

MSc Милан Марковић¹

Универзитет у Нишу, Економски факултет, Ниш

УЛОГА НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У ПОСТИЗАЊУ МОНЕТАРНЕ СТАБИЛНОСТИ

Апстракт

Циљ овог истраживања јесте сагледавање улоге Народне банке Србије у очувању монетарне стабилности. Монетарна стабилност подразумева остварење ниске и стабилне стопе инфлације. Путем инструмената монетарне политике, централна банка тежи достизању циљане инфлације, како би се постигла макроекономска стабилност. Народна банка Србије делује полазећи од основних детерминанти пораста општег нивоа цена у Србији. Због перманентног остварења највиших стопа инфлације у региону, неопходно је стално разматрање улоге Народне банке Србије у регулисању овог поремећаја.

Кључне речи: Народна банка Србије, монетарна политика, инфлација.

ЈЕЛ Класификација: E31, E52, E58

THE ROLE OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA IN ACHIEVING MONETARY STABILITY

Abstract

The aim of this research is understanding role of the National bank of Serbia in maintaining monetary stability. Monetary stability means the achievement of low and stable inflation rate. Through the instruments of monetary policy, the central bank seeks to achieve the inflation target, in order to save macroeconomic stability. The National bank of Serbia works proceeding from the fundamental determinants of the increase in the general price level in Serbia. Due to the highest inflation rates in the region, it is necessary to constantly review the role of the National bank of Serbia in regulating this disorder.

Key words: National Bank of Serbia, monetary policy, inflation.

Увод

Централна (емисиона) банка представља централну монетарну установу сваке земље. Њен примарни задатак огледа се у одржавању монетарне стабилности. Монетарна стабилност подразумева ниску, стабилну и предвидиву стопу инфлације. Циљ је да се очува куповна снага новца и поверење у националну валуту. Обезбеђујући сигурност и ефикасност платног промета, централна банка жели да испуни и циљ финансијске стабилности.

Једна од основних функција централне банке јесте утврђивање и спровођење монетарне политике. Монетарна политика представља интегрални део свеукупне

¹ markovicmilan89@gmail.com

економске политике, која поред монетарне обухвата и фискалну политику, политику девизног курса, спољнотрговинску политику. Приликом утврђивања монетарне политике, централна банка има у виду остварење релативне стабилности цена, стабилне стопе привредног раста, повећање стопе запослености и равнотеже платног биланса.

Сви напред наведени циљеви идентични су основним макроекономским циљевима националних економија. То је логично имајући у виду да монетарна политика мора бити у складу са економском политиком. У пракси централних банака највећи значај има стабилност цена. Тиме се наглашава значај унутрашње вредности домаће валуте (њене куповне снаге), као и стабилност интервалутарне вредности националне валуте тј. њене спољашње вредности. Полази се од претпоставке да се једино у условима стабилне вредности домаће валуте може очувати одређени општи ниво цена, што омогућава остварење и осталих критеријума на основу којих се сагледава „здравствено стање националне економије“.

У нашој земљи, Народна банка Србије (у даљем тексту: НБС) обавља функцију централне банке. Како је основни проблем у претходном периоду била висока инфлација, НБС је константно спроводила рестриктивну монетарну политику полазећи од основних фактора инфлације. Њена имплементација се вршила најчешће путем повећања референтне каматне стопе и спровођењем операција на отвореном тржишту.

Карактеристике рестриктивне монетарне политике

Рестриктивна (контракциона) монетарна политика има за циљ да елиминира инфлаторне тенденције у привреди. Инфлација је кључни макроекономски поремећај који са собом носи многе негативне импликације: смањење ценовне конкурентности привреде, дефицит платног биланса, пораст девизног курса који може покренути инфлационо-девалвациону спиралу. Циљеви ове политике јесу да се ограничи агрегатна тражња, спречи вишак ликвидности код субјектата, смањи износ одобрених кредита сектору становништва итд. Повећањем каматних стопа повећава се штедња становништва, док се потрошња смањује. Ефекти рестриктивне монетарне политике јесу смањење инвестиција, потрошње, ликвидности привреде итд. Антиинфлациона политика се спроводи путем рестриктивне монетарне политике и има за циљ да охлади „прегрејану“ привреду.

