

*Др Лјубица Николић,
доцент Правног факултета, Ниш*

Улога централне банке на финансијском тржишту

Уводне напомене

Према свим обележјима наша привреда се налази у почетној фази развоја финансијског тржишта и тренутно смо, у поређењу са другим земљама у транзицији, у закашњењу у погледу увођења тржишног начина привређивања, спровођења приватизације и прилива иностраног капитала. Напредне земље у транзицији преко финансијског тржишта спроводе процес приватизације и прикупљају капитал за потребе државе и привредних субјеката. Код нас уназад десет година, и поред истицања општег опредељења ка развоју свих сегмената финансијског тржишта, реалних подстицаја у том циљу није било.

Развој домаћег тржишта хартија од вредности реално се може очекивати уколико се наша регулатива и активности из ове области, учине компатибилним са светском регулативом, искуствима и праксом. Законска решења, као први предуслов неопходан за развој домаћег финансијског тржишта, треба ускладити са међународним стандардима и отклонити уочене недостатке. Напредне земље у транзицији попут Словеније, Чешке и Пољске, као и чланице ЕУ, ускладиле су своје законодавство са захтевима и правним стандардима ЕУ. Критеријуми у вези положаја и улоге централне банке утврђени су Повељом о оснивању ЕУ, Уговором о ЕУ, Статутом Европског система централних банака и Европске централне банке као и Копенхашким критеријумима ЕУ. У складу са овим документима Хрватска је у 2000. год. припремила Предлог Закона о Хрватској народној банци.

У земљама са развијеним финансијским тржиштима, операције централне банке на отвореном тржишту представљају кључни инструмент монетарног регу-

лисања. Овај инструмент се може користити у комбинацији са средствима директног монетарног регулисања (обавезном резервом, есконтном стопом, девизним трансакцијама и сл.). НБЈ је уназад неколико година само делимично користила ове могућности спровођења монетарне политике, интервенишући на тржишту новца и краткорочних хартија од вредности. У оквиру спровођења рестриктивне монетарне политике, она се на овом тржишту јавила са понудом краткорочних обвезница и благајничких записа. Разлоге за недовољну активност НБЈ на финансијском тржишту можемо тражити у постојању макроекономске нестабилности, праћене високом инфлацијом, нестабилним девизним курсом и дефицитом платног биланса; неразвијеном тржишту новца и тржишту капитала; недовољној утемељености законских и практичних домаћих решења из ове области у односу на међународна решења; а пре свега, у несамосталности НБЈ у вођењу монетарне политике и сервисирању буџетског дефицита.

Стандарди ЕУ у вези положаја и улоге централне банке

Чланство у ЕУ намеће обавезу заинтересованим земљама да законом регулишу положај, циљеве и послове централне банке у складу са потребама тржишне економије и демократског друштва. Постојеће разлике између садашњег Закона о НБЈ и правних стандарда ЕУ као и решења у документима о Европском систему централних банака (ЕССБ) и Европској централној банци (ЕЦБ), нису велике. Неусклађеност углавном постоји: 1) у вези *статусне независности централне банке и њеног односа са Савезном владом*, 2) *утврђивања основног циља централне банке* и 3) *финансијских односа између централне банке и државе, као и државних органа и других финансијских институција*.

1) Основна функција сваке централне банке односи се на утврђивање и спровођење монетарне и девизне политике. Монетарном политиком одређује се количина новца у промету, што се одражава на кретање и општи ниво цена у привреди. Тако је у кратком року, експанзивном монетарном политиком, могуће подстицање привредне активности, али у дужем року такви се позитивни краткорочни ефекти губе због пораста инфлације. Правилна монетарна политика треба тежити одржавању *стабилних цена*, односно ниске инфлације, што је предуслов за успешно функционисање сваке привреде. Стабилност цена је једно од основних начела ЕУ, утврђено ставом 3. члана 4. Уговора о ЕУ као и чланом 2. Статута Европског система централних банака и Европске централне банке. То начело прихватиле су чланице ЕМУ, као и већина држава чланица ЕУ које још нису приступиле монетарној унији. У пракси су познати примери злоупотребе монетарне политике ради остваривања политичких циљева, најчешће у виду експанзивне монетарне политике у време предизборне кампање. Зато већина законодавстава у свету полази од тога да монетарна политика усмерена ка остваривању и одржавању стабилности цена мора бити базирана на *независној централној банци*. Да би се избегла могућа злоупотреба монетарне политике, новим законом је неопходно

обезбедити независност НБЈ, јер је то основни предуслов за постизање и одржавање стабилности цена као и ликвидности банкарског система.

