



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

**Борис Сиљковић**

**ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ  
У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У  
ТРАНЗИЦИЈИ**

**докторска дисертација**

**Ментор  
Проф. др Јадранка Ђуровић Тодоровић**

**Ниш, 2014.**

**Аутор: мр Борис Сиљковић**  
**Ментор: Проф. др Јадранка Ђуровић Тодоровић**

**Чланови комисије:**

1. \_\_\_\_\_
2. \_\_\_\_\_
3. \_\_\_\_\_

**Датум одбране:** \_\_\_\_\_

## НАУЧНИ ДОПРИНОС ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Научни допринос докторске дисертације под називом **ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ** се огледа у свеобухватном представљању еволуције примене монетарне стратегије, а обухвата и практичне ефекте примене стратегије у развијеним и земљама транзиције све до данашњих дана. Почетак овог рада се односи на теоријске аспекте стратегије монетарне политике. Намера нам је била да објаснимо одакле потрeba за избором оптималне стратегије монетарне политике; да анализирамо карактеристике стратегије монетарне политике у развијеним економијама, разлоге различитих монетарних перформанси стратегија монетарне политике у земљама у транзицији, те еволуцијски пут ефеката и перспектива стратегије монетарне политике НБС после 2000. године. Овим се потврђује основна хипотеза овог рада да еволуција (развој) стратегије монетарне политике у развијеним земљама и земљама у транзицији и Србији обухвата сложене институционалне, организационе и техничке промене, чијим се динамизирањем и унапређењем може постићи узлазна линија, односно прогрес већ одабраних стратегија.

Анализа еволуције стратегије монетарне политике током времена, као главна одредница овога рада, представља допринос у домену теорије и практичних искустава. Будући да је у питању један од круцијалних сегмената у монетарној сфери, ова дисертација представља допринос развоју научне мисли о феноменима монетарних стратегија као и о конкретним проблемима у њеној примени код посматраних земаља. Када је у питању коришћење посебних стратегија монетарне политике ради остваривања циљева монетарне и укупне макореномске политике, треба нагласити да је оно условљено многим факторима које одређују различите околности у појединим земљама. Ефекти изабране стратегије на привреду Србије зависе од начина вођења монетарне, фискалне и спољнотрговинске политике, затим од отворености привеле, од њене изложености домаћим и страним шоковима, од актуелног режима девизног курса и др. У том смислу су потребна значајна искуства богатих и друштвено уређених земаља, али и оних које су из позиција сличних оној у којој се налази Србија стигли до статуса чланице Европске уније. Коначно, ова дисертација би требало да представи конкретне смернице које треба имплементирати кроз актуелну стратегију монетарне политике Народне банке Србије ради бржег прилагођавања захтевима ЕМУ, као и све значајнијег економског и привредног развоја.

## **SCIENTIFIC CONTRIBUTIONS OF DOCTORAL DISSERTATION**

The scientific contribution of the doctoral dissertation entitled *EVOLUTION OF MONETARY STRATEGY IN DEVELOPED AND TRANSITION COUNTRIES* is reflected in the overall presentation of the evolution of the implementation of monetary strategies, and includes practical effects of the implementation of strategies in developed and transition countries up to the present day. The beginning of this dissertation refers to the theoretical aspects of the monetary policy strategy. The intention was to explain where the need for the selection of optimal monetary policy strategy arises, analyse the characteristics of the strategy of monetary policy in developed economies, the reasons for different monetary performance of the strategies of monetary policy in countries in transition, and the evolutionary path effects and prospects of monetary policy strategy of NBS after 2000. This confirms the basic hypothesis of this study that evolution (development) strategy of monetary policy in developed countries, countries in transition and Serbia involves complex institutional, organizational and technical changes, whose dynamization and improvement could contribute to the progress of already selected strategies.

Analysis of the evolution of the monetary policy strategy over time, as the main determinant of this paper is a contribution in the field of theory and practical experience. Since it was one of the crucial segments in the monetary sphere, this dissertation is a contribution to the development of scientific thought about the phenomena of the monetary strategy as well as specific problems in its implementation in the surveyed countries. When it comes to the use of specific strategies of monetary policy in achieving objectives of monetary policy and overall macroeconomic policy, it should be highlighted that they are caused by many factors determined by different circumstances in certain countries. The effects of the chosen strategy on Serbia's economy depend on the way of conduct of monetary, fiscal policy, foreign trade policy, economic openness, exposure of the economy to domestic and foreign shocks, current exchange rate regimes etc. In this sense, significant experience in terms of chosen monetary policy strategy of the rich and socially regulated countries are required, but also of those which in positions similar to Serbian have reached the status of members of the European Union. Finally, this dissertation should present concrete guidelines to be implemented through the current monetary policy strategy of the National Bank of Serbia for quick adjustment to the requirements of EMU, as well as the increasingly important economic and industrial development.

**ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ  
УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Овим изјављујем да сам сагласан да кандидат **БОРИС СИЉКОВИЋ** може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом **ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ**, ради организације њене оцене и одбране.

---

(Потпис ментора: проф. др Јадранка Ђуровић Годоровић)

**STATEMENT OF MENTOR'S CONSENT FOR SUBMISSION  
OF COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION**

Hereby, I declare that i agree that the candidate **BORIS SILJKOVIĆ**, can submit completed doctoral dissertation to the officer for postgraduate education of the Faculty under the name of **EVOLUTION OF MONETARY STRATEGY IN DEVELOPED AND TRANSITION COUNTRIES** for the purpose of its evaluation and defense.

---

(mentor's signature: prof. dr Jadranka Djurovic Todorovic)

## ИЗЈАВА

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Својеручни потпис:

---

У Нишу, дана \_\_\_\_\_ године

## STATEMENT

With due material and moral responsibility, hereby i declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Signature:

---

Niš, \_\_\_\_\_

## ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

– Сажетак –

Стратегија монетарне политике је плод историјског и логичног следа еволуције стратегије монетарне политике централног банкарства до данашњих дана, почев од монетаристичког до кејнзијанског приступа и актуелне промене схватања стратегије монетарне политике данас.

Концепт дисертације је тако формулисан да обухвата: а) теоријски аспект монетарне стратегије, б) детрминанте избора оптималне монетарне стратегије, в) генезу стратегије монетарне политике у развијеним економијама, г) перформансе монетарних стратегија у земљама у транзицији и д) анализу практичних консеквенци спровођења изабране монетарне стратегије у Србији од 2000. године до данас.

Важно је истаћи да позитивни и негативни ефекти изабране стратегије монетарне политике варијају од земље до земље. Предмет нашег истраживања управо је развој и последице изабране стратегије монетарне политике на глобалном и на нивоу појединих земаља. Овим се отвара могућност за унапређење домета изабране стратегије како у развијеним тако и у земљама у транзицији.

Ова анализа је указала на нова решења са позитивним импликацијама које користи Фед, ЕЦБ и друге водеће централне банке у свету, али и врхунске установе земаља у транзицији које су сада чланице ЕУ. Све ово указује на евентуално нове могуће смернице за монетарну стратегију наше врхунске монетарне установе.

Више од деценије актуелан транзитorni период у Србији одликује континуирано присутан дефицит текућег рачуна као и буџетски дефицит тзв. дефицит близанаца, што је условило слаби раст БДП-а, пад инвестиција и извоза и многе друге негативне макроекономске трендове у земљи. Инфлаторне тенденције које настају као последица превелике јавне потрошње представљају хроничан вишедеценијски проблем у Србији, а то је свакако и проблем развијених земаља и земаља у транзицији. Овакви трендови показује да савремена инфлација није само монетарна категорија, па је зато одржавање задатог нивоа инфлације у предвиђеним оквирима доста теже, што је један од основних циљева макроекономске политике. Инфлаторни притисци у Србији су и последица врло спорог раста БДП-а у реалном сектору, високог учешћа јавног дуга у БДП-у, дуготрајног смањена конкурентности привреде, депресијације/апресијације домаће валуте у претходном десетогодишњем периоду, високе задужености привреде и осталих негативних макроекономских импликација које прате привреду Србије.

И коначно, анализом актуелне стратегије монетарне политике НБС понуђена су нова решења кроз мере за унапређење актуелне монетарне стратегије циљања инфлације. Евидентно је да не треба само финансијски систем да контролише реални сектор, што се дешавало у претходном десетогодишњем периоду у Србији. Такође треба нагласити да НБС не треба да буде институција која одређује вредност националне валуте, већ да вредност валуте треба да представља рефлексију стања привреде. Самим тим предложене мере које долазе из сфере реалне и монетарне економије требало би да допринесу унапређењу актуелне монетарне стратегије.

# **EVOLUTION OF MONETARY STRATEGY IN DEVELOPED AND TRANSITION COUNTRIES**

## **– Summary –**

The strategy of monetary policy is the result of historical and logical sequence of evolution of the monetary policy strategy of central banking to the present, starting with the monetarist and Keynesian approaches to the actual change in the perception of monetary policy strategy.

The concept of the dissertation is so formulated that includes: a) the theoretical aspect of the monetary strategy, b) determinants of choice of optimal monetary strategy, c) the genesis of the strategy of monetary policy in developed economies, d) performance of the monetary strategy in the countries in transition, and e) an analysis of the practical consequences of the implementation of selected monetary strategy in Serbia from 2000 until today.

It is important to highlight that the positive and negative effects of the chosen strategy of monetary policy vary from country to country. The object of my research is the development and consequences of the chosen strategy of monetary policy at the global level and at the level of respective country. This opens the possibility of improving the range of selected strategies in both developed and transition countries.

This analysis indicated the new solutions with positive implications used by the Fed, ECB and other major central banks in the world, but also the top institutions in transition countries that are now members of the EU. All this refers to possible new directions for the monetary strategy of our top monetary institution.

For more than a decade, the current transient period in Serbia is characterized by continuous presence of current account deficit and the budget deficit so-called twin deficit, which led to weak GDP growth, a decline in investments and exports, and many other negative macroeconomic trends in the country. Inflationary tendencies that arise as a result of excessive public spending are a long-term problem in Serbia as well as in developed countries and countries in transition. This trend shows that modern inflation is not only a monetary category and therefore maintaining a given level of inflation within the set framework is much harder and that is one of the main objectives of macroeconomic policy. Inflationary pressures are the consequences of very slow GDP growth in the real sector, high public debt as a percentage of GDP, long-term reduced competitiveness of the economy, the depreciation/appreciation of the domestic currency in the last ten years, the high indebtedness of the economy and other negative macroeconomic implications that follow Serbian economy.

Finally an analysis of the current monetary policy strategy of NBS offers new solutions through measures for improving the current monetary strategy of inflation targeting. It is obvious that not only the financial system should control the real sector, as happened in the last ten years in Serbia. Also it ought to be underlined that NBS should not be the institution that determines the value of the national currency, but the currency value should be a reflection of the state of the economy. Therefore the proposed measures that come from the sphere of real and monetary economy should contribute to the improvement of the current monetary strategy.