Основне варијабле преко којих се спроводи рестриктивна монетарна политика јесу количина новца у оптицају и каматна стопа. Њима се делује на сузбијање инфлације тражње. Преко повећања каматне стопе ограничавају се сви облици потрошње. Кредити поскупљују, потражња за њима се смањује и тако лимитира лична потрошња. Слично је и са инвестицијама. Услед високих трошкова финансирања, одустаје се од реализације инвестиционих пројеката. Држава се мање задужује и на тај начин се онемогућава могућност повећања јавне потрошње. Међутим, ради „куповине социјалног мира“ често се задужује у иностранству што ствара проблеме високог јавног дуга. Према квантитативној теорији новца повећање понуде новца утиче на раст агрегатне тражње, што проузрокује пораст општег нивоа цена. Регулисањем количине новца у оптицају (путем рестриктивне политике) спречава се испољавање закључака ове теорије.

Већина стабилизационих програма поред рестриктивне монетарне укључују и рестриктивну фискалну политику. Без координације и усаглашености ових најважнијих сегмента економске политике није могуће остварити монетарну ста-

билност. Програми макроекономске стабилизације могу бити ортодоксни и хетеродоксни. Ортодоксни програми базирају се на мерама рестриктивне монетарне и фискалне политике ради сузбијања високог буџетског дефицита, док хетеродоксни подразумевају и примену контроле раста надница (замрзавање цена и плата) (Миљковић, 2008, стр. 388).

Циљ свих рестриктивних мера јесте да ускладе агрегатну тражњу са агрегатном понудом. Да би се инфлација држала под контролом, потребно је да се спроведу мере „Вашингтонског консензуса“, које су основа за добијање финансијске помоћи од ММФ-а. Најважније реформе односе се на фискалну дисциплину, смањење буџетског дефицита, либерализацију трговине, дерегулацију и стварање повољног амбијента за привлачење и стимулисање страних директних инвестиција. Такви програми подразумевају замрзавање плата и пензија, отпуштања у јавном сектору, трансформацију јавног сектора, подизање пореске стопе. Очигледан циљ јесте смањење инфлације и елиминисање њених основних узрока. Многи су склони тврђи да се на тај начин економска криза претвара у социјалну, јер већина ових мера подразумева политику „стегања каиша“. Са друге стране, циљ свих наведених мера јесте смањење буџетског дефицита, дефицита платног биланса, стабилизација девизног курса, како би се у крајњој инстанци остварила стабилизација цена. Међутим, на тај начин се жртвује унутрашња равнотежа. Веће каматне стопе и порези условљавају пад стопе привредног раста и пораст незапослености. Такође се поставља питање да ли је у мање развијеним земљама основни узрок инфлације превелика тражња или пак, инфлација трошкова.

Стратегија инфлаторног таргетирања

Од 2009. године НБС званично примењује режим таргетирања инфлације. Основне карактеристике инфлаторног таргетирања као стратегије монетарног регулисања јесу:

- усвајање нумеричког инфлационог таргета,
- спровођење монетарне политике која даје главну улогу предвиђању
- инфлације и
- висок степен транспарентности и одговорности.

Таргетирање инфлације подразумева објављивање циљне стопе инфлације уз истовремено публиковање предвиђања у вези са кретањем стопе инфлације у будућем периоду (Прашчевић, 2007, стр. 6). На тај начин обезбеђује се транспарентност монетарне политике, смањење инфлационих очекивања у дугом року и регулисање инфлаторних поремећаја. Циљна стопа инфлације утврђује се у виду експлицитне стопе инфлације или интервала у коме би се нашла стопа инфлације. При томе, одређивање интервала повећава флексибилност монетарне политике. Циљана стопа инфлације је једина нумеричка смерница за монетарну политику коју спроводи НБС.

НБС утврђује стопу у сарадњи са Владом Републике Србије, а на основу анализе текућих и очекиваних кретања макроекономских показатеља и средњорочног плана корекције цена на које Влада има посредан или непосредан утицај.

