistema u Republici Srbiji. „Sl. glasnik RS”, br. 116/2008. http://demo.paragraf.rs/demo/combined/Old/t/t2008_12/t12_0270.htm

- Narodna banka Srbije** (2008d) Odluka o uslovima i načinu odobravanja kredita za održavanje dnevne likvidnosti banaka na osnovu zaloge hartija od vrednosti. "Sl. glasnik RS", br. 52/2008. <https://www.paragraf.rs/propisi/odluka-uslovi-odobravanja-kredita-dnevne-likvidnosti-hartije-od-vrednosti-nbs.html>
- Narodna banka Srbije** (2008e). Godišnji izveštaj 2008. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2008.pdf
- Narodna banka Srbije.** (2009). Sporazum o saradnji radi očuvanja finansijske stabilnosti u Republici Srbiji. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/finansijska-stabilnost/ostalo/sporazum_vlada_nbs_aod_fin_stabilnost.pdf
- Narodna banka Srbije.** (2011a) Odluka o merama za očuvanje i jačanje stabilnosti finansijskog sistema. "Sl. glasnik RS", br. 34/2011. http://demo.paragraf.rs/demo/combined/Old/t/2020_06/SG_084_2020_020.htm
- Narodna banka Srbije** (2011b). Prudencijalne mere, Narodna banka Srbije, http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/or_prud_mere.pdf
- Narodna banka Srbije** (2015a). https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/finansijska-stabilnost/ostalo/makroprudencijalni_okvir_201503.pdf
- Narodna banka Srbije** (2015b) https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2015.pdf
- Narodna banka Srbije** (2017). Godišnji izveštaj 20017. https://nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2017.pdf
- Narodna banka Srbije** (2020). Godišnji izveštaj 2020. https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/godisnji-izvestaj/godisnji_izvestaj_2020.pdf
- Nikolić, G.** (2022). Ekonomski aspekti rata u Ukrajini i zapadnih sankcija protiv Rusije, *Finansije*, br. 1–6/2022, 1 – 32. https://mfin.gov.rs/upload/media/hmzPip_6384bb18dc4d2.pdf
- Palić Mirjana** (2005). Delotvornost povlačenja primarnog novca, Narodna banka Srbije, Centar za istraživanja, decembar 2005. http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_0/2005_3_MP.pdf
- Prašćević, A.** (2011). Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti, *Teme*, XLIX, br. 2, 2011, 153-174. http://ekonomsketeme.rs/pdf/et20112_02.pdf
- Radović – Stojanović, J.** (2014). The Cyclical Character of Economic Policy in Serbia 2001-2012. *Economic Annals*, 59(202), 157– 182. <https://doi.org/10.2298/EKA1402157R>
- Република Србија Министарство финансија** (2008). Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2009. годину, са пројекцијама за 2010. и 2011. годину. https://www.mfin.gov.rs/upload/media/3prroI_601aa1dbaf0ff.pdf
- Brito, Ricardo D. & Bystedt, Brianne** (2010). Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence, *Journal of Development Economics*, Volume 91, Issue 2, March 2010, Pages 198– 210. <https://doi.org/10.1016/j.jdevco.2009.09.010>
- Vilaret, S., Pješčić, V. & Đukić, M.** (2009). Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije, *Bankarstvo*, 5-6, 52-71. http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Vilaret-Pjescic-Djukic.pdf
- Vlada Republike Srbije.** (2003). Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za period od 2004. do 2006. godine. <https://www.arhiva.srbija.gov.rs/vesti/2004-02/11/343554.html>
- Vukmirović, M.** (2026). Specifičnosti delovanja faktora na deviznom tržištu Republike Srbije u 2025. godini, Zbornik radova X – Mart 2026.

https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/publikacije/zbornik/zbornik_radova_03_26_3.pdf

Vuković, V. (2008). Strani krediti – ekspanzija i implikacije, *Finansije*, br. 1–6/2008, 204–222. <https://www.finansije.bba.edu.rs/index.php/finansije/issue/view/5/5>

Zakon o Narodnoj banci. (2003). „Sl. glasnik RS”, br. 72/2003

SUKOB INTERESA

Autori izjavljaju da ne postoje finansijske, profesionalne ili lične veze koji bi mogle dovesti do pristrasnosti u rezultatima ili interpretaciji ovog istraživanja.

MONETARY POLICY OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA AFTER 2000: A RETROSPECTIVE

*Jelena RADOVIĆ-STOJANOVIĆ
Tijana LJUBISAVLJEVIĆ*

Abstract

The paper summarizes the instruments, measures and character of the monetary policy of the National Bank of Serbia in the period from 2000 to 2024. The work of the National Bank was observed through the introduction of certain instruments of monetary policy, changes in key variables and the adoption of strategic documents on the principles and goals of monetary policy. The character of the monetary policy was analyzed in terms of whether it was expansionary or restrictive. It was concluded that several periods can be distinguished in the work of the National Bank, which differ according to the strategic orientation and the most important goals of the monetary policy. Until 2008, these were commitment to macroeconomic stabilization, suppression of inflation and stabilization of the exchange rate. During the period of the global financial crisis in 2008-2009., the priority was to preserve the stability of the financial system and build a macroprudential framework. This was followed by a longer period characterized by an expansive monetary policy, the encouragement of investment and credit activity, and the introduction of financial innovations. The reaction of the National Bank in conditions of increased global tensions and inflationary pressures after 2020 is described and it is concluded that the National Bank has successfully responded to all challenges from the international environment. In the end, a turn in monetary policy after 2022 in the direction of increased restivity was discussed, as well as the latest measures aimed at preserving the stability of the financial system and encouraging economic growth and development of the Republic of Serbia.

Keywords: *National Bank of Serbia, monetary policy, macroprudential framework, economic growth, Republic of Serbia*