## СКРАЋЕНИЦЕ

ANB	–	Albanian National Bank
БДП	–	Бруто домаћи производ
BRICS	–	Brazil, Russia, India, China, and South Africa
BOC	–	Bank of Canada
BOE	–	Bank of England
БС	–	Банка Словеније
BELL	–	Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania
BNB	–	Bulgaria National Bank
БиХ	–	Босна и Херцеговина
BEA	–	Bureau of Economic Analysis
GDP	–	Gross Domestic Product
DESA	–	Department of Economics and Social Affairs
ЕЦБ	–	Европска централна банка
ЕМУ	–	Европска монетарна унија
ЕУ	–	Европска унија
ESCB	–	European System of Central Banks
ESM	–	European Stability Mechanism
ЕМС	–	Европски монетарни систем
ЕСЦБ	–	Европски систем централних банака
ERM	–	Exchange Rate Mechanism
ESCWA	–	Economic and Social Commission for Western Asia
EUR	–	Euro
EMS	–	European Monetary System
ЕУ	–	European Union
EMU	–	Economic and Monetary Union
EPRI	–	Economic Policy Research Institute
ЕЦБ	–	European Central Bank
ЗОП	–	Завод за обрачун и плаћање
ИТ	–	Инфлационо таргетирање
IMF	–	International Monetary Fund
QE	–	Quantitative Easing
ММФ	–	Међународни Монетарни Фонд
MENA	–	Middle East and North Africa
МА	–	Монетарна анализа
MBS	–	Mortgage Backed Security
НБС	–	Народна банка Србије
НБДП	–	Номинални бруто домаћи производ

НБ	–	Наародна банка
НББ	–	Народна Банка Бугарске
НКОСК	–	Национална корпорација за осигурање стамбених кредита
НИС	–	Нафтна Индустрија Србије
NBER	–	National Bureau of Economic Research
NBS	–	National Bank of Serbia
OECD	–	Organization for Economic Co-operation and Development
ОПЕК	–	Организација земаља извозница нафте
ОР	–	Обавезне резерве
ОеNB	–	Oesterr Eichische National Bank
ООТ	–	Операције на отвореном тржишту
ПБ	–	Пословна банка
ПДВ	–	Порез на додату вредност
РСЕРИ	–	Personal Consumption Expenditures Price Index
PCE	–	Personal Consumption Expenditures
PNB	–	Poland National Bank
РС	–	Република Србија
RBA	–	Reserve Bank of Australia
RNB	–	Romanian National Bank
РСД	–	Република Србија Динар
РЗС	–	Републички завод за статистику
РЗСС	–	Републички завод за статистику Србије
САД	–	Сједињене Америчке Државе
СДИ	–	Стране директне инвестиције
СРЈ	–	Савезна Република Југославија
SSM	–	Single Supervisory Mechanism
СВО	–	Congressional Budget Office
СФРЈ	–	Социјалистичка Федеративна Република Југославија
СРЈ	–	Савезна Република Југославија
СДК	–	Служба друштвеног књиговодства
TARP	–	Treasury Asset Relie Plan
TNB	–	Turkish National Bank
УН	–	Уједињене нације
USD	–	United States Dollar
UN	–	United Nations
USAID	–	United States Agency for International Development
УК	–	Уједињено Краљевство
US	–	United States
FED	–	Federal Reserve System
FOMC	–	Federal Open Market Committee
FFR	–	Federal Funds Rate

ФАС	–	Фијат аутомобили Србија
FRED	–	Federal Reserve Economic Data
ФЕД	–	Савезне резерве САД
FF	–	Federal funds
HCPI	–	Harmonized Consumer Price Index
HICP	–	Harmonised Index of Consumer Prices
ХОВ	–	Хартије од вредности
HICPS	–	Harmonized Index of Consumer Prices Statistics
CLI	–	Cumulative Liberalization Inflation
ЦБ	–	Централна банка
ЦД	–	Депозитни сертификати
CPI	–	Consumer Price Index
CLI	–	Cumulative liberalization index
CEFTA	–	Central European Free Trade Association
ЦБ БиХ	–	Централна банка Босне и Херцеговине
ЦБЦГ	–	Централна банка Црне Горе
ЦиИЕ	–	Централна и Источна Европа
CBI	–	Central Bank Independence
CESEE	–	Central, Eastern and Southeastern Europe
CDs	–	Certificates of deposit
CZNB	–	Czech National Bank

## СПИСАК ТАБЕЛА

Табела 1.	Монетаристички приступ трансмисионом механизму монетарне политике .....	18
Табела 2.	Алтернативне дефиниције таргетирања инфлације .....	35
Табела 3.	Макроекономске варијабле у земљама са циљаним стопама инфлације и без њега, 2000-2012. године .....	44
Табела 4.	Трендови у транспарентности монетарне политике .....	95
Табела 5.	Стварна каматна стопа на федерална средства & алтернативној каматној стопи на федерална средства по Тејлоровом правилу .....	107
Табела 6.	Реални раст БДП, инфлације и стопе незапослености у САД у периоду 1979-1984. године .....	114
Табела 7.	Таргетирани распон за М1, М2 и М3 и стварна стопа раста у САД 1981-1983. године .....	115
Табела 8.	Пројектовани и остварени монетарни таргет (М2+ЦД) у Јапану 1978-1988. године .....	116
Табела 9.	Таргетирани и остварени раст М1 у Канади у периоду 1975-1981. године .....	117
Табела 10.	Монетарни таргети и пројекције-компаративни приказ .....	119
Табела 11.	Просечна годишња стопа инфлације у појединим економијама, 1976-1996. године .....	121
Табела 12.	Перформансе земаља које су прве примениле инфлационо таргетирање ..	122
Табела 13.	Индекс потрошачких цена изабраним развијеним економијама, 1985-2011. године .....	123
Табела 14.	Експлицитан и имплицитан облик циљане инфлације 2013. године и остварени десетогодишњи просек инфлације у одабраним развијеним економијама .....	124
Табела 15.	Перформансе инфлационог таргетирања у водећим развијеним економијама у 2013. години .....	129
Табела 16.	Просечно трансмисионо кашњеање монетарне политике великих развијених економија и нових чланица ЕУ .....	133
Табела 17.	Годишња инфлација (%) у јулу 2013. године, у у изабраним земљама ЕУ .....	137
Табела 18.	Међународно поређење циљева водећих централних банка у свету кроз стабилност цена .....	140
Табела 19.	Стопа раста БДП у земљама ЕУ, 2004-2011. године са прогнозом раста 2012-2014. године .....	143
Табела 20.	Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте .....	145
Табела 21.	Динамика хармонизованих индекса потрошачких цена (НЦР) на простору еврозоне 2000-2013. године .....	154
Табела 22.	Остварене и прогнозиране вредности кључних варијабли еврозоне, 2012-2017. године .....	155
Табела 23.	Макроекономски резултати и пројекције немачке привреде у периоду 2012-2017. године .....	157

Табела 24.	Таргетирана и остварена стопа раста М1, САД у периоду 1975-1984. године (квартално) .....	158
Табела 25.	Динамика инфлације и бруто домаћег производа у САД у периоду 1960-2012. године .....	160
Табела 26.	Стопа незапослености и стопа инфлације у САД у периоду 2006-2009. године .....	161
Табела 27.	Пројекције БДП-а и стопе незапослености ФОМС-а, СВО-а и ММФ-а за САД, 2013-2014. године .....	163
Табела 28.	Учешће државних хартија од вредности у Фед-овом портфељу у периоду 1915-1935. године .....	164
Табела 29.	Однос репо и обрнутих репо трансакција САД у периоду 1996-2010. године .....	171
Табела 30.	Ликвидност “убризгавана” од стране Федералних резерви путем политике дисконтног шалтера, 2003-2009. године .....	174
Табела 31.	Ефекат смањења обавезних резерви и камата на федералне фондове на билансе банкарског система 1990-1992. године .....	176
Табела 32.	Резерве депозитних институција САД јуна 2001. године .....	177
Табела 33.	Обавезна резерва Фед-а 2014. године .....	178
Табела 34.	Тренд раста/пада каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице САД у периоду 1960-1980. године .....	180
Табела 35.	Комуникација и одлучивање међу најважнијим банкама у свету 2007. године .....	181
Табела 36.	Курс каматне стопе Федералних резерви САД и стопе инфлације кроз историју у периоду 1955-2014. године .....	182
Табела 37.	Каматна стопа на Федералне резерве 2007-2008. године .....	183
Табела 38.	Квантитативни програми Фед-а у периоду 2008-2012. године .....	185
Табела 39.	Актуелни трендови и економске прогнозе кретања кључних варијабли САД у периоду 2010-2016. године .....	186
Табела 40.	Остварена инфлација и таргетирани распон у Перуу 1990-2001. године .....	189
Табела 41.	Циљана и остварена стопа раста М3 и стопа инфлације у периоду 1997-2001. године у Словенији .....	191
Табела 42.	Просечна инфлација у Чешкој Републици, Пољској и Мађарској у периоду 1999-2005. године .....	196
Табела 43.	Еволуција система девизног курса у Пољској 1990-2010. године ....	197
Табела 44.	Макроекономске перформансе изабраних транзиционих економија пре и током примене концепта таргетирања девизног курса .....	199
Табела 45.	Прогнозе раста реалног БДП-а источноазијских земаља .....	203
Табела 46.	Ниво таргетиране стопе инфлације-искуство .....	206
Табела 47.	Кретање циљане и стварне стопе инфлације у Колумбији 1999-2013. године .....	207
Табела 48.	Таргетирана и остварена инфлација у Бразилу 1999-2012. године ...	208
Табела 49.	Динамика макроекономских варијабли у Бразилу 1999-2007. године ...	210
Табела 50.	Просечна инфлација у Чилеу 1990-2013. године .....	210
Табела 51.	Кретање стопе инфлације у Чилеу пре и после примене инфлационог таргетирања .....	211
Табела 52.	Привредни раст појединих водећих земаља у развоју .....	212

Табела 53.	Прогнозе кретања репо каматне стопе и стопе инфлације у Чешкој Републици 2013-2014. године .....	213
Табела 54.	Кретање инфлационог таргета у Чешкој Републици, 1998-2010. године .....	215
Табела 55.	Динамика кључних варијабли у Румунији у периоду 2000-2013. године ..	216
Табела 56.	Рангирање независности централне банке и правне одговорности у земљама Латинске Америке .....	218
Табела 57.	Стопа инфлације земаља Латинске Америке у периоду 2004-2014. године .....	219
Табела 58.	Стопа инфлације Јемена 1999-2011. године .....	220
Табела 59.	Ранг централних банака и њихова правна независност (индекс) у периоду 2000-2009. године .....	221
Табела 60.	Просечно остварена инфлација 2004-2011. и прогноза кретања инфлације у периоду 2012-2014. године “нових” економија ЕУ .....	222
Табела 61.	Инфлација, стабилизациони програми, централнобанкарске реформе и индекс независности у источноевропским земљама .....	223
Табела 62.	Кумулативни индекс либерализације цена (CLI) у источноевропским земљама .....	224
Табела 63.	Правна независност централних банака ESCWA економија и стопа инфлације у периоду 1970-2009. године .....	225
Табела 64.	Квартална корелација између Црне Горе и зоне евра .....	228
Табела 65.	Стопа привредног раста Црне Горе и ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године са проценем раста у 2012. и 2013. години .....	229
Табела 66.	Главни трговински партнери Црне Горе током 2013. године .....	232
Табела 67.	Валутни одбори и данашњи системи слични валутном одбору .....	234
Табела 68.	Стопа раста БДП-а у Бугарској, Естонији, Литванији и Летонији (BELL земље) и ЕУ-27 у периоду 2004-2011. године .....	235
Табела 69.	Компаративна анализа основних карактеристика валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини .....	237
Табела 70.	Обележја аргентинског стабилизационог програма .....	239
Табела 71.	Макроекономски индикатори Бугарске пре увођења аранжмана валутног одбора .....	241
Табела 72.	Стопа реалног раста БДП-а и инфлације у Босни и Херцеговини у периоду 2004-2013. године .....	243
Табела 73.	Просечна годишња инфлација и стопа незапослености у транзиционим економијама за период 2002-2012. године .....	244
Табела 74.	Ранг листа изабраних земаља по индексу корупције у свету .....	245
Табела 75.	Активне каматне стопе НБС и стопа инфлације у Србији .....	250
Табела 76.	Однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака и обавезне резерве у Србији и региону Југоисточне Европе јуна 2013. године .....	252
Табела 77.	Актуелне стопе обавезне резерве за 2014. годину .....	253
Табела 78.	Каматне стопе по основу обавезне резерве и есконтна/референтна каматна стопа у периоду од јануара 2005. до септембра 2008. године .....	254
Табела 79.	Кретање макроекономских индикатора у Србији 2001-2012. године	260
Табела 80.	Буџетски дефицит и кредити банака држави у Србији 2001-2012. године .....	262

Табела 81.	Допринос стварању БДП банкарских институција или компанија у Србији, Словенији и ЕУ 2013. године .....	263
Табела 82.	Преглед режима монетарне политике Србије од 2006. године .....	264
Табела 83.	Евроизација у депозитима и кредитима у Србији и економијама Централне и Источне Европе (ЦИИЕ) 2012. године .....	267
Табела 84.	Просечне стопе инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације и кретање инфлације у Србији у периоду 2005-2013. године .....	271
Табела 85.	Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације и просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС за ООТ и просечна каматна стопа на трезорске записе РС .....	272
Табела 86.	Девизни курс (vis-a-vis evга) у периоду 2005-2010. године .....	273
Табела 87.	Таргетирани и остварени ново инфлације и референтна каматна стопа у Србији 2006-2008. године .....	276
Табела 88.	Таргетирана и остварена инфлација у Србији и просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (референтна каматна стопа) у периоду 2009-2013. године .....	278
Табела 89.	Макроекономски индикатори за Србију 2005-2013. године .....	284
Табела 90.	Раст регулисаних цена и допринос раста регулисаних цена укупној инфлацији у Србији 2013. године .....	286
Табела 91.	Остварена стопа инфлације у Србији, Хрватској, Црној Гори, Словенији, Босни и Херцеговини и Албанији 2013. године са пројекцијом инфлације у периоду 2014-2018. године .....	287
Табела 92.	Преглед референтних каматних стопа водећих централних банака и стопа незапослености у свету и у Србији .....	290
Табела 93.	Каматне стопе на динарске кредите и стопа инфлаације у Србији у периоду 2007-2013. године .....	294