Да би се постигао прихватљив ниво транспарентности и независности у вођењу монетарне политике, многе централне банке издају извештаје о инфлацији. Тим путем објашњавају се предузете мере и кораци, а коначан циљ јесте да се приближи рад централне монетарне установе широкој јавности. Ако централна банка

успе да постигне кредибилитет, добар део битке против инфлације ће бити већ постигнут. Монетарна политика, чији је главни циљ постизање ниске стопе инфлације, мора имати кредибилитет како би јавност веровала да је централна банка спремна да предузме мере потребне за постизање претходно наведеног циља (Кожетинац, 2011).

Таргетирање инфлације има растућу популарност у свету. Тиме се наглашава опредељеност креатора економске политике за стабилност цена. Институције које објављују таргете могу бити Влада, централна банка или заједно и једна и друга институција. Код нас инфлаторни таргет одређују заједно ове две институције. Другим речима, стабилизовање општег нивоа цена је заједничка одговорност НБС и Владе Републике Србије. Веома је битно напоменути да то не значи да Влада одређује вођење монетарне политике и које ће инструменте централна банка применити.

Међутим, НБС се не може похвалити прецизним прогнозама. У претходном периоду смо имали приличан јаз између пројектоване и остварене стопе инфлације. У анализираном периоду само је 2009. године (од када је почела формална примена режима инфлационог таргетирања) остварена стопа инфлација била у границама пројектованог раста општег нивоа цена. О томе сведоче подаци у оквиру табеле 1.

Табела 1 – Циљана и остварена стопа инфлације у Републици Србији у периоду од 2009. до 2012. године

Година	Таргетирана инфлација (у %)	Остварена инфлација (у %)
2009.	6-10	6,6
2010.	4-8	10,3
2011.	3-6	7,0
2012.	2,5-5,5	12,2
2013.	2,5-5,5	2,2

Извор: Народна банка Србије и систематизација аутора.

За спровођење политике таргетирања инфлације потребно је обезбедити одрживе јавне финансије, независност централне банке, добро предвиђање кретања инфлације као и одлично познавање трансмисионог механизма између инструменталне монетарне политике и инфлације (Jonas & Mishkin, 2003, р. 5).

Основни фактори инфлације у претходном периоду

Најзначајнији фактори који су ометали реализацију циљева монетарне политике у претходном периоду били су: осцилације цена пољопривредно-прехрамбених производа, депресијација националне валуте, пораст индиректних пореза, дефицит платног биланса и инфлациона очекивања.

У 2012. години били су изражени проблеми услед дејства елементарних непогода на сектор аграра, ниских базних цена у 2011. години, раста стопе пореза на додатну вредност и нестабилне политичке ситуације. Од маја до октобра 2012. године, бележен је највећи месечни раст цена у последњих неколико година. Повећање пореза на додатну вредност са 18% на 20%, више акцизе на цигарете и нафтне дерив

вате и повећање регулисаних цена (јавни превоз и комуналне услуге) доприносили су још већим инфлаторним притисцима. Зато се каже да посредни порези имају јак инфлаторни потенцијал. Пораст цена хране и енергената се аутоматски одражава на пораст општег нивоа цена, што наводи на закључак да је кључни изазов централне банке одржавање стабилности цена на овим тржиштима (Gregorio, 2012). Кретање међугодишње инфлације највише зависи од кретања цена хране, тј. од тога каква је пољопривредна сезона. То је сасвим логично имајући у виду да храна учествује са 34,52% у индексу потрошачких цена преко кога се изражава стопа инфлације (Републички Завод за статистику, 2013). Лоша сезона (најчешће услед деловања природних фактора) повећава цене непрерађене хране, које се преносе и на поскупљење прехранбених производа. То су били главни разлози због којих пројектована стопа инфлације ($4\% \pm 1,5$ процентних поена) за 2012. годину није могла бити остварена, и износила је чак 12,2%. Такође, депресијацијски притисци су се директно преносили на раст инфлације зато што је Србија високо увозно зависна (нпр. енергенти). Пораст девизног курса је бележен због повећања јавног дуга и све већег дефицита текућег биланса који повећава тражњу за девизама. Крајем године цене су се полако стабилизовале. Стабилност девизног тржишта је омогућио постепено смањивање инфлационих очекивања. Али, негативно је то што се такво стање темељило на повећаном задуживању, а не на јакој привреди (Народна банка Србије, 2013). Побољшање стања у платном билансу, пре свега по основу повећања извоза, требало би да буде главни инструмент за јачање динара.