У складу са европским правним поретком, независност централне банке подразумева: функционалну, институционалну, кадровску и финансијску независност¹⁾. Постојећи Закон о НБЈ омогућава функционалну и институционалну, али не и финансијску и кадровску независност.

Функционална независност подразумева јасно дефинисан циљ централне банке као и самосталност у избору мера и инструмената за остваривање тог циља, као и искључиво право да утврђује и спроводи монетарну политику. У одредбама Уговора о ЕУ, Статута Европске централне банке и Копенхашким критеријумима ЕУ, прецизирано је да централне банке морају омогућавати развој финансијског тржишта и платног промета као и активности у вези контроле кредитних институција и стабилност финансијског система.

Институционална независност централне банке подразумева да се одлуке централне банке доносе потпуно независно од сугестија, утицаја или помоћи других институција. Нико изван централне банке не може да преправља одлуке органа централне банке, нити може да утиче на доношење њених одлука.

Кадровска независност односи се на заштиту одговорних лица централне банке од различитих облика притисака. Постојећи Закон о НБЈ не забрањује, а у пракси се и догађало, смену појединих чланова Савета НБЈ, без посебно наведеног разлога и образложења. Посебан пропуст постојећег Закона је непостојање норми које одређују ко именује и разрешава гувернера НБЈ. Без нормативног обезбеђења кадровске независности не можемо се ослободити политичких утицаја на одговорна лица појединачно као и на укупну политику НБЈ. Политички утицај и недостатак кадровске независности огледа се и у чињеници да ни један гувернер НБЈ у новије време није дочекао крај свог мандата. Према члану 14. Статута Европског система централних банака и Европске централне банке кадровска независност подразумева, временско трајање мандата руководства централне банке, које мора бити дужи од трајања сазива скупштине као и јасно прецизирани разлози за могуће разрешење, право на правну заштиту у случају разрешења и заштита од сукоба интереса.

Финансијска независност је наставак функционалне независности и произилази из надлежности НБЈ да самостално утврђује и спроводи монетарну и девизну политику. Централна банка има обавезу и одговорност да са најмањим трошковима оствари основне циљеве монетарне политике. Вишак прихода над расходима НБЈ уплаћивао би се у буџет СРЈ, као изванредни приход, за разлику од досадашње праксе, према којој се у државном буџету унапред предвиђао одређени план-

1. Појам независности централне банке одређен је Уговором о ЕУ и Статутом Европског система централних банака и Европске централне банке, али је најпотпуније дефинисан захтевима Европског монетарног института, претходника Европске централне банке. У овим документима прецизирани су услови који су неопходни да би централна банка била независна институција.

ски износ средстава из НБЈ. Савезној скупштини били би предочени финансијски акти са извештајем независног ревизора, али их Савезна скупштина не би више потврђивала.

2) *Циљеви централне банке* морају бити јасно дефинисани, како би се јасно одредила област њеног деловања и избегло наступање изван њених оквира. Главни циљеви централне банке су остваривање и одржавање стабилности цена као и одржавање ликвидности и солвентности стабилног и тржишно оријентисаног банкарског система. Овакво правно дефинисање циљева имају готово све централне банке земаља чланица ЕУ. У будућем закону о НБЈ постојећи циљ "стабилност валута" треба прецизирати као "стабилност цена", што је више у складу са захтевима ЕУ. То не представља суштинску разлику у односу на постојеће решење већ само прецизније термилошко одређење циља. Други циљ савремених централних банака "одржавање ликвидности банкарског система", подразумева да централна банка не може спашавати предузетнике од њихових пословних промашаја, већ треба омогућити да њихови депозити код банака буду ликвидни и сигурни. У том циљу, централна банка врши надзор и контролу банака. Поред наведена два главна циља, савремене централне банке подржавају остваривање и других циљева економске политике, али те активности не смеју да угрозе стабилност цена и банкарског система. Законом се прецизирају задаци и послови централне банке који су усмерени ка постизању главних циљева монетарне политике, што је углавном учињено и постојећим Законом о НБЈ. Савременим законима се утврђују и основни инструменти монетарне и девизне политике, али уз могућност да централна банка може користити и друге инструменте, који нису посебно наведени у закону, ако то намеће остварење њених основних циљева.

