



ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ
Часопис из области економије, менаџмента и
информатике „БизИнфо“
Број 3/2011, стр. 25-34
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ – ЗВАНИЧНА МОНЕТАРНА СТРАТЕГИЈА НБС

INFLATION TARGETING – OFFICIAL NBS MONETARY STRATEGY

Ивана Хафнер
Piraeus Bank Beograd
Ненад П. Хафнер
ЈП „Нишстан“ Ниш

Резиме: У овом раду су представљени услови и циљеви увођења циљања инфлације као савремене стратегије монетарне политике. Многе централне банке у свету су усвојиле ову стратегију и оствариле позитивне резултате у погледу обуздавања инфлаторних тенденција. Тако је и Народна банка Србије усвојила ову стратегију иако није испунила све предуслове за њено увођење. Приказан је микс инструмената монетарне политике који НБС користи приликом вођења стратегије циљања инфлације, као и остварени резултати од почетка њене примене.

Кључне речи: циљање инфлације, централна банка, монетарна политика, инструменти монетарне политике

Abstract: This paper presents the conditions and objectives of the introduction of inflation targeting as a new monetary policy strategy. Many central banks in the world have adopted this strategy and achieved positive results in terms of curbing inflationary tendencies. So the National Bank of Serbia has adopted this strategy, although not fulfilled all the preconditions for its introduction. It shows the mix of monetary policy instruments used in the NBS management strategy of inflation targeting, as well as the results achieved since the beginning of its application.

Key words: *inflation targeting, central bank, monetary policy, monetary policy instruments*

1. УВОД

Многе земље у транзицији, које су користиле политику примене девизног курса у спровођењу монетарне политике, сагледавањем односа трошкова и користи такве одлуке, извршиле су промену своје стратегије којом су остваривале ценовну стабилност, јер је после одређеног времена девизни курс престао да буде ефикасно номинално сидро, с обзиром да инфлација поново почиње да расте. Ипак, нису све земље подједнако реаговале на ову појаву. Неке од њих су своју монетарну политику везале за евризацију, односно везивање националне валуте за евро. То је вођење монетарне политике линијом мањег отпора, с обзиром да претпоставља да је она зависна од монетарне политике земаља у евро зони. Друга, бројнија, група земаља је напустила политику таргетирања девизног курса, уводећи флукутирајући девизни курс и усвајајући таргетирање инфлације као своју монетарну стратегију.

Монетарне власти у Србији су сматрале да први начин промене монетарне политике није добро решење јер фиксни девизни курс на дуги рок не би обезбедио ефикасну контролу инфлације. Из тог разлога, монетарне власти су се определиле за стратегију таргетирања инфлације, с обзиром да је главни циљ монетарне политике био обезбеђивање стабилности цена и ниске стопе инфлације. У складу са овом стратегијом, НБС је донела одлуку о одређивању курса динара на основу понуде и тражње на тржишту, почела је да се повлачи са девизног тржишта и да не врши велике и честе интервенције, да не би утицала на правац кретања девизног курса.

2. ПРЕДУСЛОВИ НЕОПХОДНИ ЗА ПРИМЕНУ ТАРГЕТИРАЊА ИНФЛАЦИЈЕ У СРБИЈИ

Одлука о увођењу стратегије таргетирања инфлације донета је средином 2006. године. Најава да ће стратегија таргетирања инфлације бити уведена у монетарни систем Србије, након велике популарности ове стратегије у бројним земљама и добрих резултата које је тамо остварила, наметнула је бројне дилеме, пре

свега да ли је ово одговарајући избор и да ли је ова стратегија уведена у монетарни систем Србије преурањено. Поред тога, постојали су бројни проблеми који су на почетку компликовали имплементацију ове стратегије у Србији. Један од тих проблема је био и веома кратак период увођења ове стратегије. Даље, широко распрострањена неформална еуризација је доводила у питање ефекте деловања инструмената монетарне политике. Проблем је представљало и недовољно развијено тржиште новца и тржиште капитала, што додатно редукује ефикасност инструмената монетарне политике. У тренутку кад је донета одлука о увођењу стратегије таргетирања инфлације, НБС се определила за двонедељну репо стопу као главни инструмент монетарне политике, па се постављало питање да ли је она довољно јак инструмент монетарне политике да утиче на инфлаторна очекивања.