Током 2013. године била је приметна стабилизација цена услед високе референтне каматне стопе у првој половини године, стабилизације девизног курса и тржишта пољопривредних производа. Стабилне цене гаса, нафте и нафтних деривата су такође то омогућавале. Пад премије ризика, стагнација домаће тражње и апресијацијски притисци на девизном тржишту, условљавали су смањење инфлаторних притисака (Народна банка Србије, 2013а). Због тога је и референтна каматна стопа постепено снижавана са највиших 12,75%, на 9,5% (у тренутку писања рада). Међугодишња инфлација је у децембру била испод доње границе циља од 2,5%, и износила је 2,2%. Сматра се да су опоравак пољопривредне производње, смањење цена увозних производа због јачања динара и пад цена деривата допринели релативној стабилности цена током 2013. године. Рестриктивност монетарне политике и смањење дефицита текућег дела платног биланса (услед повећаног извоза аутомобила и нафтних деривата) утицали су на то да се девизни курс одржи на релативно стабилном нивоу. Изузев рестриктивности монетарне политике стабилност девизног курса је преко потребна како би се очувала монетарна стабилност (Софтић *et al.*, 2012). Висок раст извоза омогућава да се кроз смањење дефицита платног биланса спрече инфлаторни притисци услед јачања динара по том основу. За смањење буџетског дефицита усвојене су мере фискалне консолидације које подразумевају смањење плата у јавном сектору, повећање посебне стопе пореза на додату вредност и постепено редуковање субвенција. Посебно је важно то што претходно наведене мере утичу на смањење инфлационих очекивања која су велика имајући у виду хиперинфлацију деведесетих година, али и перманентно остваривање високих стопа инфлације током претходне деценије.

Ниска агрегатна тражња ће у 2014. години бити кочница која ће ограничавати раст стопе инфлације. Повећање акциза и ниже стопе пореза на додату вредност са 8% на 10% имаће инфлаторни ефекат на почетку 2014. године. Захваљујући смањењу екстерне неравнотеже услед пораста извоза хране, аутомобила, нафтних деривата и фармацеутских производа, стабилан девизни курс биће гарант релативне стабилности цена.

Референтна каматна стопа као основни инструмент монетарне политике НБС

Политика референтне каматне стопе је најважнији инструмент монетарне политике у многим земљама. То је основни инструмент који налази примену у оквиру стратегије инфлаторног таргетирања. Референтна каматна стопа се дефинише као најнижа каматна стопа по којој је централна банка спремна да кредитира пословне банке. На основу ње формирају се све остале тржишне каматне стопе. Уколико централна банка жели да води рестриктивнију политику, она ће повећати референтну каматну стопу. То ће утицати на повећање свих осталих каматних стопа на тржишту, што ће са своје стране довести до пада кредитне тражње. У том случају тражња за додајним средствима се смањује, јер се повећавају трошкови задуживања. Пада и инвестициона тражња, држава се мање задужује код пословних банака, док се становништво ређе задужује како би куповало станове или трајна потрошна добра. Повећање референтне стопе, преко редукције агрегатне тражње, доводи до пада цена.

Раст референтне каматне стопе спречава пораст општег нивоа цена преко канала девизног курса, имајући у виду да се на тај начин стварају притисци на јачање вредности националне валуте (смањење девизног курса). Одређивањем више каматне стопе централна банка приморава пословне банке да држе додатни износ резерви готовине, што утиче на смањење понуде новца.

И у Србији основни инструмент монетарне политике јесте референтна каматна стопа, док се операције на отвореном тржишту и политика обавезних резерви сматрају допунским инструментима. Они, заједно са интервенцијама на девизном тржишту, потпомажу развоју финансијског тржишта и трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште.

Референтна каматна стопа се коригује када се очекује да пројектована инфлација неће бити у границама циљаног распона. Пројекције се израђују редовно, у складу са тренутним и будућим (очекиваним) макроекономским кретањима.