3) *Централна банка и њен однос са државом*. Законодавства која су прилагођена принципима ЕУ, однос између централне банке и владе регулишу као партнерски однос. Централна банка је обавезна да подстиче остваривање економских циљева владе, ако они не угрожавају основне циљеве централне банке. С друге стране, надлежни ресори владе саветују се са централном банком и обавештавају је о свом задуживању као и о мерама и законима који су уско везани за делокруг централне банке. Централна банка управља девизним резервама државе, води рачуне државе и обавља платни промет по тим рачунима, емитује хартије од вредности у име и за рачун државе, што је прецизирано Уговором о ЕУ као и постојећим Законом о НБЈ. Оно што треба кориговати у позитивном законодавству односи се на забрану било каквог директног облика финансирања државе. То проиилази из обавезе раздвајања монетарне политике од фискалне политике. Према садашњем Закону, НБЈ може одобравати краткорочне кредите СРЈ и републикама чланицама, ради премошћавања временске неусклађености између притицања прихода и извршавања расхода буџета, највише у износу 10% планираног годишњег прихода буџета, са обавезом враћања до краја буџетске године, уз могућност да каматна стопа може бити нижа од есконтне стопе. Забрана оваквог финансирања треба да омогући усклађивање са прописима ЕМУ (члан 101. Повеље о

оснивању ЕУ). Овим решењем спречавају се инфлаторни утицаји оваког финансирања, који су у супротности са основним циљем централне банке. Тиме се држава усмерава ка тржишту новца и капитала, чиме се подстиче развој финансијског тржишта, а централној банци омогућава боље вођење монетарне политике.

Улога и значај централне банке на финансијском тржишту

Основна функција сваке централне банке односи се на утврђивање и спровођење монетарне и девизне политике у циљу стабилности цена и банкарског система. Активности готово свих централних банака су: емисија новца, регулисање кредитног потенцијала банака, улога банке државе, контрола банкарског пословања, регулисање и контрола платног промета, управљање девизним резервама и спољним дугом земље, управљање девизним курсом и сл.

У оквиру спровођења монетарне политике централна банка може користити различите инструменте: операције на отвореном тржишту (куповина и продаја хартија од вредности), есконтна стопа централне банке, рефинансирање, стопа обавезне резерве, кредитни послови централне банке, ограничавање пласмана банака, интервенција централне банке на девизном тржишту и сл.

Директни инструменти монетарног регулисања омогућавају да централна банка непосредно оствари жељени циљ, као што се то рецимо постиже регулисањем каматних стопа или лимитирањем кредитних пласмана банака. У земљама тржишне економије више су заступљени индиректни инструменти монетарног регулисања којима се утиче на понуду и тражњу за новчаним средствима путем операција на финансијском тржишту. У спровођењу монетарне политике НБЈ се до сада углавном ослањала на: обавезну резерву, есконтну стопу и кредитне послове.

Операције централне банке на отвореном тржишту представљају најчешће коришћени инструмент спровођења монетарне политике у развијеним привредама. У том циљу, централна банка тргује краткорочним и дугорочним хартијама од вредности. Одређене монетарне ефекте централна банка може да оствари пословањем различитим хартијама од вредности: обвезницама централне банке, државним обвезницама, благајничким записима централне банке, државним записима, комерцијалним записима, благајничким записима банака, меницама, сертификатима о депозиту и др. Централна банка може истовремено интервенисати и на тржишту новца и на тржишту капитала. Класичним директним инструментима монетарног регулисања прибегава се у случају крупнијих макроекономских поремећаја и то у комбинацији са применом савремених индиректних метода интервенције.

Рестриктивну монетарну политику централна банка спроводи продајом хартија од вредности, чиме се део новца повлачи из оптицаја, док куповином хартија од вредности убацује одређену количину новца у оптицај. Продајом и куповином краткорочних хартија од вредности централна банка контролише новчану масу у краћем временском периоду. Продајом дугорочних хартија од вредности она на дужи рок смањује количину новца у оптицају и тиме утиче на раст каматних стопа.