У теорији се наглашава пет главних елемената за успешну имплементацију стратегије циљања инфлације:¹ јавно објављивање средњорочних нумеричких циљева инфлације; институционална посвећеност ценовној стабилности као примарном циљу монетарне политике, према коме су подређени сви остали циљеви; стратегија укључивања информације о многим варијаблама, не само монетарних агрегата или курса, које се користе за постављање инструмената монетарне политике; повећана транспарентност монетарне политике кроз комуникацију са јавношћу и тржиштем о плановима, циљевима и одлукама монетарне власти; и, повећана одговорност централне банке за постизање задатих циљева инфлације. Осим тога, Србија је још увек у процесу транзиције, што чини проблем сложенијим, с обзиром да се у примени ове стратегије монетарне политике захтева и снажна фискална политика, добро постављен трансмисиони механизам између инструмената монетарне политике и стопе инфлације и развијено финансијско тржиште².

Додуше, неки економисти наглашавају и поједине недостатке ове монетарне стратегије. Ове критике на рачун таргетирања

¹ Mishkin, F., *"Inflation targeting"*, Graduate School of Business, Columbia University, 2001., page 1

² Jonas, J., Mishkin, F., *"Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects"*, National Bureau of Wconomic Research, Cambridge, 2003, page 5

инфлације као стратегије монетарне политике углавном се базирају на четири недостатка³: кашњење у сигнализирању (монетарне власти не могу лако да контролишу инфлацију, за разлику од девизног курса и монетарних агрегата); превелика ригидност (ограничава дискрецију централне банке у решавању непредвиђених ситуација); могуће повећање флукуација у производњи (усредсређивање само на инфлацију може условити превише строгу монетарну политику када је инфлација изнад таргетиране, па тиме изазвати веће флукуације у производњи); и, слаб привредни раст (она условљава слаб раст производње и стопе запослености).

Основни мотиви, односно циљеви, које је требало остварити увођењем ове стратегије монетарног регулисања су:

- стварање окружења које карактерише ниска и стабилна стопа инфлације;
- повећање поверења у домаћу валуту што би довело до њене веће употребе;
- повећање флексибилности и прилагодљивости на унутрашње и спољашње шокове.

Остварење ових циљева утиче на стварање окружења где би инфлација била задржана на очекиваном нивоу, што доводи до очувања реалне вредности прихода и имовине и повећања атрактивности штедње у домаћој валути. Стабилност цена захтева од монетарне политике активно реаговање на шокове на тржишту, док флукуирајући курс појачава прилагодљивост и ублажава ефекте шокова.

У спровођењу изабране стратегије таргетирања инфлације, НБС се обавезала на поштовање одређених принципа новог оквира монетарне политике. У Меморандуму НБС о принципима новог оквира монетарне политике наглашени су следећи основни принципи:

- утврђивање циљева у погледу стопе инфлације; Монетарни одбор је утврђивао циљани распон укупне инфлације (са централном вредношћу), која је мерена променом индекса потрошачких цена на годишњем нивоу, али је овај принцип

³ Mishkin, F., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата статус, Београд, 2006., стр. 506

промењен током 2010. године, када је одлучено да се висина инфлације утврђује као јединствена вредност са дозвољеним одступањем;

- остварење циљева инфлације; НБС је дефинисала корекцијом главне референтне каматне стопе, које је заснована на оцени тренутне економске ситуације, оцени кретања инфлације и њиховим пројекцијама;

- извештавање о остварењу циљева у погледу инфлације⁴; Потреба за транспарентним вођењем стратегије таргетирања инфлације кроз периодично објављивање Извештаја о инфлацији означена је као један од основних услова њеног успешног спровођења.

3. МИКС ИНСТРУМЕНАТА МОНЕТАРНОГ РЕГУЛИСАЊА НБС

Циљеви монетарне политике остварују се коришћењем једног или микса више инструмената монетарне политике. НБС своје циљеве остварује инструментима монетарне политике на такав начин који не доводи до непредвидивих промена на тржишту, како би се очувала стабилност у пословању.

Основни инструменти монетарне политике НБС су:

1. операције на отвореном тржишту,
2. кредитне и депозитне олакшице (сталне олакшице),
3. обавезна резерва.

Операције на отвореном тржишту представљају тржишни инструмент монетарне политике, који се заснива на трансакцијама куповине и продаје хартија од вредности од стране централне банке. Овим трансакцијама утиче се на ликвидност банкарског система, али и на висину краткорочних каматних стопа, тако да се оне формирају на нивоу који доприноси одржавању базне инфлације у пројектованом оквиру. Политику отвореног тржишта НБС реализује путем трајних и репо трансакција благајничким записима НБС и дугорочним

⁴ Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике – на путу ка остварењу циљева ниске инфлације, Народна банка Србије, 2006. година

обвезницама које је Република Србија емитовала ради измиривања обавеза према НБС.