Допунски инструменти регулisaња новчане масе

Следећи битан инструмент који се користи у склопу монетарне политике многих земаља јесте стопа обавезних резерви. То је традиционалан и ригидан инструмент који се најчешће користи у мање развијеним привредама у којима постоји недовољно развијено финансијско тржиште. У земљама у развоју присутне су високе стопе обавезних резерви, јер су такве земље високо осетљиве на инфлацију. Монетарно регулisaње остварује се преко контроле понуде банкарских кредита.

Обавезне резерве представљају посебне депозите које банке, на основу Законом дефинисаног права централне банке, издвајају и држе на посебном или редовном рачуну код централне банке. Утврђују се на основу стопе у односу на депозите банке. Банке имају слободу да држе већи износ резерви, али никако мањи износ од прописаног. Политика обавезних резерви садржи два механизма чијим се променама може утицати на веће или мање издвајање ових депозита. То су стопа обавезних резерви и основица за обрачун обавезних резерви.

Уколико централна банка води рестриктивну монетарну политику, може захтевати повећање стопе обавезних резерви или проширење основице. Ово је карактеристично када је у банкарском систему присутна превелика ликвидност, тј. када банке могу да одобравају већи износ кредита. Да би се спречили негативни ефекти

на инфлацију, битно је да се смањи кредитни потенцијал банке. Кредитни потенцијал се редукује тако што се повећавају програмиране резерве (обавезне резерве и резерве ликвидности које банке самостално одређују). Кредитни потенцијал представља разлику између финансијског потенцијала и програмираних резерви. Дакле, променом висине износа обавезне резерве утиче се на ниво средстава које пословне банке могу користити у кредитним активностима.

У Србији су стопе обавезних резерви изузетно високе, а у основицу су укључене не само депозитне него и друге обавезе банака и то како у домаћој, тако и у страним валутама. Стопа обавезних резерви износи 29% на девизне обавезе рочности до 2 године, 22% на девизне обавезе рочности преко 2 године, 5% на динарске обавезе рочности до 2 године, а на динарске обавезе индексираних девизном клаузулом 50% (Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, 2011). То су највеће стопе у региону, што је донекле и логично имајући у виду да се наша земља определила за стратегију инфлаторног таргетирања и то што је стопа инфлације убедљиво највиша у региону, па и у Европи.

Један од инструмената монетарне политике који се успешно може користити у процесима ценовне стабилизације јесу операције на отвореном тржишту. Ради се о модерном и флексибилном инструменту регулације цена посредством промене количине новца у оптицају. Ове операције примењује већина савремених централних банака као корективни инструмент регулације помоћу кога се врши фино подешавање новчане масе. Успешно се може комбиновати са бројним другим инструментима као што су редисконтни кредити, политика обавезних резерви и сл. Суштина операција на отвореном тржишту састоји се у куповини и продаји посебно одређених хартија од вредности на финансијском тржишту. Свака куповина доводи до плаћања чиме се за износ исплаћене суме увећава количина новца у оптицају. Супротно од тога, код продаје долази до повлачења новца. Требало би истаћи да постоји висок степен оперативности овог инструмента, јер су могућа вишестратна дневна креирања и повлачења новца из система (Крстић, 2003, стр. 55).

У већини земаља операције на отвореном тржишту се спроводе тако што централне банке интервенишу кроз куповину и продају краткорочних државних хартија од вредности. Тржиште ових инструмената је довољно ликвидно тј. има врло високу трговинску активност. У зависности од циљева монетарне политике, операцијама се може утицати на висину каматне стопе од које ће даље зависити понуда и тражња на новчаном тржишту. Операције се спроводе једноставно, или преко посебних дилерских одељења централне банке, или преко мреже овлашћених посредника (најчешће банака). Централне монетарне установе лако могу кориговати обим операција и обим понуде новца продајом вредносних папира уколико постоји потреба за тим. Закључујемо да се ради о флексибилном инструменту монетарне политике.

За сагледавање конкретног функционисања операција на отвореном тржишту размотрићемо ситуацију када централна банка води рестриктивну монетарну политику. Тада она жели да лимитира инфлаторне притиске кроз смањење новчане масе. У овом случају централна банка продаје краткорочне хартије од вредности пословним банкама. На тај начин новац одлази из банкарског сектора ка централној банци, а истовремено се за тај износ смањује количина новца у оптицају, што са своје стране (имајући у виду суштину квантитативне теорије новца) смањује општи ниво цена.