Куповином дугорочних хартија од вредности, централна банка остварује монетарну експанзију и утиче на пад каматних стопа. Овакав начин контроле новца и каматних стопа претпоставља постојање развијеног тржишта хартија од вредности, са понудом различитих финансијских инструмената, посебно државних и централне банке, као и одсуство административне контроле каматних стопа.

Интервенције централне банке на *девизном тржишту* имају углавном краткорочне ефекте. Оне могу у краћем периоду утицати на стабилност девизног курса док је дугорочна стабилизација условљена и другим мерама економске политике. У циљу очувања курса националне валуте, централна банка интервенише на девизном тржишту ради усклађивања понуде и тражње. Управљајући девизним резервама она обавља и послове њиховог пласмана на међународном финансијском тржишту.

У Европској унији централне банке држава чланица ЕУ и *Евројска централна банка* (ЕЦБ) чине Европски систем централних банака (ЕССБ). Европска централна банка, у оквиру Европске монетарне уније, монетарну политику и политику каматних стопа спроводиће првенствено путем операција на отвореном тржишту. То је још једна потврда значаја и предности инструмената и институција финансијских тржишта. Са друге стране, и централне банке земаља чланица Европске уније усклађују своју монетарну политику са политиком Европске централне банке и то, пре свега, интервенцијама на финансијском тржишту. Као један од услова опстанка јединствене еуро валуте и развоја Европске монетарне уније намеће се неопходност развоја европских финансијских тржишта, која ће бити и основни показатељ успешности монетарне политике Европске централне банке. Само јака финансијска тржишта могу да омогуће јачање еура у односу на долар.

Улога НБЈ на финансијском тржишту

Према Закону, НБЈ је самостална и јединствена емисиона установа монетарног система СРЈ, одговорна за монетарну политику, стабилност валуте и финансијску дисциплину и за обављање других послова одређених савезним законом²). Ради обезбеђивања стабилности валуте она регулише количину новца и начин одржавања ликвидности у земљи и према иностранству, контролише платни промет и врши контролу пословања банака и других финансијских организација. Она има право да предлаже законе и друге прописе из области монетарног, кредитног и девизног система. Утврђујући и спровodeћи монетарну политику НБЈ детерминише и кључне елементе за рад финансијског тржишта. Својом позицијом и интервенцијама она може да подстиче или ограничава развој финансијског тржишта.

2. Члан 1. Закона о НБЈ, "Службени лист СРЈ" бр. 32/93, 41/94, 61/95, 29/97, 44/99 и 73/2000.

Ради регулисања количине новца НБЈ може да: 1) спроводи операције на отвореном тржишту; 2) врши реесконт домаћих, односно иностраних преносивих краткорочних хартија од вредности у оквиру реесконтних контингената; 3) рефинансира кредите на основу одређених краткорочних хартија од вредности у оквиру контингената за рефинансирање и реломбардних контингената; 4) издаје и повлачи благајничке записе НБЈ; 5) купује и продаје инострана средства плаћања, укључујући менице, чекове, хартије од вредности и потраживања, као и злато и друге племените метале; 6) утврђује обавезну резерву банака код НБЈ; 7) утврђује општу есконтну стопу и друге каматне стопе НБЈ. Изузетно, ако се циљеви монетарне политике не могу остварити претходним мерама и инструментима, НБЈ може утврђивати и друге основе за давање краткорочних кредита у оквиру политике рефинансирања³⁾. Постављене задатке НБЈ је у претходном периоду реализовала углавном применом директних инструмената монетарног регулисања.

Понуду и тражњу новца НБЈ може регулисати интервенцијама на тржишту новца куповином и продајом благајничких записа НБЈ, меница, куповином и продајом државних краткорочних хартија од вредности као и оних које су издала јавна предузећа а за које гарантује држава⁴⁾. Она може куповати од банака и продавати банкама менице, комерцијалне записе и благајничке записе банака и НБЈ⁵⁾. НБЈ може у име и за рачун СРЈ емитовати краткорочне и дугорочне хартије од вредности у земљи и иностранству⁶⁾.