Трајне трансакције подразумевају куповину и продају хартија од вредности без обавезе њихове поновне продаје, тј. куповине. НБС користи ове трансакције ради повлачења вишкова ликвидних средстава банака. Од краја 2006. године, НБС за обављање трајних трансакција поново користи благајничке записе различитих рокова доспећа. Треба напоменути, да НБС трајне трансакције користи искључиво као помоћни инструмент монетарне политике.

Репо трансакције подразумевају „куповину и продају хартија од вредности у којој су се уговорне стране споразумеле да на датум куповине продавац прода купцу хартије од вредности, који плаћа продавцу куповну цену за те хартије, уз истовремену обавезу купца да на уговорени датум реоткупа те исте хартије од вредности прода продавцу, који је у обавези да купцу плати уговорену реоткупну цену.“⁵ Од 01.09.2006. године, основни инструмент спровођења операција НБС на отвореном тржишту су двонедељне репо трансакције (2W репо) по референтној каматној стопи НБС. Каматна стопа на двонедељне репо операције је главни инструмент трансмисије монетарне политике и представља сигнал за тржиште у погледу монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу. Наиме, свака промена референтне каматне стопе се одражава на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, чије промене затим имају одраза и на кретање активних и пасивних каматних стопа банака. Одлуке о промени референтне стопе доносе се на седницама Монетарног одбора НБС, а њена тренутна висина је 12,5% (од 7. априла 2011.).

Кредитне и депозитне олакшице (сталне олакшице) обухватају коришћење колатерализованих кредита за одржавање ликвидности и депоновање вишкова ликвидних средстава банака код НБС. Ове операције иницирају комерцијалне банке. Према висини референтне каматне стопе, утврђује се коридор преконоћних сталних олакшица и тренутно се креће у распону:

⁵ www.nbs.rs

- каматна стопа на кредитне олакшице (преконоћни кредит за одржавање дневне ликвидности): $2W + 2,5\%$,
- каматна стопа на депозитне олакшице (преконоћна стопа на депонована средства банака код НБС): $2W - 2,5\%$.

Кредит за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог хартија од вредности, банке могу да користе као:

- дневни кредит за одржавање ликвидности (intraday credit) или као
- преконоћни кредит за одржавање ликвидности (overnight credit).

Обавезна резерва представља износ средстава које су банке у обавези да положи на посебан рачун код НБС. Променама стопе обавезне резерве утиче се на смањење или повећање кредитног потенцијала пословних банака. НБС обавезну резерву користи као помоћни инструмент у случају да су исцрпљени ефекти осталих инструмената монетарне политике. Основицу за обрачун обавезне резерве чине:

- „динарски депозити, кредити, хартије од вредности, као и друге динарске обавезе;
- девизни депозити, кредити, хартије од вредности, као и друге девизне обавезе.“⁶

Обавезна резерва се обрачунава по следећим стопама:

- динарски депозити
 - 5 % на динарске депозите са роком доспећа до две године
 - 0 % на динарске депозите са роком преко две године
- девизни депозити
 - 30 % на девизне депозите са роком доспећа до две године
 - 25 % на девизне депозите са роком доспећа преко две године

НБС плаћа пословним банкама, на издвојену обавезну резерву, каматну стопу у висини од 2,5% на годишњем нивоу.

⁶ Службени гласник РС, бр. 12/2010

Трансмисиони механизам монетарне политике је процес преко ког монетарна политика својим инструментима утиче на макроекономске величине, као што су агрегатна тражња, производња и цене. Овај утицај се усмерава преко одређених трансмисионих канала, који се разликују пре свега по брзини и интензитету трансмисије утицаја на реално тржиште. Ти канали су: канал каматне стопе, канал девизног курса, канал цена активе и кредитни канал. Идеја механизма монетарне трансмисије НБС је да референтна каматна стопа заједно са каматном стопом на евро утиче на номинални курс, који заједно са страном инфлацијом одређује увозну инфлацију, која на крају утиче на базну инфлацију.⁷ С обзиром да је српска економија мала и отворена, домаће цене су високо зависне од увозних и ефекат овог канала је видљив у кратком року. Још један битан елемент трансмисионог механизма су инфлаторна очекивања, која се формирају на бази остварења инфлације, али имају и повратни ефекат на инфлацију у наредном периоду.