## СПИСАК СЛИКА

Слика 1.	Кејнзијански трансмисиони механизам монетарне политике .....	13
Слика 2.	Блокада кејнзијанског трансмисионог механизма монетарне политике .....	13
Слика 3.	Кејнзијански механизам монетарне политике тзв. замка ликвидности .....	15
Слика 4.	Монетаристички трансмисиони механизам монетарне политике .....	16
Слика 5.	Немогуће тројство .....	77
Слика 6.	Стварна каматна стопа Федералних резерви (Фед) и каматна стопа на основу алтернативног Тејлоровог правила .....	107
Слика 7.	Трендови концепта циљане инфлације у тржишним привредама и привредама у развоју у периоду 1990-2011. године .....	125
Слика 8.	Актуелне репо каматне стопе у одређеним економијама у периоду 2001-2013. године .....	149
Слика 9.	Економска анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а .....	151
Слика 10.	Кретање монетарних агрегата М1 и М3 у еврозони 2002-2012. године .....	153
Слика 11.	Стопа инфлације и незапослености у току мандата три председника Америчких Федералних Резерви .....	161
Слика 12.	Девизни курс и монетарно таргетирање .....	194
Слика 13.	Валутна структура кредита одобрених приватном сектору у посттранзиционим привредама 2008. године .....	266
Слика 14.	Валутна структура одобрених кредита у изабраним економијама Централне и Источне Европе 2009. године .....	267
Слика 15.	Међугодишња промена потрошачких цена у Србији у периоду 2012-2013. године .....	278
Слика 16.	Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције .....	286



## САДРЖАЈ

<b>УВОД</b> .....	<b>1</b>
<b>I ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ</b> .....	<b>9</b>
1.1. Стратегије монетарне политике централног банкарства кроз академску мисао до данас .....	9
1.1.1. Кејнзијански механизам монетарне стратегије .....	9
1.1.2. Монетаристички приступ стратегији монетарне политике .....	15
1.1.3. Промена става о вођењу монетарне политике у савременим условима .....	18
1.2. Таргетирање девизног курса .....	22
1.2.1. Основе концепта таргетирања девизног курса .....	22
1.2.2. Искуства изабраних земаља са таргетирањем девизног курса .....	23
1.2.3. Доларизација/евроизација као опција режима девизног курса .....	26
1.3. Таргетирање монетарних агрегата .....	29
1.3.1. Поуке из праксе употребе монетарних агрегата као таргета .....	29
1.3.2. Предности и недостаци таргетирања монетарних агрегата .....	31
1.4. Теоријско и практично утемељење стратегије таргетирања инфлације .....	33
1.4.1. Основна начела и циљеви концепта таргетирања инфлације .....	33
1.4.2. Стратешки избор монетарне политике таргетирања инфлације .....	37
1.4.3. Валоризовање и праћење успешности монетарне политике циљане инфлације у изабраним земљама .....	40
1.5. Стратегија таргетирања стопе раста номиналног БДП .....	45
1.5.1. Теоријске основе стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП .....	45
1.5.2. Предности и недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП .....	48
1.6. Таргетирање каматне стопе .....	50
1.6.1. Каматна стопа као најчешћи таргет у монетарној политици .....	50
1.6.2. Значај каматне стопе као информационе варијабле .....	52
1.7. Проблем временске (не)доследности стратегије монетарне политике .....	55
1.7.1. Временски помаци монетарне политике или феномен кашњења .....	55
1.7.2. Компоненте кашњења у деловању ефеката мера монетарне политике .....	57
1.7.3. Проблем мерења дужине кашњења мера монетарне политике .....	59

<b>II</b>	<b>ДЕТЕРМИНАНТЕ ИЗБОРА ОПТИМАЛНЕ МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ</b>	<b>62</b>
2.1.	Оптимална монетарна стратегија и природа шокова у економији .....	63
2.1.1.	Монетарни vs реални шокови у економији и оптимална стратегија монетарне политике .....	63
2.2.	Структурне карактеристике економије и режим монетарне политике .....	69
2.2.1.	Отвореност економије и избор режима девизног курса .....	69
2.2.2.	Утицај мобилности капитала на ефикасност монетарне политике .....	73
2.2.3.	Стабилизација буџета у функцији оптималног монетарног регулисања .....	78
2.3.	Приоритети макроекономске политике и концепт оптималне монетарне стратегије .....	81
2.3.1.	Конфликтност циљева макроекономске и монетарне политике .....	81
2.3.2.	“Trade off” унутар стратегије монетарне политике .....	85
2.3.3.	Конзистентност микса инструмената монетарног регулисања .....	89
2.4.	Кређибилитет креатора монетарне политике .....	92
2.4.1.	Историјска димензија независности и кређибилитета монетарне политике .....	92
2.4.2.	Комуникација, транспарентност и одговорност централне банке у функцији унапређења кређибилитета монетарне политике .....	94
2.4.3.	Правила vs дискреција у процесу доношења монетарних одлука .....	99
<b>III</b>	<b>ГЕНЕЗА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ РАЗВИЈЕНИХ ЕКОНОМИЈА</b>	<b>109</b>
3.1.	Искуства и правци различитих стратегија монетарне политике развијених економија до данашњих дана .....	110
3.1.1.	Монетарне стратегије развијених економија 80-их и 90-их година XX века .....	110
3.1.2.	Примена монетарних таргета насупрот политици таргетирања инфлације .....	113
3.1.3.	Куда иде стратегија монетарне политике у развијеним економијама ...	126
3.2.	Трансмисиони механизам и стратегија монетарне политике ЕЦБ .....	132
3.2.1.	Монетарна трансмисија у ЕУ .....	132
3.2.2.	Стабилност цена као примарни циљ јединствене монетарне политике	136
3.2.3.	Хибридна стратегија ЕЦБ-а .....	144
3.2.4.	Економска и монетарна анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а .....	149

3.3. Услови и ограничења стратегије монетарне политике Фед-а .....	157
3.3.1. Утврђивање таргета у монетарној политици Фед-а-искуства и поуке ..	157
3.3.2. Инструменти монетарне политике Фед-а .....	163
3.3.3. Толерантна монетарна политика Фед-а у време финансијских криза ...	178
3.3.4. Монетарна стратегија Фед-а у условима глобалне финансијске кризе .	183
<b>IV ПЕРФОРМАНСЕ МОНЕТАРНИХ СТРАТЕГИЈА У ЗЕМЉАМА У</b>	
<b>ТРАНЗИЦИЈИ .....</b>	<b>187</b>
4.1. Историјска искуства са разноврсним стратегијима монетарне политике у	
земљама у транзицији .....	188
4.1.1. Адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у	
транзицији .....	188
4.1.2. Искуства концепта таргетираниог номиналног БДП у транзиционим	
земљама .....	191
4.1.3. Коегзистенције таргетирања девизног курса и циљања инфлације у	
земљама у транзицији .....	193
4.2. Таргетирање дивизног курса као честа монетарна стратегија транзиционих	
економија .....	198
4.2.1. Избор режима девизног курса у транзиционом периоду .....	198
4.2.2. Валутне кризе у земљама у транзицији .....	200
4.3. Монетарна стратегија таргетирања инфлације .....	204
4.3.1. Анализа искустава у примени циљања инфлације у изабраним	
земљама у транзицији .....	204
4.3.2. Независност централне банке у функцији контролисања инфлације ....	217
4.4. Евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања .....	226
4.5. Валутни (новчани) одбори у пракси земаља у транзицији .....	232
<b>V ЕФЕКТИ И ПЕРСПЕКТИВА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ</b>	
<b>НБС .....</b>	<b>246</b>
5.1. Карактеристике режима монетарне политике НБС у периоду после 2000.	
године .....	247
5.1.1. Репо каматна стопа као најважнији инструмент новог оквира	
монетарне политике .....	247
5.1.2. Обавезна резерва у улози помоћног инструмента монетарне политике	
у Србији .....	250
5.2. Трансмисиони канали монетарне политике НБС и његове специфичности ...	255

5.2.1. Девизни курс и банкарско кредитирање као најважнији трансмисиони канали монетарне политике .....	255
5.2.2. Канал каматне стопе у српском економском миљеу .....	261
5.3. Монетарни изазови Србије у сусрет захтевима монетарне интеграције ЕУ ...	264
5.3.1. Алтернатива одабраног таргетирања инфлације насупрот евроизацији	264
5.3.2. Критеријуми конвергенције као услов уласка у ЕМУ .....	270
5.4. Оквир монетарне политике: циљање инфлације НБС .....	274
5.4.1. Досадашња искуства у спровођењу изабране монетарне стратегије НБС .....	274
5.4.2. Могућности и ограничења стратегије циљане инфлације НБС .....	279
5.4.3. Очекивања кретања стопе циљане инфлације у средњорочном периоду у Србији .....	284
5.5. Мере за унапређење монетарне стратегије НБС .....	287
<b>ЗАКЉУЧАК .....</b>	<b>296</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>311</b>
<b>БИОГРАФИЈА .....</b>	<b>333</b>

## УВОД

Стратегије монетарне политике су током историје биле условљене разноврсним утицајима, па су, сходно томе, претрпеле трансформације како у земљама у транзицији тако и у развијеним економијама. Рад се бави еволуцијом стратегија монетарне политике код нас и свету, с посебним освртом на стратегију монетарне политике коју је спроводила и спроводи НБС. Важно је истаћи да се еволуција монетарних стратегија не посматра само у историјском контексту, већ се, с обзиром на специфичности економских система, разликује у зависности од земље. Присутна је дилема да ли изабрана монетарна стратегија треба да води рачуна само о ценовној стабилности или треба да подржава и друге циљеве, првенствено запосленост и привредни раст. Релевантне теорије које прате практичне аспекте истраживања представљене су у раду као резултат развоја академске мисли и груписане су кроз основне проблеме различитих монетарних стратегија и праваца монетарне политике. На основу тога се може закључити да су сталне промене монетарне стратегије евидентирание кроз релевантне теоријске концепте монетариста и кејнзијанаца, или њихових варијанти, биле у центру пажње током историје до данашњих дана.

Предмет истраживања ове докторске дисертације јесте сагледавање теоријских и практичних аспеката еволуције и примене разноврсних стратегија монетарне политике у развијеним и земљама у транзицији. Истраживања се односе на развијене економије, уз компаративну анализу и приказ разноврсних стратегија у земљама у транзицији, са посебним освртом на ефекте и последице изабране монетарне стратегије НБС од 2000-2013. године. Овако дефинисан предмет истраживања детерминише и циљ истраживања. Наиме, циљеви истраживања се могу сажети на:

1. Теоријску анализу разноврсних монетарних стратегија кроз историју до данашњих дана.
2. Сагледавање проблема при конципирању оптималне монетарне стратегије.
3. Испитивање трансформација монетарне политике Фед-а, ЕЦБ и других водећих централних банака у свету.

4. Анализа макроекономске позиције изабраних земаља у транзицији и стратегија њихових монетарних установа од 70-их и 80-их година прошлог века до данашњих дана.
5. Анализе и конкретне препоруке за изабрану монетарну стратегију НБС.

Ради остваривања циљева овог рада биће коришћена анализа кроз методолошки приступ који је у функцији постизања очекиваних резултата. У циљу остваривања објективног истраживања, утврђивања узрочно-последичних односа и појава које се истражују и тестирања хипотеза, у дисертацији ће бити примењиване следеће методе: а) интердисциплинарни приступ, б) дескрипција, в) индуктивна метода (од појединачног ка општем истраживању), г) дедуктивна метода (од општег ка појединачном истраживању), д) анализа (рашчлањавање целине на саставне делове), ђ) синтеза (повезивање делова система у целину), е) статистичке методе, ж) компаративна метода, з) верификациона метода и и) метода генерализације. За тематику овог рада значајни су подаци које објављују бројне националне и међународне институције (ММФ, Банка Енглеске, Фед, ЕЦБ, Банке Јапана, НБС и *websites* изабраних централних банака развијених и економија у транзицији, Евростата, Ernst & Younga, Савезног Комитета за отворено тржиште САД, Конгресне канцеларије за буџет САД, УН). Такође је коришћена и обимна домаћа и страна литература, као и велики број података који је доступан на интернету.