И поред законских могућности да послове креирања новца обавља путем операција на отвореном тржишту, НБЈ је највећи део примарне емисије усмеравала путем кредита. Одобравањем кредита банкама, ствара се могућност за даље креирање новца путем кредитне мултипликације. Као меру ограничења за високу кредитну мултипликацију НБЈ је користила стопу обавезне резерве. Само симболични део емисије примарног новца НБЈ је вршила куповином обвезница и других хартија од вредности, што је супротно пракси савремених централних банака које углавном путем операција на отвореном тржишту пласирају примарни новац и контролишу количину новца у оптицају. Општа је оцена да, држава и НБЈ нису довољно користиле институције и инструменте финансијског тржишта у спровођењу економске и монетарне политике.

Део актуелних домаћих проблема може се приписати и неадекватној политици НБЈ која је проблеме у потрошњи решавала емисијом новца. У протеклих неколико година НБЈ је одобравала кредите за покриће дефицита буџета, за наменска кредитирања у привреди, као и за премошћавање краткорочне неликвидности банака. У њеној политици превладавали су политички и социјални а по најмање економски критеријуми пласмана новца. Оваква неадекватна решења објашњавамо, пре свега, притисцима на ову установу да очува социјални мир и реши фи-

3. Члан 25. Закона о НБЈ.

4. Члан 26. Закона о НБЈ.

5. Члан 27. Закона о НБЈ.

6. Члан 35. Закона о НБЈ.

нансијке проблеме државе. И поред тога што постоји релативно добра регулатива о положају НБЈ, њена самосталност је у претходном периоду била ограничена.

Код нас постоје сва три сегмента финансијског тржишта али практично функционише само тржиште новца, мада, ни оно није у задовољавајућој мери развијено и не остварује своју праву функцију. За тржиште капитала се може рећи да је неразвијено. Један део тржишта девиза, трговина банака уз интервенцију централне банке, има значајну улогу у банкарском систему, али је још увек недовољно развијена слободна трговина девизама између свих привредних субјеката и банака непосредно.

Домаће *биржиште новца* није организовано на јединствен начин. Жиралним новцем и краткорочним хартијама од вредности послују берзански посредници на Берзи и ван Берзе. Овим финансијским инструментима могу трговати и банке међусобно као посредници. Тиме се практично трговина новцем и краткорочним хартијама од вредности обавља на више различитих тржишта. На тај начин су доведене у питање основне функције тржишта новца а то су: располагање подацима о укупној понуди и тражњи за новчаним средствима, укупној задужености учесника и закљученим пословима, што скупа омогућава формирање јединствене каматне стопе. На овом тржишту се сукобљавају надлежности НБЈ и Савезне комисије за хартије од вредности и финансијско тржиште (у даљем тексту Савезна комисија) у вези регулације и контроле тржишта новца. Зато је НБЈ избегавала да интервенише на овом тржишту, што се одразило и на ефикасност пословања на њему⁷⁾. НБЈ би требала да буде главни регулатор и контролор новчаног тржишта, јер је овај сегмент финансијског тржишта за њу од виталног значаја. До сада, међутим, она није показала довољан интерес за развој тржишта новца нити се активније укључила у пословање хартијама од вредности.

Дозволу за рад финансијске берзе на којој се тргује жиралним новцем, меницом, чеком, девизама, краткорочним хартијама од вредности, златом и другим племенитим металима издаје НБЈ⁸⁾. Она, такође, даје сагласност банкама, Поштанској штедионици и осигуравајућим друштвима да се могу бавити трговином на финансијској берзи⁹⁾. У надлежности је Савезне комисије да даје одобрења за емисију и контролише пословање акцијама, дугорочним хартијама од вредности и финансијским дериватима¹⁰⁾. Док је НБЈ овлашћена да утврђује ближе услове и даје дозволу за обављање брокерско-дилерских послова на финансијском тржишту,

7. Видети: Никола Аранђеловић, *Положај берзанских посредника у новим условима*, Зборник радова са ВИИ Милочерског саветовања, 1999., стр. 79-85.

8. Члан 18. Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима "Службени лист СРЈ" бр. 90/94.

9. Члан 3. Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима.

10. Закон о хартијама од вредности "Службени лист СРЈ" бр. 26/95, Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, Уредба о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште "Службени лист СРЈ" бр. 36/95, 9/99, 67/2000, Правилник о обезбеђивању услова за функционисање финансијског тржишта "Службени лист СРЈ" бр. 2/96, 8/98 и 63/98.