За успешно спровођење ових операција потребно је развијено тржиште државних вредносних папира, тако да се овај инструмент најчешће примењује у високо развијеним тржишним привредама. Уколико то није случај, у исту сврху могу

се користити сопствени папири централне банке, односно благајнички записи. Карактеристика овог система је у томе што емисиона банка има активну позицију, јер је политика операција на отвореном тржишту директно под њеном контролом (за разлику од политике есконтне стопе где је потребна адекватна реакција сектора пословних банака).

Главне операције на отвореном тржишту јесу репо трансакције, тј. репо трансакције продаје хартија од вредности са роком доспећа од једне недеље. Поред репо трансакција, присутне су и трајне трансакције благајничким записима НБС и дугорочним обвезницама које је Република Србија емитовала ради измиривања обавеза према НБС.

Закључак

Због хроничне инфлације, НБС је у претходним годинама константно примењивала рестриктивну монетарну политику. Циљ ове политике јесте одржавање ценовне стабилности преко редуковања новчане масе, како би се агрегатна тражња довела у склад са агрегатном понудом. У циљу смањења инфлационих очекивања и повећања транспарентности, НБС је прешла на режим инфлаторног таргетирања. На основу Извештаја о инфлацији који се периодично објављују, централна банка жели да прикаже основне детерминанте инфлације, пројекције стопе инфлације у наредном периоду и кључне инструменте монетарне политике.

Елиминисање инфлаторних поремећаја је кључ за одрживи економски раст и испуњење осталих макроекономских циљева. Политика стабилних цена је битна са становишта макроекономске ефикасности, али и одржавања животног стандарда становништва на адекватном нивоу. У новом оквиру монетарне политике НБС, референтна каматна стопа јесте главни инструмент монетарне политике. Свака промена референтне каматне стопе одражава се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца. Основни инструмент монетарне политике НБС јесте политика референтне каматне стопе, док остали инструменти јесу допунског карактера (операције на отвореном тржишту и политика обавезних резерви). Примењују се и операције (интервенције) на девизном тржишту, како би се спречиле превелике дневне осцилације девизног курса. Ово из разлога што је канал девизног курса један од најјачих путем којег се делује на инфлацију. У већини земаља у развоју постоји ризик пораста девизног курса, па су због тога честе интервенције централне банке (куповина и продаја девиза).

Литература

1. Gregorio, J. (2012) Commodity Prices, Monetary Policy, and Inflation. *IMF Economic Review*, 60 (4): 600-633.
2. Jonas, J., Mishkin, F. S. (2003) Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 9667, (<http://www.nber.org/papers/w9667>)
3. Kožetinac, G. (2011) Credibility and monetary policy: The case of Serbia. In: Radović-Marković, M., Redžepagić, S., Andrade Sousa, J., Teixeira, P. (eds) *Serbia and the European union: Economic lessons from the new member states*. Coimbra: Faculdade de economia, 105-117.

4. Крстић, Б. (2003) *Банкарство*. Ниш: Економски факултет.
5. Миљковић, Д. (2008) *Међународне финансије*. Београд: Економски факултет.
6. Народна банка Србије (2011) Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије. (http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/mon/obavezna_rezerva_odluka_p.pdf).
7. Народна банка Србије (2013) Извештај о инфлацији (фебруар 2013). (http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_februar_2013.pdf).
8. Народна банка Србије (2013а) Извештај о инфлацији (мај 2013). (http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_5/inflation_maj_2013.pdf)
9. Прашчевић, А. (2007) Избор правила монетарне политике. *Економска мисао*, 40 (1-2): 1-14.
10. Републички Завод за статистику (2013) Индекси потрошачких цена у Републици Србији, новембар 2013. (<http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/23/23/cn11122013.pdf>)
11. Софтић, К., Илић, Б. и Максимовић, М. (2012) Монетарна стратегија и основни циљеви монетарне политике Централне банке Србије. *Економика*, 58 (4): 129-137.