Овај рад полази од више кључних хипотеза, при чему се као основна хипотеза намеће да еволуција (развој) стратегије монетарне политике у развијеним земљама и земљама у транзицији обухвата сложене институционалне, организационе и техничке промене, чијим се динамизирањем и унапређењем може постићи узлазна линија прогреса одабраних стратегија. Од осталих значајнијих хипотеза за доказивање образложених сазнања, дилема, закључака и предложених решења користимо следеће:

- Успешна стратегија монетарне политике, поред јасно дефинисаних циљева и критеријума, мора да представља јасно дефинисану мрежу активности и догађаја, што треба да буде плод теоријских поставки које прате практичне последице исте.
- Централни процес везан за избор одговарајуће монетарне стратегије треба да се одвија на основу јасно дефинисаног програма одабране стратегије, као и уз уважавање развијених односа унутар транзиције у континуитету

одабраних монетарних стратегија, уважавајући специфичности развијених и економија у транзицији.

- Сам избор оптималне стратегије је кохерентан процес, па различите циљеве макроекономске и монетарне политике треба ускладити и остварити уз помоћ ефикасне економске политике и посебно њених делова. Ово је могуће остварити сталном и благовременом управљачком акцијом централних монетарних власти и државе, при чему тзв. нова стратегија монетарне политике у целини и њених делова постаје иновациона монетарна стратегија.
- Управљачка и организациона трансформација изабране стратегије монетарне политике врхунске монетарне установе постаје неопходност будуће успешне примене изабране монетарне стратегије.
- Информације, знање, а посебно искуство људи из монетарне сфере економије су кључни за избор адекватне стратегије монетарне политике.
- Ефекти појединих стратегија монетарне политике на нивоу сваке земље зависе од великог броја субјективних и објективних околности и правилном макроекономском политиком, а посебно адекватном монетарном политиком, могу се унапредити.
- Србија је извршила избор одговарајуће стратегије монетарне политике, али свакако треба користити искуства других која могу указати на неисказане могућности ради бољег и бржег унапређења изабране монетарне стратегије.

Поред увода и закључних разматрања, рад је опсервиран кроз проблематику која обухвата пет поглавља:

- а) Теоријски аспекти стратегија монетарне политике,
- б) Детерминанте избора оптималне монетарне стратегије,
- в) Генеа стратегије монетарне политике развијених економија,
- г) Перформансе монетарних стратегија у земљама у транзицији и
- д) Ефекти и перспектива стратегије монетарне политике НБС.

У првом поглављу које носи назив **“Теоријски аспекти стратегија монетарне политике”** представљена је примена стратегија монетарне политике централног банкарства кроз историју све до данашњих дана. Детаљније је анализиран кејнзијански механизам монетарне стратегије, који је настао 30-их година прошлог века, а своје

право отелотворење у пракси је имао током 60-тих година 20. века. Посебно место у раду припада доминантном монетаристичком приступу стратегији монетарне политике који је још давних 60-их година прошлог века популарисао Милтон Фридман. Овај концепт је своју експанзију доживео 70-их година. Недавна глобална финансијска криза је свакако условила промену става у вођењу монетарне политике у савременим условима и примену донекле новокејнзијанског начина размишљања.

У делу који се односи на таргетирање девизног курса најпре су сагледане основе теоријског концепта девизног курса са конкретним искуствима изабраних земаља. Такође је анализиран концепт доларизације/евроизације као опције режима девизног курса. У делу истраживања који се односи на таргетирање монетарних агрегата сагледани су узроци и услови за примену овог монетарног режима. У том циљу доминира утицај Милтона Фридмана, који преферира константну стопу раста монетарних агрегата. Монетарно таргетирање неоспорно има јако упориште и у радовима Мишкина, Јиргена, Урлика и др. У том контексту се указује на предности и недостатке примене концепта монетарног таргетирања. Посебна пажња је дата на теоријском делу који се односи на таргетирање инфлације. Истичу се разноврсна виђења циљева концепта таргетирања инфлације из углова разних економиста и установа. Стратешки избор циљања инфлације је конкретизован кроз праћење успешности примене овог концепта у развијеним и неразвијеним економијама. Томе у прилог иду емпиријска истраживања многобројних економиста-Свенсона, Бофингера, Вудфорда, Бернанкеа и Кинга. Посебна пажња је посвећена теоријској основи таргетирања номиналног БДП-а преко ставова либералних економиста, тржишних монетариста, праксе неколико великих светских централних банака и др. Све ово укључује и виђења теоретичара после најновије глобалне финансијске кризе.

Посебан акценат стављен је на сагледавање каматне стопе као најчешћег таргета у монетарној политици. С тим у вези истиче се конвенционално и неконвенционално виђење овог проблема. У наставку следи анализа значаја каматне стопе у различитим условима монетаристичког и кејнзијанског начина виђења овог проблема. Последњи део првог дела посвећен је проблему временске (не)доследности стратегије монетарне политике. Отуда имамо врло ексклузивне примере дужине временског кашњења у САД, Великој Британији, Шведској и ЕЦБ из 2011. године. Следи анализа кашњења ефеката монетарне политике кроз врло илустративан пример САД у периодима 1990-1991. и 2007-2008. године.



Друго поглавље рада под називом “**Детерминанте избора оптималне монетарне стратегије**” само потврђује тезу да нема оптималне монетарне стратегије и да ниједна монетарна стратегија не одговара свима. Најпре се указује на оптималну монетарну стратегију наспрам монетарним и реалним шоковима који нам долазе из привреде. Указано је такође и на промену значаја изабраних монетарних стратегија током времена, укључујући и савремена искуства. У другом поглављу посебан значај дат је на анализи структурних карактеристика економије и изабраног режима монетарне политике. Затим се анализира утицај мобилности капитала на ефикасност монетарне политике. Централни део другог поглавља заузима анализа конфликтности циљева макроекономске и монетарне политике, *trade off* унутар стратегије монетарне политике и, на крају, конзистентност микса монетарног регулисања. У том контексту имамо врло ефектне примере новокејнзијанца Пола Кругмана као наследника Џона Мајнарда Кејнза. Насупрот њима имамо монетаристе кроз ефектне примере предвођене Дејвидом Гренлеовом, Џејмсом Хамилтоном, Питером Хопером и Фредериком Мишкином који обарају теорију новокејнзијанаца. Због ових околности ако тржиште закључи да влада или не може или неће да сервисира свој дуг, централна банка може бити приморана да бира између монетизације, која води до инфлације, или да подржи пут владе преко фискалне доминације, која је прожета опасностима.

Посебан акценат у анализи стављен је на кредибилитету креатора монетарне политике. Иза кредибилитета свакако стоји транспарентност монетарне политике, што доприноси бољој репутацији и рејтингу банке. Због тих дешавања значајну пажњу у раду посветили смо комуникацији, транспарентности и одговорности централних банака. Свенсон и Вудфорд с тим у вези истичу да је транспарентна и експлицитна монетарна политика са оперативним циљевима, прогнозама и комуникацијом заправо оптимална монетарна политика. Као практичну потврду тога имамо емпиријско истраживање на основу правила Грега Менкјуа како треба Фед да постави краткорочне каматне стопе. Добијени резултати су сасвим близу ефективне каматне стопе Федералних резерви САД из 2012. године. Основни консензус монетарне политике свакако би подразумевао ни строга правила, али ни потпуну дискрецију, чему је посвећен део анализе другог поглавља. На основу резултата истраживања закључујемо да алтернативно Тејлорово правило не може да се примењује у економским условима САД због постојања замке ликвидности везане за нулту каматну стопу и ограничења која из тога произилазе. Из овога следи да актуелна теоријска парадигма монетарне теорије и праксе данас подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој

дискрецији. Та теоријска и практична парадигма монетарне политике укључује одговарајући степен независности централне банке, што треба да представља стандард монетарне стратегије 21. века.

Треће поглавље под насловом **“Генеза стратегије монетарне политике развијених економија”** представља анализу досадашњих монетарних стратегија развијених економија. Сама генеза стратегије монетарне политике обухвата искуства и правце различитих стратегија монетарне политике како у прошлости, тако и у савременим условима. Релевантна питања укључују практичне консеквенце примене монетарних таргетирања насупрот политици инфлационог таргетирања у изабраним развијеним економијама, са конкретним освртом на искуства САД, Уједињеног Краљевства, Јапана, Немачке и др. Кроз даљу анализу одговор смо дали и у ком правцу иду стратегије монетарне политике. Свакако су од значаја релевантна истраживања која смо користили, попут Бернанкеа, Френкела, Карнија, Фрејзера и др. Треба нагласити да се промене које су се већ догодиле не односе на саму монетарну стратегију, већ на неки начин њено преформулисање. Оне укључују признање да ће централне банке остати зајмодавац у крајњој нужди, као и да се не може занемарити финансијска стабилност. Позивање на инструменте као што су независни микрофинансијски надзор и одговарајуће процедуре, као и макрофинансијски надзор са улогом централне банке у овим областима је свакако од веома битног значаја. Разумевање актуелних глобалних стратегија монетарне политике код водећих развијених економија обухвата и идеје и правце конципирања будућих монетарних стратегија. Потврда овог дела изражена је кроз ставове Свенсона, Мишкина и др. преко обједињене поруке да је актуелна финансијска криза која је задесила свет у последње време оспорила уско дефинисано циљање инфлације, уз флексибилно инфлационо таргетирање које ипак не треба одбацити. Тај изабрани концепт монетарне стратегије кроз концепт циљања инфлације не треба одбацити, али га свакако треба преформулисати у складу са новонасталим околностима. Уосталом, овако треба да изгледа монетарна политика централних банака развијених економија у посткризном периоду.

У наставку анализе дата су конкретна искуства у спровођењу монетарне политике ЕЦБ-а и Фед-а, при чему је значајна пажња посвећена практичним консеквенцама изабраних стратегија. Треба нагласити да механизам трансмисије ЕМУ, или боље речено њен ефекат, делује различитим интензитетом и брзином. Данашња

стратегија монетарне политике ЕМУ значајно се базира на правилима, па отуда ЕЦБ улаже велике ресурсе и посебну пажњу придаје економској и монетарној анализи, али и пројекцијама будуће економске активности. Свакако треба рећи да у раду ЕЦБ-ова пажња више није фокусирана искључиво на стабилност цена као примарни циљ европске монетарне политике, већ, како се криза продубљавала, и на финансијску стабилност. Последњи део анализе у трећем делу је посвећен Фед-у, што укључује искуства, правце и поуке на основу монетарне стратегије ове централне банке током дужег временског периода, главне инструменте њене монетарне политике и др. Посебан део анализе је посвећен наглашеној толерантној монетарној политици Фед-а током историје, и њеним последицама примене. И на крају треће поглавље завршавамо са делом анализе коју посвећујемо последицама примене актуелне монетарне стратегије Фед-а, у условима актуелне глобалне финансијске кризе.

Четврто поглавље, **“Перформансе монетарних стратегија у земљама у транзицији”**, представља трансформације деловања врховних монетарних установа у специфичном економском амбијенту земаља у транзицији. У том контексту коришћена су искуства економија у транзицији током историје кроз (не)адекватност стратегије монетарног таргетирања, таргетирања номиналног дохотка/БДП-а, таргетирања инфлације и коегзистенције, али и некоегзистенције таргетирања девизног курса и таргетирања инфлације. Посебан део анализе је посвећен избору режима девизног курса у транзиционом периоду. С тим у вези се указује на специфичности валутних криза које су се догодиле у појединим транзиционим економијама. У делу који се односи на таргетирање инфлације најпре се анализирају искуства одређених економија, а затим се посебна пажња посвећује анализи независности централних банака у функцији контролисања инфлације. Посебан део анализе припада и анализи евроизације као начину монетарног осамостаљивања и стратегију валутног одбора у пракси земаља у транзицији.