банкама и другим финансијским организацијама¹¹⁾. У складу са овим решењима, НБЈ је до сада давала дозволу банкама за обављање брокерско-дилерских послова само са краткорочним хартијама од вредности, чиме је ускратила законско право банака да на финансијском тржишту могу трговати и дугорочним финансијским инструментима. Уместо тога, банке су незаконито упућиване на Савезну комисију за одобравање трговине дугорочним хартијама од вредности. Тиме је НБЈ неовлашћено преносила своју законску обавезу на Савезну комисију¹²⁾.

Домаће девизно тржиште је неразвијено, што се објашњава недостатком тржишног материјала. Јединствено девизно тржиште Југославије састоји се из: 1) купопродаје девиза између овлашћених банака и других домаћих лица, 2) између овлашћених банака непосредно и 3) Међубанкарског тржишта девиза на коме учествује и НБЈ. Према Закону о девизном пословању, на Међубанкарском тржишту девиза НБЈ: одређује врсту девиза које могу бити предмет купопродаје, може привремено ограничити или забранити куповину или продају одређених девиза, она купује или продаје девизе ради одржавања ликвидности у плаћањима према иностранству, када утиче на девизни курс и када обезбеђује девизне резерве земље. Међубанкарско тржиште девиза ради у оквиру Удружења банака Југославије. На њему се сусрећу понуда и тражња банака за девизама а НБЈ регулише понуду и тражњу у складу са циљевима монетарне политике. На овом Тржишту се обављају послови куповине девиза банака од НБЈ, као и међусобне купопродаје девиза између банака.

Хартије од вредности НБЈ на финансијском тржишту

НБЈ на финансијском тржишту може трговати следећим хартијама од вредности: 1) обвезницама НБЈ, 2) државним краткорочним хартијама од вредности, 3) краткорочним хартијама од вредности јавних предузећа за које гарантује држава, 4) меницама правних лица по основу дужничко-поверилачких односа заснованих на промету роба и услуга са роком доспећа до 90 дана, са авалом првокласне банке, 5) благајничким записима НБЈ и благајничким записима банака, 6) у оквиру ресконтних контингената, НБЈ може куповати од банака и продавати банкама и комерцијалне записе са роком доспећа од 90 дана, уз гаранцију бар две банке¹³⁾. НБЈ се појавила на финансијском тржишту са благајничким записима и краткорочним обвезницама и продавала их на Београдској и Монтенегро берзи у оквиру спровођења рестриктивне монетарне политике. Истовремено се јавила као купац комерцијалних записа и других хартија од вредности, али у малим количинама.

11. Члан 86. Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима.

12. Видети: Стојан Дабић, *Финансијско тржиште – могућности и ограничења*, Зборник радова са VII Милочерског саветовања, 1999., стр. 39-48.

13. Одлука о условима под којима НБЈ учествује на финансијском тржишту, "Службени лист СРЈ" бр. 8/96.

Обвезнице НБЈ продаване су на организованој аукционој продаји, сучељавањем налога понуде НБЈ и налога тражње које су исказивали овлашћени берзански посредници. Метода продаје је хартија по хартија по унапред утврђеној цени, а каматна стопа тражње се формирала на бази пондерисаног просека налога клијената брокерских кућа. Емитоване су са роковима доспећа од 15, 30, 60 и 90 дана од дана продаје и гласиле су на доносиоца. Све трансакције су обављене на берзама, које су водиле евиденцију и издавале потврде о купљеним обвезницама јер оне нису штампане¹⁴). Обвезнице НБЈ могу куповати банке, друге финансијске организације и друга правна лица. Физичка лица их могу куповати од банака и Поштанске штедионице. Прве серије обвезница НБЈ појавиле су се на аукцијској продаји на Београдској берзи новембра 1995. године. Њихово учешће у берзанском промету у појединим периодима било је високо. Рецимо, у јануару 1996. год. комплетно попуњене серије обвезница НБЈ су продате, њихово учешће у укупном промету на Берзи износило је чак 75%. Обвезницама НБЈ није се трговало на Београдској берзи у 2000. год., последње трансакције њима закључене су 19. марта 1999. год.