4. ОСТВАРЕНИ РЕЗУЛТАТИ У ПРИМЕНИ СТРАТЕГИЈЕ ТАРГЕТИРАЊА ИНФЛАЦИЈЕ У СРБИЈИ

Досадашње искуство које НБС има у спровођењу новог оквира монетарне политике, показује да она може бити релативно задовољна оствареним резултатима. У почетном периоду спровођења овог режима, 2006. и 2007. године, циљ је остварен у потпуности, базна инфлација је оборена и у току целог периода одржавана на ниском нивоу. Ово је нарочито велики успех ако се има у виду висока базна инфлација у 2005. години, па је остварење циља на крају 2006. године имало велики значај за НБС, пре свега у повећању угледа те институције у јавности и смањењу инфлаторних очекивања.

Захваљујући рестриктивности монетарне политике, те дезинфлационим притисцима кумулиране реалне ап्रेसијације динара, који су били јачи него очекивани и надјачали инфлационе ефекте осталих фактора, уз одржавање високих нето девизних прилива из иностранства, остварена базна инфлација је била испод планираног опсега у прве две године примене ове

⁷ www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Vilaret-Pjescic-Djukic.pdf

стратегије, што се види из Табеле 1. Захваљујући томе, уследило је и ублажавање степена рестриктивности монетарне политике кроз смањење референтне каматне стопе. Међутим, пред крај 2007. године инфлација је убрзана, а разлози за то су енергетски шок у светским размерама, односно повећање цена сирове нафте, као и повећање цена пољопривредних производа. 2008. године главни узроци инфлације су управо они који су пренети из претходне године, односно нагли пораст цене нафте на светском тржишту, која је утростручена у периоду од почетка 2007. па до средине 2008. године, као и пораст цена пољопривредних производа. Поред тога, негативан утицај на инфлаторна очекивања извршио је и почетак велике светске економске кризе, која се и данас осећа и делује у светским размерама, као и унутрашњи фактори, пре свега политичка неизвесност и експанзивнија монетарна политика од очекиване.

Иако је 2009. као прва година потпуног таргетирања инфлације била у знаку кулминације светске економске кризе, инфлација се кретала у границама циљаног опсега. Кључни дефлаторни фактор је била ниска агрегатна тражња, потрошња домаћинства је била у паду целе године, захваљујући замрзавању плата које се исплаћују из државног буџета. Међутим, током 2010. године нешто експанзивнија монетарна политика, као и високи трошкови производње индустријско-прехранбених производа, због раста цена пољопривредних производа, ефеката депресијације динара и повећаних инфлационих очекивања, утицали су да инфлација премашу планирану вредност.

Табела 1: Преглед циљаног распона инфлације, централне вредности и остварене стопе инфлације

Година	Циљани распон укупне инфлације	Централна вредност	Остварена стопа инфлације	Референтна каматна стопа
2006.	7 – 9%	8%	5,9%	14%
2007.	4 -8%	6%	5,4%	10%
2008.	3 -6%	4,7%	10,1%	17,75%
2009.	6 -10%	8%	6,6%	9,5%
2010.	6±2%	-	10,3%	11,5%

Извор: www.nbs.rs

Стратегија таргетирања инфлације представља дугорочну оријентацију НБС и она ће наставити да спроводи режим

пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту биће ограничене на случајеве знатних дневних осцилација курса динара, односно угрожености финансијске и ценовне стабилности. НБС ће и даље кроз промену референтне каматне стопе настојати да оствари циљану стопу инфлације, док ће остали инструменти монетарног регулисања имати помоћну улогу.

На крају, треба нагласити да је досадашње искуство НБС у спровођењу стратегије таргетирања инфлације релативно задовољавајуће. Међутим, постоје проблеми у спровођењу ове стратегије који треба да се реше да би резултати били још бољи. То се пре свега односи на повећање поверења у домаћу валуту, повећање поверења у изабрану стратегију монетарне политике, повећање степена координације фискалних и монетарних власти, као и недовољно јак трансмисиони механизам каматне стопе. Унапређења су неопходна и у процесу доношења одлука као и начина на који се одлуке спроводе путем инструмената монетарне политике. Ако НБС успе да испуни ова очекивања, она ће уједно утицати и на развој и унапређење функционисања финансијског тржишта и јачање трансмисионих механизма монетарне политике.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ђуровић-Тодоровић, Ј. *Монетарна економија*, Економски факултет Ниш, 2010.
2. Jonas, J., Mishkin, F., *"Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects"*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2003.
3. *Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике – на путу ка остварењу циљеваниске инфлације*, Народна банка Србије, 2006. година
4. Mishkin, F., *"Inflation targeting"*, Graduate School of Business, Columbia University, 2001.
5. Mishkin, F., *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, седмо издање, Дата статус, Београд, 2006.
6. *Службени гласник РС*, бр. 12/2010
7. www.nbs.rs
8. www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Vilaret-Pjescic-Djukic.pdf