И на крају, пети део се односи на **“Ефекте и перспективе стратегије монетарне политике Народне банке Србије”**. У уводном делу овог поглавља дате су карактеристике монетарне политике НБС, а пажња је посвећена и ефикасности коришћења репо каматне стопе као најважнијег инструмента монетарне политике и обавезним резервама у улози помоћног инструмента монетарне политике. Овај део рада је подржан од стране дескриптивне статистике која анализира доприносе

појединих компоненти и односе активних каматних стопа НБС, есконтне стопе и стопе инфлације у периоду 2000-2013. године, односе издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака и обавезне резерве у Србији и региону Југоисточне Европе 2013. године. То, наравно, укључује и актуелне стопе обавезних резерви НБС у 2014. години и каматне стопе на њих. Ово поглавље, такође, анализира канале трансмисије и његове специфичности у условима наше економије. Посебна пажња је дата анализи девизног курса и банкарског кредитирања као најважнијим каналима трансмисије монетарне политике, уз посебан део који је посвећен каналу каматне стопе у економском миљеу привреде Републике Србије. Даљи део анализе је усмерен на монетарне изазове Србије у сусрет захтевима монетарне интеграције ЕУ. То је представљено кроз остваривање монетарног критеријума конвергенције као услови уласка у ЕМУ. Те перформансе се анализирају преко три значајна индикатора у најновијем периоду, а то су: стопа инфлације, просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС и трезорски записи РС и девизни курс *vis-a-vis* евро. Даље рад се бави проблемом изузетно високог нивоа евроизације на супрот изабраном концепту таргетирања инфлације у Србији. Актуелна висока инфлација, депресијација динара и волатилност динара драстично су утицали на смањење поверења у домаћу валуту. Њима су супростављене најниже стопе инфлације у три земље ЕУ и дугорочне каматне стопе у ЕУ у три земље које имају најниже инфлације. Ово су докази да смо ми још доста далеко од испуњавања монетарних критеријаума које захтева улазак у ЕУ.

И на крају, је анализирано досадашње искуство у спровођење монетарне стратегије НБС са акцентом на период од 2006. године. Као прилог томе дате су ограничења и могућности таргетирања инфлације у Србији, што је исказано кроз очекивања кретања стопе циљане инфлације на средњи рок у Републици Србији. На основу свега тога дате су основне препоруке кроз мере и смернице за унапређење домета изабране монетарне стратегије у Србији.

# **I ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ**

Као резултат развоја академске мисли, стратегије монетарне политике су у својој дугој еволуцији непрекидно мењане. Сталне промене монетарне политике централног банкарства довеле су до унапређења стратегија монетарне политике у свету. Као резултат нашег истраживања, у првом поглављу ћемо детаљније размотрити:

- а) кејнзијански механизам монетарне стратегије,
- б) монетаристички приступ стратегији монетарне политике и
- в) промену става о вођењу монетарне политике у савременим условима.

У раду ће бити речи и о концепту таргетирања девизног курса, монетарном таргетирању, таргетирању инфлације, таргетирању номиналног БДП и таргетирању каматне стопе. У фокусу наше пажње на крају ће бити проблем временске недоследности стратегије монетарне политике.

## **1.1. Стратегије монетарне политике централног банкарства кроз академску мисао до данас**

### **1.1.1. Кејнзијански механизам монетарне стратегије**

Кејнзијанска стратегија монетарне политике, иако настала средином тридесетих година прошлог века, своје право отелотворење у пракси је имала тек шездесетих година. У том периоду се веровало да се са мало вишом стопом инфлације може “купити” економски раст. Џон Мајнард Кејнс (John Maynard Keynes) је заговорник

присуства континуиране благе инфлације. У то време је експанзивна монетарна политика требало да делује као нека врста скривеног опорезивања неактивног новца.<sup>1</sup>

Кејнзијанска теорија се залаже за вођење благе експанзивне кредитно-монетарне политике, како би дошло до компензације и амортизације рецесионог јаза у привреди. Кејнзијански механизам монетарне стратегије почивао је на тези да, померањем каматне стопе нагоре или надолу, држава може да утиче на одлуке да ли инвестирати или ће капиталисти позајмљивати капитал у циљу “грејања” или “хлађења” привреде. Рецесионе трендове у привреди Кејнз види као узрок смањивања стопе приноса од капитала у односу на каматне стопе. Ако је очекивана стопа приноса капитала нижа од тржишне каматне стопе, или јој је једнака, онда долази до застоја инвестиционих активности. Тада се власницима капитала више исплати да се баве рентијерством, него да новац улажу у инвестиције.<sup>2</sup> Дакле, неопходан (али не и довољан) услов за кејнзијанску монетарну стратегију јесте ниска каматна стопа, која изазива кредитну експанзију (или, евентуално, нижа штедња). Манипулацију каматним стопама Кејнз, на крају, ипак види само као један од инструмената за подстицање инвестиција. Он истиче да је мало вероватно да ће утицај политике централне банке на банкарске каматне стопе бити сам по себи довољан да би се одредио оптимални ниво инвестиција. Овим су кејнзијанци наглашени и као скептици у погледу ефикасности монетарне политике.

Кејнзијанци верују у индиректну везу између новца и реалног БДП. Они сматрају да експанзивна монетарна политика повећава понуду зајмовних средстава расположивих кроз банкарски систем, због чега ће каматне стопе пасти. Са нижим каматним стопама се агрегатни расходи за инвестиције обично повећавају, због чега реални БДП расте. Дакле, монетарна политика може само индиректно утицати на раст реалног БДП.

Узроке инфлације кејнзијанци посматрају више институционално, првенствено кроз притиске својих радника на компаније да подижу зараде. Компаније потом такве плате радника морају да правдају кроз накнадно повећање цена како би оствариле већи профит. Ово изазива повећање и плата и цена, што захтева повећање понуде новца да би привреда могла да функционише. Главни узрок инфлације трошкова, по

---

<sup>1</sup> Грубишић З., Фабрис Н., Галић Ј., 2011, “*Нове тенденције у монетарној политици*”, Зборник радова са Друге међународне научне конференције “Економија интеграција”, Тузла, 8-9. децембра, стр. 243.

<sup>2</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, “*Монетарна економија*”, Економски факултет, Ниш, стр. 297.

кејнзијанцима, јесте бржи пораст најамнина радника у односу на продуктивност рада. Самим тим, влада и централна банка штампају новац како би одржале корак са инфлацијом. Кејнзијанци иначе инфлацију посматрају као узрок промене понуде новца. Процес генерисања инфлације се, по кејнзијанцима, може приказати на следећи начин:<sup>3</sup>

↑ трошкови производње => ↑ цене => ↑ тражња новца => ↑ количина новца

Кејнз је страховао да би каматне стопе могле изазвати претерану инфлацију или дефлацију. Ако инвестиције прелазе уштеде, може доћи до инфлације, и обрнуто, до дефлације. То би значило контролу каматних стопа као средство за борбу против инфлације. Дакле, економско благостање у држави, по Кејнзу, зависи од одржавања каматне стопе на нивоу који води штедњи и инвестицијама тако да помаже стабилизовању цена. Тај модел представља кључ монетарне стратегије коју би централне банке у свету данас могле да воде.<sup>4</sup>

Уопштено посматрано, стратегија Кејнзове експанзивне монетарне политике одговара више “нормалним” временима, јер монетарна експанзија само тада може да стимулише економију. Према мишљењу кејнзијанаца, монетарна политика има другоразредну улогу и треба да се користи углавном као подршка фискалној политици. Кејнз сматра да монетарна политика сама по себи није довољна за подстицање инвестиција.

Кејнзијански приступ трансмисионог механизма јесте процес у коме промене у монетарном сектору (повећање или смањење каматних стопа (i)) имају утицај у реалном сектору, повећавајући или смањујући инвестиције (I), познате као капитал. Постоји инверзан или негативан однос између каматне стопе и капитала и инвестиција. То значи да се, када се каматна стопа повећава, капитал или инвестиције у привреди смањују и обрнуто. Трансмисиони механизам монетарне политике за кејнзијанце и фискалисте јесу камате, које заправо представљају цену новца.<sup>5</sup> Према кејнзијанском

---

<sup>3</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 301.

<sup>4</sup> Dileo, Petrino, “*The return of Keynes?*”, *International socialist review*, Issue 63, January-February 2009, подаци доступни на адреси <http://www.isreview.org/org/issues/63/feat-keynes.shtml>, доступно дана 01.04.2012.

<sup>5</sup> Комазец С., Ристић Ж., 2009, “*Менаџмент монетарних и јавних финансија*”, Етно стил, Београд, стр. 321.

приступу, уколико централне банке повећају уплив новца, потражња за обвезницама се повећава, цене обвезница расту, а то ће проузроковати смањење каматне стопе. Смањење каматних стопа ће смањити трошкове капитала, а инвестиције ће се повећати. Кроз кејнзијански IS-LM модел, функционишу само новац и обвезнице, а анализа је фокусирана једино на каматну стопу.<sup>6</sup>

Традиционални кејнзијански IS-LM поглед на трансмисиони механизам монетарне политике се може представити на следећи начин:

$$\uparrow M_s \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y,$$

где  $\uparrow M_s$  указује на експанзивну монетарну политику, при чему долази до пада реалних каматних стопа  $\downarrow i$ , што заузврат смањује трошкове капитала и изазива пораст инвестиција  $\uparrow I$ , а то доводи до пораста агрегатне тражње и пораста националног дохотка  $\uparrow Y$ .

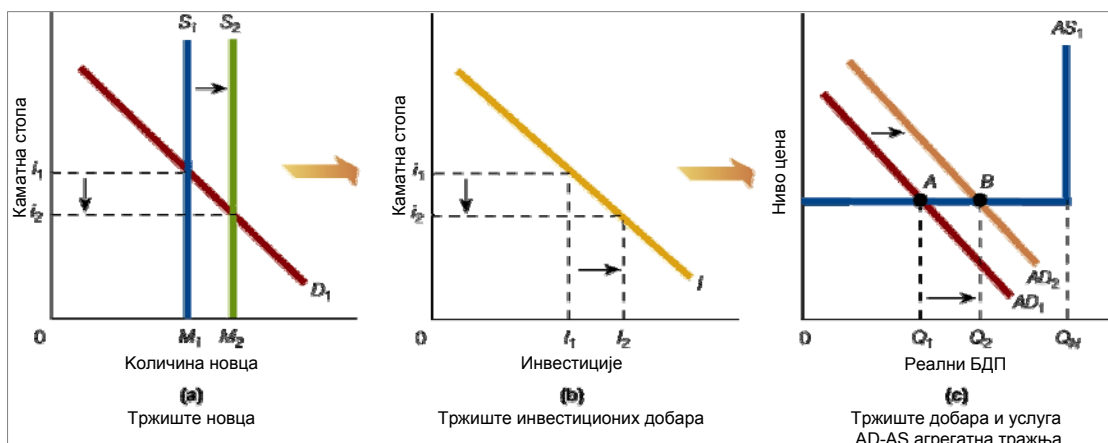
Дакле, тежиште кејнзијанаца јесте на агрегатној тражњи. То значи да повећање понуде новца доводи до ниже каматне стопе, а као резултат тога повећавају се инвестиције. Према томе, кејнзијански економисти верују у индиректан ефекат монетарне политике, а то значи да промене у понуди новца мењају каматне стопе, што доводи до промене жељене брзине улагања. Када инвестициони расходи расту, агрегатна крива тражње се помера удесно. Реални БДП расте од Q1 до Q2, а стопа незапослености опада. Код кејнзијанаца, каматне стопе и инвестиције су трансмисиони механизам монетарне политике, односно начин на који монетарна политика утиче на макроекономске резултате. Коначно, кејнзијански трансмисиони механизам омогућава везу између тржишта новца и робе и услуга на тржишту, (слика 1).

---

<sup>6</sup> Takim A., 2011, "Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 87.



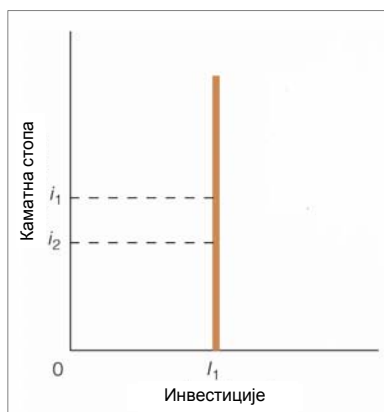
Слика 1. Кејнзијански трансмисиони механизам монетарне политике



**Извор:** Roger A. Arnold (2008), Economics, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 314

С друге стране, ако су инвеститори песимистични у вези с повратком својих средстава, они могу бити и неосетљиви на смањење каматних стопа. Ова ситуација је карактеристична у условима високе инфлације, економских криза, природних катастрофа, ратног стања и др. Промена каматне стопе неће мењати инвестиције, дакле, агрегатна тражња и реални БДП се неће променити, (слика 2).