Благајничке записе НБЈ могле су уписивати банке и друге финансијске организације и нису се могле продавати другим банкама. Њихови рокови доспећа су били до 60 дана, а могли су се наплатити од НБЈ и пре рока доспећа за покриће минусног стања на жиро рачуну¹⁵). Благајнички запис који емитује НБЈ је инструмент регулисања количине новца у оптицају. У 2000. год. на Београдској берзи у структури вредности промета доминирали су комерцијални записи са 78%, благајнички записи банака са 8%, обвезнице СРЈ са 7%, акције са 3%, док су благајнички записи НБЈ били заступљени са свега 2% у укупној вредности промета, а обвезнице предузећа и жирални новац са по 1%. Благајнички записи НБЈ из прошле године емитовани су са роком доспећа од 30 и 60 дана са просечном каматном стопом на месечном нивоу од 3,63%. Од укупне емисије продато је 43,93 %. У прошлој години није било промета обвезница банака и сертификата о депозиту.

Каматне стопе које се формирају продајом хартија од вредности на новчаном тржишту, утичу преко просечних пондерисаних стопа, на формирање есконтне стопе НБЈ. Поред тих параметара који се остварују на финансијском тржишту, при формирању висине есконтне стопе узимају се као релевантни показатељи и остварена монетарна кретања, као и задаци монетарне политике¹⁶).

Активност НБЈ на нашем берзанском тржишту може се оценити као скромна у односу на активност централних банака на развијеним финансијским тржиштима. Убудуће би НБЈ требала активније да учествује на тржишту хартија од вредности, да подстиче развој укупној финансијског тржишта посебно дугорочног, уводи нове хартије од вредности, утиче на повећање броја берзанских посредника,

14. Одлука о емитовању обвезница Народне банке Југославије и Одлука о каматним стопама Народне банке Југославије, Службени лист СРЈ, бр. 55, 1995. година.

15. Одлука о издавању благајничких записа НБЈ, "Службени лист СРЈ" бр. 55/95.

16. Одлука о емитовању обвезница НБЈ и Одлука о каматним стопама НБЈ, "Службени лист СРЈ", бр. 55/95.

да посебним мерама онемогући спекулације и да на тај начин створи услове за развој берзанског пословања. Оно што је обележило монетарну политику у претходном периоду је висок износ финансијских средстава који су банке биле обавезне да издвоје на име обавезних резерви и уписа благајничких записа НБЈ, значајан износ пласмана банака усмераван је одлукама НБЈ, често заостајање есконтне стопе НБЈ за растом цена, операције НБЈ на отвореном тржишту хартија од вредности имале су малу улогу у регулисању ликвидности банака и спровођењу монетарне политике.

Промене у циљу активнијег учешћа НБЈ на финансијском тржишту

Основу функционисања финансијског тржишта чини законска регулатива, због чега се као неопходност намеће потреба за *модернизацијом домаће законодавства* из области пословања хартијама од вредности, како би се домаће финансијско тржиште организовало према међународним стандардима и стандардима ЕУ. Уз то је неопходно обезбедити поштовање закона, с обзиром да се често чују коментари да се закони који регулишу пословање на финансијском тржишту не примењују или погрешно примењују. Уколико не постоји спремност да се правна регулатива поштује од стране учесника на финансијском тржишту и пратећих институција и најбољи закони не могу стимулисати развој овог тржишта.

Нови Закон о НБЈ треба базирати на савременој пракси и правним решењима, захтевима које ЕУ поставља својим будућим члановима и сопственим искуствима. Новим законским решењима треба обезбедити независност НБЈ, јасно дефинисати њене циљеве и њен однос са државом. Инострана искуства показују да су независне централне банке ефикасније у остваривању монетарне стабилности. Ефикасност рада централне банке условљена је: законским и статутарним решењима, начином организације рада, начином управљања, овлашћењима и одговорностима гувернера и других овлашћених лица. Постојећи Закон о НБЈ на релативно задовољавајући начин регулише положај, надлежности и одговорности домаће централне банке у утврђивању и вођењу монетарне политике. Но у пракси њена бројна овлашћења била су ограничена због чега НБЈ није имала потпуну самосталност у вођењу монетарне политике. У наредном периоду ваља јој обезбедити већи степен самосталности у раду. Ову институцију треба ослободити нереалних финансијских захтева и прекинути праксу финансирања буџетског дефицита емисијом новца. Она сама би требала да напусти праксу директног финансирања крајњих корисника, укључујући и државу. Многе државе су задужене код својих централних банака али путем операција на отвореном тржишту, а не директно из примарне емисије. Будући привредни опоравак у великој мери је условљен стварањем савременог модела централне банке.

Решити *сукоб надлежности* између Савезне комисије и НБЈ у вези контроле пословања хартијама од вредности. Делимично је то учињено Уредбом Савезне владе од 1. децембра 2000. године¹⁷⁾. Новим законима треба регулисати положај

Савезне комисије у складу са савременом праксом. Регулација и контрола пословања тржишта новца мора бити у искључивој надлежности НБЈ. У постојећој регулативи, емисија и промет краткорочних и дугорочних хартија од вредности регулисани су једним Законом. Предлог Закона о тржишту новца и краткорочних хартија од вредности нуди одвајање регулације емисије и трговине краткорочних хартија од вредности у посебан закон. Овај Предлог омогућава разграничење надлежности НБЈ и Савезне комисије у вези емисије и промета краткорочних хартија од вредности. Предлогом овог Закона уређује се: промет новца; емисија и промет краткорочних хартија од вредности; права, обавезе и одговорност учесника у промету новца и краткорочних хартија од вредности; и овлашћења НБЈ у вршењу надзора и контроле овлашћених учесника.

Остварити *активну улогу НБЈ и државе* на финансијском тржишту. Држава и НБЈ у вођењу економске и монетарне политике треба да користе предности интервенције на финансијском тржишту. То подразумева да НБЈ монетарну политику једним делом води путем операција на отвореном тржишту. Операцијама *на отвореном тржишту* и другим инструментима монетарне регулације она треба да регулише понуду и тражњу на тржишту новца и одржава адекватну ликвидност банкарског система у циљу стабилности цена. Активнијим укључивањем НБЈ на финансијском тржишту омогућило би се: остваривање монетарне стабилности у краћем и дугом року, применом савремених индиректних метода монетарног регулисања који обезбеђују брзо и ефикасно прилагођавање монетарним потребама, стимулисање штедње и инвестиција, привлачење страног капитала, јачање тржишног начина привређивања. Временом треба тежити да операције НБЈ на отвореном тржишту постану кључни инструмент монетарног регулисања јер он подстиче банкарске институције и друге субјекте на рационално економско понашање. Држава своја недостајућа средства за финансирање буџетских расхода треба да обезбеђује задуживањем на финансијском тржишту, путем емисије хартија од вредности уместо из примарне емисије новца.

Изградити *јединствен информациони систем* који би повезивао НБЈ, Савезну комисију и берзе, чиме би се добили подаци о укупном промету хартијама од

17. Уредба о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште "*Службени лист СРЈ*" бр. 67/2000. Овом Уредбом утврђен је положај и делокруг рада Савезне комисије као националног регулаторног и надзорног органа на југословенском тржишту хартија од вредности. Комисија обавља послове који се односе на: обезбеђење квалитета хартија од вредности које се емитују у серији; обезбеђење финансијске дисциплине у трговини хартијама од вредности; контролу правних лица која послују са хартијама од вредности; издавање дозволе за рад и контролу рада финансијске берзе на којој се тргује капиталом, акцијама, дугорочним хартијама од вредности и финансијским дериватима; издавање дозволе за рад и контролу рада берзанских посредника; утврђивање програма за полагање стручног испита за стицање звања брокера; учествовање у раду међународних организација из области емисије и трговине хартијама од вредности; као и друге послове одређене савезним законом. Овим се укидају раније одредбе Уредбе о Савезној комисији за хартије од вредности и финансијско тржиште ("*Службени лист СРЈ*" бр. 36/95 и 9/99) које се односе на њен делокруг.

вредности на домаћем тржишту и обезбедила контрола трговања. Утврдити принципе информисања јавности, односно јавног објављивања података о обиму и условима емисије, примарној продаји као и цени хартија у секундарној продаји.

Законским и другим мерама стимулирати развој свих сегмената финансијског тржишта у циљу повећања броја учесника и квалитетног тржишног материјала. Неопходно је у дужем периоду отклонити узроке неликвидности банака и предузећа, ревитализацијом банкарског система, приватизацијом, стимулирати раст производње и извоза и поштовање финансијске дисциплине.