Слика 2. Блокада кејнзијанског трансмисионог механизма монетарне политике



**Извор:** Roger A. Arnold (2008), Economics, 8 th. Edition, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 302

Кејнз је указао и на постојање такозване замке ликвидности. Замка ликвидности је ситуација у којој монетарна политика више нема никаквог утицаја на реални БДП или на цене. Камате су, већ нула по кејнзијанцима, у условима депресија и криза у замци ликвидности и никаква додатна монетарна експанзија их неће смањити. То значи да монетарна политика тада нема утицаја ни на реалне величине: инвестиције, раст или цене. У реалности, централна банка може смањити каматну стопу само на нулу, никако ниже. У противном, нико неће давати новац на зајам. Монетарна политика је рестриктивна чак и ако је каматна стопа нула. Следи да, ако држава хоће да подстакне економски раст, онда она то мора урадити фискалним стимулансом. Монетарни раст је немогућ зато што су камате већ нула. То је кејнзијанска теоријска основа за фискални стимуланс.<sup>7</sup>

Класична дефиниција замке ликвидности је ситуација у којој конвенционална монетарна политика постаје немоћна зато што краткорочна, номинална каматна стопа достиже нулту, доњу границу. Кејнзијанци верују да тражња за новцем зависи од прихода и интереса. Замка ликвидности настаје због тога што је каматна стопа толико ниска да свако очекује да она расте. То значи да повећање понуде новца не изазива смањење каматних стопа. Ако је тржиште новца у замци ликвидности, повећање новчане масе неће смањити каматну стопу. Из тога следи да неће бити промена у инвестицијама, агрегатној тражњи и реалном БДП. Централна банка може штампати новац, али се апсолутно ништа неће дешавати. Овим монетарна политика нема утицаја на привредни раст, инвестиције или цене, (слика 3).

↑ понуда новца

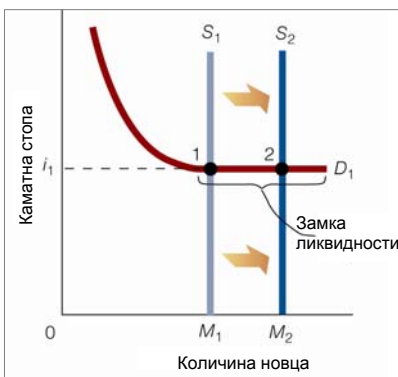
Замка ликвидности  $\rightarrow i \rightarrow I \rightarrow AD \rightarrow Q, P, U$

Кејнзијанци се овим питањем нису много бавили, али су указивали на постојање таквог стања. После Велике депресије с почетка прошлог века, САД и њихова централна банка (Фед) су и данас у донекле сличној позицији.

---

<sup>7</sup> Тасић С., “Тржишно решење: инфлација, замка ликвидности, микро и макро”, 28. август 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://C:Documents%20and%Settings/korisnik/Mu%20Documents/i...>, Београд, доступно дана 12.05.2012.

Слика 3. Кејнзијански механизам монетарне политике, тзв. замка ликвидности



**Извор:** Roger A. Arnold (2008), *Economics*, 8th edition, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohio, USA, p. 302

Генерално посматрано, монетарна експанзија, по кејнзијанцима, није приоритет. По њима, инвестиције зависе од камата, а економска активност и запосленост расту када падају камате, али само на кратки рок. Након таквог раста економске активности, монетарни ефекат се прелива на цене, а раст се прилагођава надолу. Због ових околности, монетарна експанзија може донети само привремени позитивни ефекат. Уосталом, кејнзијанци мере монетарне политике скоро увек стављају у други план, посматрано на дуги рок.

### 1.1.2. Монетаристички приступ стратегији монетарне политике

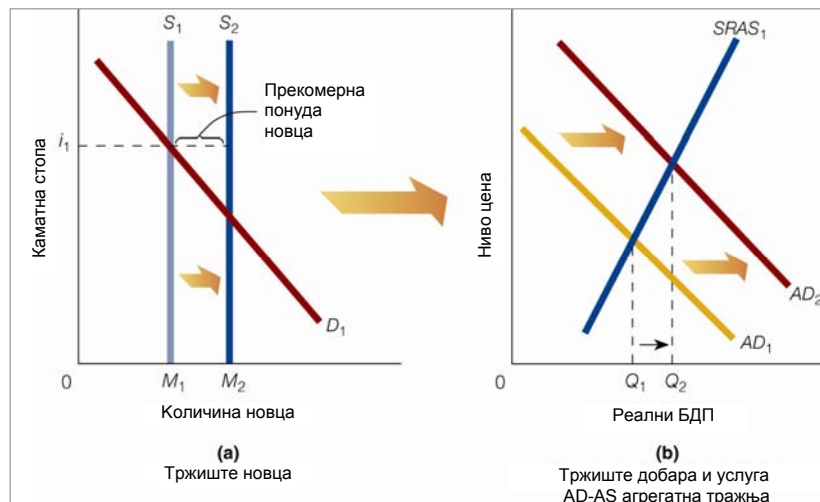
Када је реч о стратегији монетарне политике, Милтон Фридман (Milton Friedman) поставља тезу о томе да “можда не постоји други емпиријски однос у економији који се понавља равномерно тако... као однос између суштинских промена током кратког периода у залихама новца и ценама... један је увек повезан са другим и у истом правцу”.<sup>8</sup> Код монетаристичке варијанте трансмисионог механизма монетарне политике постоји директна веза између тржишта новца и робе и услуга на тржишту. Према монетаристима, повећање понуде новца од  $M_1$  на  $M_2$  доводи до његовог вишка на тржишту. То подразумева повећање агрегатне тражње од  $S_1$  на  $S_2$ , пораст реалног

<sup>8</sup> Friedman M., 1956, “*The Quantity Theory of Money: a restatement*”, in Friedman (ed) *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, p. 3-21.

БДП од  $Q_1$  на  $Q_2$ , све већи скок цена и смањење незапослености. Насупрот томе, смањење понуде новца значи смањену агрегатну тражњу, пад реалног БДП, смањење цена и повећање незапослености.

У интерпретацији монетаристичког трансмисионог механизма, пораст понуде новца на тржишту робе и услуга условљава подстицање агрегатне тражње и повећање потрошње. Промене на тржишту новца директно утичу на агрегатну тражњу роба и услуга. На пример, повећање понуде новца оставља људима могућност да га троше у широком спектру роба и услуга<sup>9</sup> (слика 4). С обзиром на то, монетаристи тврде да монетарна политика делује директно на кретања у привреди.

Слика 4. Монетаристички трансмисиони механизам монетарне политике



**Извор:** Roger A. Arnold (2008), *Economics*, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 318

Трансмисиони механизам монетарне политике у интерпретацији монетариста може бити представљен кроз раст или пад новчане масе:

$$\text{Новчана маса } \uparrow \Rightarrow \text{AD} \uparrow \Rightarrow \text{Q} \uparrow, \text{P} \uparrow$$

<sup>9</sup> Roger A. Arnold, 2008, *Economics*, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohayo, USA, p. 305-306.

где је:

Q - реални БДП,

P - раст цена

Новчана маса  $\downarrow \Rightarrow AD \downarrow \Rightarrow Q \downarrow, P \downarrow$

Монетаристи тврде да је тражња за новцем стабилна категорија и да није осетљива на промене каматне стопе. Дакле, експанзивна монетарна политика служи да би се створио вишак новца, који ће домаћинства брзо потрошити, чиме се повећава агрегатна тражња. За разлику од класичних економиста, монетаристи признају да економија не може увек да функционише на нивоу пуне запослености. Тако тврде да експанзивна монетарна политика, на краћи рок, повећава ниво реалног БДП и агрегатну тражњу. Међутим, на дужи рок, када привреда функционише на нивоу пуне запослености, монетаристи тврде да класична теорија остаје добра веза између понуде новца, нивоа цена и реалног БДП. Експанзивна монетарна политика ће дугорочно довести до инфлације и неће утицати на ниво реалног БДП. Њихов главни представник Милтон Фридман тврди да су залихе новца узрочно неутралне на дуги рок, али и признаје да промене у понуди новца могу имати ефекте на реалне токове у кратком року.

Монетаристичка теорија је покушала да докаже да постоји уска корелација између промена новчане масе и промена реалних економских категорија. По њима, између количине новца потребне привреди и нивоа дохотка, постоји чврст однос, (табела 1).<sup>10</sup>

Монетаристи не одбацују деловање промене понуде новца на реална кретања у привреди, али за њих кејнзијански IS-LM модел није једина алтернатива. Он само представља једну од многих могућности деловања промене у количини новца на реална привредна кретања.<sup>11</sup> Савремена монетаристичка теорија допушта могућност утицаја инфлаторних очекивања на процес трансмисије монетарне политике.<sup>12</sup>

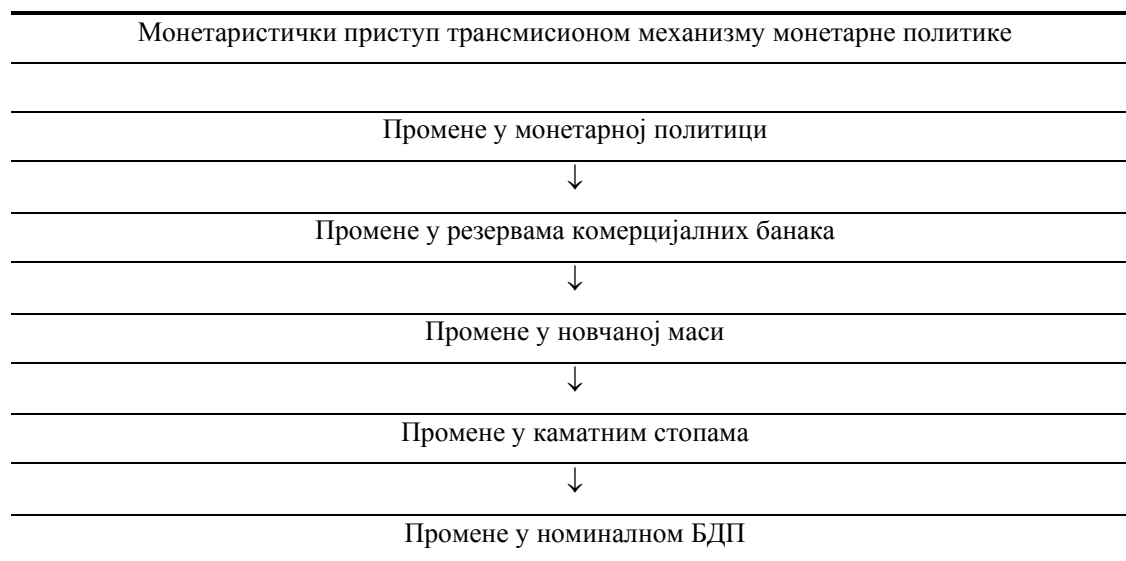
---

<sup>10</sup> Ђуровић Годоровић Ј., *op. cit.*, стр. 329.

<sup>11</sup> Живковић А., 1995, “Анализа ефикасности монетарне политике у Југославији”, Економски факултет, Београд, стр. 70.

<sup>12</sup> Ђуровић Годоровић Ј., *op. cit.*, стр. 329.

**Табела 1.** Монетаристички приступ трансмисионом механизму монетарне политике



**Извор:** Takim, Abdullah (2011), "Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 86

### 1.1.3. Промена става о вођењу монетарне политике у савременим условима

Оно што је остало као константа током последњих деценија несумњиво је то да монетарна политика и даље утиче на цене, али са дугим и променљивим заостатком. Ову тезу је још 1960. године популарисао Милтон Фридман. Недавна глобална финансијска криза условила је да се многе централне банке у свету суоче са бројним питањима изван монетарне политике кејнзијанског или монетаристичког типа. Модеран поглед на вођење монетарне политике у савременим условима развили су економисти Пол Кругман (Paul Krugman) и Мајкл Вудфорд (Michael Woodford), који су директни експоненти ове политике. Они тврде да монетарна политика у савременим условима може да савлада замке ликвидности, под претпоставком пројектоване стопе номиналног БДП, уз снижење реалних каматних стопа. Ова популарна идеја почиње са променом циља тзв. пројектоване циљане инфлације: предлаже се пројектовани номинални БДП (најчешће коришћена мера националне производње, изражена у текућим ценама). Кругман и Вудфорд закључују: ако се људи плаше да ће инфлација временом нарушити реалну вредност њихових новчаних фондова, то у суштини

обавезује централну банку да циља већу инфлацију током периода депресије.<sup>13</sup> Прогноза циљања монетарних и реалних ефеката у економији постала је све популарнији приступ у организацији монетарне политике у савременим условима.<sup>14</sup>

Критичка пресуда монетарне стратегије Вудфорда, али и Кругмана, у интерпретацији Дејвида Ледлера (David Ledler), да је добро прилагођена, али у мирним монетарним условима, фер фискалним временима и ограниченом виду затворене економије. Она нам указује на то како да останемо на курсу дефинисане ниске и стабилне инфлације у таквом окружењу.<sup>15</sup>

Варијанта модерне монетарне стратегије и политике централне банке представља повратак кејнзијанског начина размишљања. То значи да је монетарна политика централне банке трајно подређена фискалној политици. Најбољи начин да одговоримо савременим условима јесте преко фискалне консолидације и агресивне монетарне политике. Тачније, агресивна фискална политика је од суштинске важности када је званична каматна стопа близу нуле. Заправо, проблем је у томе што је “нула-доња граница”, а то је проблем који се јавља упркос најбољим напорима креатора монетарне политике.<sup>16</sup>

У том смеру су ишла и истраживања Васка Курдијеа (Vasco Cúrdia) и Мајкла Вудфорда (Michael Woodford), према којима експлицитна улога централне банке, која је данас на сцени у кризном и посткризном периоду, јесте креирање политике у ходу. Они закључују да такво стање не мора да имплицира такву улогу централних банака, првенствено због квантитативних олакшица, ињекција ликвидности, масивних пакета

---

<sup>13</sup> Kaspar H., “*The liquidity trap, monetary policy, and inflation expectations (help needed)*”, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://kantooseconomics.com/2012/02/03/the-liquidaty-trap-monetary-r...>, доступно дана 23.05.2012, стр. 1.

<sup>14</sup> Свенсон (1997, 2005.) у раду “*Предности формулисања политике у погледу циљаних критеријума, него експлицитног инструмента владавине*”. Ово су разматрали и Свенсон (2003, 2011.) и Вудфорд (2011, у припреми). Giaonnoni, P. Marc., Woodford, Michael, “*Optimal Target Criteria for stabilization policy*”, Staff report N0 535, Federal reserve bank of New York, January 2012, p. 1.

<sup>15</sup> Laidler D., 2004, “*Woodford and Wicksell on Interest and Prices The Place of the Pure Credit Economy in the Theory of Monetary Policy*”, panel discussion held at the History of Economics Society Meeting in Toronto, Toronto, June 25-28.

<sup>16</sup> Svensson L., 2003, “*Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others*”, Journal of Economic Perspectives, 17 (Fall), p. 145-166.

спасавања као додатних инструмената стабилизационе политике, чак и када је доња граница каматне стопе нула.<sup>17</sup>

С друге стране имамо став критичара монетарно-фискалне сарадње. Историјски гледано, Пол Мек Калеј (Paul McCulley) истиче да је фискална строгост функционисала само у пратњи са монетарном релаксацијом. То је због тога што је у замци ликвидности ризик од инфлације замењен ризиком од дефлације. Фискална строгост у времену слабе глобалне агрегатне тражње има дефлаторан утицај, што опоравак од кризе чини знатно споријим и много мање вероватним. У замци ликвидности владе немају логичнију опцију него да позајмљују и инвестирају. У рецесији ће каматна стопа пасти на нулу, као у Великој Британији током 2009. године после финансијске кризе. У том случају су банке и други финансијски посредници у Великој Британији држали новац код себе, уместо да кредитирају. Дакле, док задуживање може бити стимулисано, ликвидност није пропуштана кроз систем, тј. капитал је био заробљен и недоступан. Теоријски, овај ефекат продубљује рецесију и слаби реалну економију. Власти су у том случају могле да заобиђу банке и “упумпају” новац у привреду. Више формално, процес се зове квантитативно попуштање. Управо због ових околности је, нарочито у развијеним економијама, код вођења монетарне политике у време криза и депресија на сцени све присутнији кејнзијански начин размишљања.

Бен Бернанке, гувернер централне банке САД, истиче да под околностима у замци ликвидности, већа сарадња између монетарне и фискалне власти није у складу са независношћу централне банке. Ипак, како истиче Бернанке, улога независне централне банке различита је у инфлаторним и дефлаторним условима. Наличје инфлације, према његовом мишљењу, често је повезано са претераним задуживањем државе. Врлина независне централне банке је њена способност да каже “не” влади у замци ликвидности. Међутим, претерано задуживање владе и стварање новца указује на то да ће се вероватно створити проблеми.<sup>18</sup> Са данашњег аспекта посматрано, у монетарној политици, као и у многим другим областима, ниједна величина не одговара свима. Монетарна политика треба да буде независна од политичких притисака и више фокусирана на ценовну стабилност. Уосталом, финансијска криза из 2008. године

---

<sup>17</sup> Cúrdia V. and Woodford M. (July 2010), “*The central bank balance Sheet as an instrument of monetary policy*”, Staff Report N0 463, Federal reserve bank of New York, p. 1-82.

<sup>18</sup> McCulley P. and Pozsar Z. 2012, “*Does Central Bank independence Frustrate the optimal fiscal monetary policy mix in a Liquidity Trap*”, paper to be presented at the Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center’s Society of Fellows, Banque de France, Paris, March 26, p. 1-3.



умногоме је донела монетарно-фискално-политички консензус. То се поклапа са ставовима Вудфорда (2003) и Вебера (2006) кроз “нови консензус”, преко одбацивања теорије количине новца и повратак на старе идеје елиминисања високог нивоа инфлације, прилагођавањем номиналних каматних стопа на промене у нивоу цена. По овом питању имамо врло аутентичан став економисте Аксела Вебера (Axel Weber). По њему, примарни циљ централних банака треба да буде стабилност цена, дефинисана кроз стопу инфлације на око 2% у временском периоду од две године. Овај економиста је сматрао да су краткорочне каматне стопе довољно средство за постизање овог циља. Креатори монетарне политике треба да интервенишу тек пошто се финансијска криза догоди, уз минимизирање штете кроз одлучност смањења каматних стопа.<sup>19</sup>

Главне лекције које истиче Аксел Вебер, кроз искуства примењене монетарне стратегије у еврозони, су следеће:

- а) прво, монетарна политика мора да размотри импликације за стабилност цена кроз одржавање ценовне стабилности;
- б) друго, каматна стопа остаје средство у борби против финансијске неравнотеже;
- в) треће, стабилност цена би требало да се види кроз стабилну и ниску инфлациону стопу и
- г) без стабилно оријентисане разборите фискалне политике, монетарној политици ће бити све теже да обезбеди стабилност цена са ниским каматним стопама. То би уједно била порука централним банкарима за вођење монетарне политике у савременим условима.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Weber A. Axel, 2011, “*Challenges for monetary policy in the European monetary Union*”, This article was originally presented as the Homer Jones Memorial Lecture, organized by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 93(4), July/August 2011, p. 236.

<sup>20</sup> *Op. cit.*, стр. 240.

## 1.2. Таргетирање девизног курса

### 1.2.1. Основе концепта таргетирања девизног курса

Таргетирање девизног курса је режим монетарне политике са дугом историјом.<sup>21</sup> Стратегија таргетирања девизног курса подразумева форму везивања вредности домаће валуте за неку робу (злато, на пример, као што је било у току примене златног стандарда). Новија форма режима фиксног девизног курса подразумевала је везивање националне валуте за валуте великих нискоинфлаторних земаља, као што су САД или Немачка (тзв. земља-сидро, *anchor country*).<sup>22</sup> У неким случајевима имали смо варијанту увођења пузајућег таргетирања, где се дозвољава депресијација, али у стабилном опсегу. То значи да инфлација у земљи таргетирања девизног курса може бити већа од оне у земљи сидра. Уосталом, суштински мотив примене стратегије таргетирања девизног курса је то што се кроз везивање националне валуте за валуту стране земље постиже коначни циљ, а то су ниска и стабилна инфлација. Системом везивања за валуту која има монетарну стабилност долази до селидбе кредибилитета монетарних власти таргетиране валуте.<sup>23</sup>

Главне предности стратегије засноване на таргетирању девизног курса су следеће:<sup>24</sup>

- а) Номинално сидро таргетираног девизног курса непосредно доприноси одржавању инфлације под контролом тако што се стопа инфлације везује за робу, којом се тргује на међународном нивоу, у сидро-држави. Наиме, иноцену робе којом се тргује на међународном нивоу одређује светско тржиште, док је домаћа цена те робе фиксирана за таргетирани девизни курс.
- б) Таргетирани девизни курс обезбеђује аутоматско правило за вођење монетарне политике која помаже у ублажавању временске недоследности.

---

<sup>21</sup> Đurović Todorović J., 2007, “*Experiences with different monetary strategies*”, Facta universitatis, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 4, No 1, Niš, p. 32.

<sup>22</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, “*Монетарни и фискални менаџмент*”, Економски факултет, Ниш, стр. 187.

<sup>23</sup> Лакић С., 2006, “*Инструментаријум монетарног менаџмента*”, Економски факултет, Подгорица, стр. 112.

<sup>24</sup> Mishkin S. Frederic, 2006, “*Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*”, Data status, Beograd, стр. 490.

- в) Таргетирани девизни курс постаје сасвим транспарентан, једноставан и разумљив публици.<sup>25</sup>

Недостаци стратегије таргетирања девизног курса се огледају у следећем: Прво, проблем је у томе што с мобилношћу капитала држава више не може да примењује сопствену, независну монетарну политику. Овим држава која примењује концепт таргетирања девизног курса губи самосталност у монетарној области како би одговорила на домаће проблеме који су независни од оних који потресају државу-сидро.<sup>26</sup>

Друго, државе које су у механизму девизних курсева су отворене за спекулативне нападе на своје валуте, а одбрамбена стратегија је веома скупа.<sup>27</sup>

Треће, један од недостатака таргетирања девизног курса је у томе што таква стратегија слаби одговорност креатора монетарне политике. Како стратегија таргетирање фиксира девизни курс, она елиминише главног показатеља да монетарна политика постане превише експанзивна.<sup>28</sup>

На крају, четврти недостатак је отварање могућности за остваривање зараде путем правовремене и повољне продаје пре њихове депресијације.

### **1.2.2. Искуства изабраних земаља са таргетирањем девизног курса**

Ако пођемо од искуства водећих економија у Европи, од краја осамдесетих година у Великој Британији се водила политика таргетирања девизног курса, док је Француска ову операцију извела 1987. године. Централна банка Енглеске, после везивања за немачку марку у 1990. години, до 1992. године снизила је инфлацију са 10% на 3%. Ако посматрамо претходни временски период, просечна вредност инфлације у Великој Британији била је од 1970-1979. године 12,6%. У периоду од 1980-1992. године пала је на 6,9%. Ипак, после 1992. године, Велика Британија је

---

<sup>25</sup> Neupauerová Marianna, Ján Vravecstr, 2007, “*Monetary strategies from the perspective of intermediate*”, *Panoeconomicus*, 2, Novi Sad, стр. 223.

<sup>26</sup> Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 490.

<sup>27</sup> Лакић С., 2006, “*Инструментаријум монетарног менаџмента*”, Економски факултет, Подгорица, стр. 114.

<sup>28</sup> Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 491.

почела да примењује стратегију инфлационог таргетирања.<sup>29</sup> До тада је, избором концепта таргетирања девизног курса, Велика Британија постигла добре економске перформансе. Према подацима централне банке Енглеске, просечна стопа раста БДП у периоду 1980-1992. године порасла је на 1,8%. Енглеска је након преласка на концепт таргетирања девизног курса снизила и незапосленост на 10,1% 1992. године.

Позната су и позитивна искуства осталих развијених економија, нпр. Аустрије и Холандије. Ове земље су свој девизни курс везале за немачку марку и допринеле да таква стратегија монетарне политике подстакне интеграцију домаће привреде са суседним економијама. Веома је илустративан пример Италије, чија је јавност прва била опредељена за улазак државе у систем ЕМУ. Тражило се да монетарном политиком руководи неко ван државе. До уласка Италије у систем ЕМУ, ефекти италијанске монетарне политике нису били добри. Сличан пример представља Грчка, која је тек након уласка у зону евра смањила стопу инфлације.

Врло су илустративна и негативна искуства. Француска је наставила концепт таргетирања девизног курса везивањем своје валуте, француског франка, за немачку марку. Негативне последице уједињења Источне и Западне Немачке и вођење експанзивне фискалне и рестриктивне монетарно-кредитне политике, а тиме и раста дугорочне каматне стопе после 1991. године, директно су имали утицај и на раст каматне стопе у Француској. Шокови у земљи сидра директно се преносе зато што промене у каматној стопи имају директан утицај у таргетираној економији. У Француској је примена концепта таргетирања девизног курса довела до растуће стопе незапослености и успорене стопе привредног раста.

Познато је да су растуће економије примењивале концепт таргетирања девизног курса и имале успеха у томе, нарочито у почетку. Концепт таргетирања девизног курса помогао је да се смањи инфлација и подстакне конкурентност њихових привреда путем размене. Овде је девизни курс коришћен као номинално сидро између земаља. Међутим, ако се ова стратегија монетарне политике практикује дуго без адекватног учвршћивања сектора банкарства и финансијског система, кроз развој институционалне инфраструктуре привреде, негативни ефекти постају доминантни. Таргетирање девизног курса је примењивано у Аргентини 1990. године. Први

---

<sup>29</sup> Банка Енглеске (енг. Bank of England) почела је објављивати Inflation report, тзв. тромесечно извештавање о постигнутом напретку према достизању постављеног циља. Frederic, S. Mishkin, 2010, "Економија новца, банкарства и финансијских тржишта", Мате, Загребачка школа економије и менаџмента, Загреб, стр. 405.

результати су били позитивни, посебно у погледу снижавања високе стопе инфлације. Други позитиван пример примене концепта таргетираног девизног курса је Панама, у којој је просечна стопа инфлације била око 2,8% на годишњем нивоу током неколико деценија.<sup>30</sup> Због околности да земље у развоју могу много изгубити ако не прилагоде своју монетарну политику развијеним економијама са ниском инфлацијом, генерална констатација је да концепт таргетирања девизног курса није био довољно ефикасна стратегија монетарне политике.

С друге стране, у развијеним економијама се концепт таргетирања девизног курса показао ефикасним, али само у домену контролисања инфлације. Многе емпиријске студије су показале да у режимима фиксних девизних курсева постоји нижа стопа инфлације, али су постојале и веће флукуације привредне активности. Уопштено посматрано, таргетирање девизног курса за развијене економије није била најбоља стратегија монетарне политике којом би били контролисани сви аспекти у економији.<sup>31</sup>

Када је реч о концепту таргетирања девизног курса, кључни недостатак за развијене економије јесте отвореност економије за шпекулативне нападе на националну валуту. До краја европске валутне кризе почетком деведесетих година, имали смо као последицу то да су централне банке Велике Британије, Француске, Италије, Шпаније и Шведске, морале да интервенишу са 100 милијарди долара, а сама Бундесбанка Немачке са 50 милијарди долара.<sup>32</sup> Европски монетарни систем је 1992. године био “преплављен” шпекулативним токовима капитала, што је имало за последицу депресијацију неких валута у систему ЕМС. Њу је пратило усклађивање камата, наравно нагоре, у складу са каматном политиком земље сидра-Немачке.

Шпекулативни напади на националне валуте кроз изазивање валутне кризе, имали су штетне последице и по тзв. растуће економије. С тим у вези треба поменути тзв. текила (*Tequila*) кризу или кризу пезоса са својим главним жртвама Мексиком (1994-1995.) и Аргентином (2002). Две године касније забележено је још више

---

<sup>30</sup> Mishkin F. S. and Savastano M. A., 2001, “*Monetary Policy Strategies for Latin America*”. World Bank Policy Research Working Paper No. 2685. Retrieved April 15, 2010 at SSRN: преузето са сајта <http://ssrn.com/abstract=632753>, преузето дана 10.08.2012, стр. 8.

<sup>31</sup> Ђуровић Годоровић Ј., *op. cit.*, стр. 243.

<sup>32</sup> Лакић С., *op. cit.*, стр. 116.

неочекиваних и изненађујућих финансијских криза које су се догодиле у југоисточној Азији у периоду 1997-1998. године (Тајланд, Индонезија, Малезија и Јужна Кореја).<sup>33</sup>

### 1.2.3. Доларизација/евроизација као опција режима девизног курса

Доларизација-евроизација се дефинише као усвајање валута америчког долара или евра у једној земљи, која је изван САД или држава чланица евро зоне. Доларизацију-евроизацију схватамо и као скуп монетарних система који су међусобно врло различити, али њихова заједничка карактеристика је да им је страна валута распрострањена као средство плаћања.<sup>34</sup> Најновији подаци ММФ-а показују да 40-60% постојећих америчких долара циркулише ван територије САД.

Званична или пуна доларизација (евроизација) јесте ситуација када земља усваја страну валуту као једино законско средство плаћања. Примери за ово су Панама, Ел Салвадор и Еквадор. На пример, у Панами се од проглашења независности 1903. године користи искључиво амерички долар. Изненађујуће је да америчка влада не мора да обезбеди сагласност за друге земље када као валуту користе амерички долар. ЕМУ је пример за доларизацију-евроизацију, где више земаља користи евро као заједничку валуту. Од јануара 1999. године евро је увело 11 од 15 чланица ЕУ. То су: Аустрија, Белгија, Француска, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Немачка, Португалија и Шпанија. Док многе теорије, а посебно пракса, у многим земљама повезују амерички долар са доларизацијом, дотле су евро, руска рубља, јужноафрички ранд, новозеландски долар, аустралијски долар такође прихваћени, али више имају одлике локалне, регионалне валуте.

С друге стране, присутна је и делимична доларизација или бимонетарни систем, тј. ситуација у којој се као законско средство плаћања користе и домаћа и страна валута. Незванична доларизација се појављује у ситуацијама када се, услед неповерења у домаћу валуту, употребљава страна валута као средство плаћања, средство обрачуна или средство чувања вредности, при чему није класификована као законско средство плаћања од стране владе дате земље. Доларизација стога има смисла за веома мале и отворене економије, без реалне аутономије над девизним курсом, за земље које теже да

---

<sup>33</sup> Dabrowski Marek, 2001, "The episodes of Currency crisis in Latin American and Asian Economies", Center for Social and Economic research, № 39, Warsaw, p. 7.

<sup>34</sup> Mishkin S. Frederic, *op. cit.*, стр. 493.

избришу трагове хиперинфлације, са већ снажним интеграционим везама са САД.<sup>35</sup> Могло би се констатовати да је пуна доларизација идеалан режим за земље које се налазе у невољи или у фази економских превирања.<sup>36</sup>

Доларизација има бројне предности:<sup>37</sup>

- а) обезбеђује се ниска стопа инфлације (блиска стопи инфлације у земљи “резервне валуте”);
- б) ограничава се могућност злоупотребе монетарне политике;
- в) снижавају се каматне стопе као резултат ниске инфлације и одсуства ризика девалвације;
- г) убрзава се развој домаћег тржишта капитала;
- д) снижавају се трансакциони трошкови у међународним економским односима;
- е) олакшава се интеграција домаћих фирми у међународну привреду и утиче на пораст прилива СДИ;
- ж) по правилу доводи и до интеграције различитих економија у целини, што помаже глобализацији у свету;
- з) утиче на пораст спољне трговине;
- и) утиче на повећање буџетске дисциплине и
- к) елиминише се валутни ризик.

Поред предности, доларизација има и бројне недостатке:

- а) губитак девизних резерви;
- б) не постоји могућност прилагођавања нивоа девизног курса;
- в) ограничена је могућност вођења независне монетарне политике и девизног курса;
- г) не остварује се емисиона добит;
- д) губи се могућност коришћења инфлаторног пореза у ванредним ситуацијама;

---

<sup>35</sup> Бекер Е., 2006, “Девизно-курсни аранжмани-од екстрема до ‘нормале’”, *Раноеconomicus*, бр. 1, Нови Сад, стр. 37.

<sup>36</sup> Пелевић Б., октобар 2001-март 2002, “Појмовник режима девизних курсева”, *Економски анали* бр. 151-2, бр. 44, Економски факултет, Београд, стр. 53.

<sup>37</sup> Фабрис Н., 2007, “Евроизација у Црној Гори-предности, недостаци и ограничења”, *Квартални монитор*, бр. 11, Фонд за развој економске науке, Београд, октобар-децембар, стр. 88.

- е) ограничене су могућности централне банке да користи политику зајмодавца у последњој инстанци;
- ж) једнократни трошкови: конверзија валуте, нови софтвери, промене у рачуноводству и сл.;
- з) повећан одлив валуте у случају платнобилансних проблема;
- и) треба истаћи да у неким истраживањима преовладава мишљење да су доларизоване економије, у односу на недоларизоване економије, расле по знатно мањој стопи привредног раста и
- к) везивање девизног курса није одговарајућа стратегија ако је земља подложна недовољним међународним резервама и недовољно чврстој фискалној политици или фискалној доминантности.<sup>38</sup>

Доларизација је прихватљива као трајни режим за мале привреде (мање од милион становника) и привремени инструмент за велике економије, где је монетарна политика слабо контролисана и дестабилизујућа.<sup>39</sup> Коначно, стабилност, прихватљивост и анонимност су разлози због којих је амерички долар постао светска валута избора, а самим тим и концепт доларизације.

Валутни одбор (енг. *Currency board*) је други облик таргетирања девизног курса. Овај режим девизног курса је аранжман са фиксним девизним курсом који је везан за валуту “сидро”, злато или чак за корпу валута. Аранжман валутног одбора подразумева да се сав новац у оптицају може конвертовати у резервну валуту где су основна деловања централне банке јасно дефинисана Законом о централној банци. Правила валутног одбора су:

- Покриће емисије националне валуте је стабилна национална валута (тзв. резервна валута минимално у 100% износу);
- Национална валута је у сваком тренутку на захтев конвертибилна у стабилну страну валуту за коју је везана;
- Одржавање стабилности валуте први је и основни циљ режима којем су подређени сви остали циљеви;

---

<sup>38</sup> Лакић С., *op. cit.*, стр. 155.

<sup>39</sup> Ђуровић Годоровић Ј., *op. cit.*, стр. 247.



Ова опција таргетирања девизног курса је атрактивна за:

- а) мале и отворене економије;
- б) за земље које желе приступ ширем тржишту или валутном подручју;
- в) за земље које желе да повећају кредибилитет дезинфлационе политике која почива на девизном курсу.

### 1.3. Таргетирање монетарних агрегата

#### 1.3.1. Поуке из праксе употребе монетарних агрегата као таргета

Неколико кључних аспеката претходило је прихватању стратегије таргетирања монетарних агрегата у развијеним економијама. У том смислу, пратећи еволуцију стратегије монетарне политике у неколико развијених тржишних економија половином седамдесетих година прошлог века, у условима ескалације стопе инфлације, усвојен је концепт монетарног таргетирања као стратегија антиинфлационе монетарне политике.<sup>40</sup> Монетарно таргетирање је стратегија при којој централна банка прати и циља монетарне агрегате, односно монетарну базу, М1, М2 и М3, резерве комерцијалних банака, слободне резерве и позајмљене резерве. Коначни циљ је ниска и стабилна стопа инфлације.<sup>41</sup>

Висок пораст инфлације, све већа незапосленост и коришћење каматне стопе као таргета, чији су заговорници били носиоци правца кејнзијанске дискреционе политике, допринели су експанзији стратегије монетарног таргетирања код водећих економија света током седамдесетих година прошлог века. Ту је свакако највећу улогу имала монетаристичка теорија константне стопе монетарног раста Милтона Фридмана. Заправо, на основу искуства појединих земаља, намеће се закључак да је политика годишњег програмирања раста монетарних агрегата била у значајној мери

---

<sup>40</sup> Frederic S. Mishkin, From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference “*Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*”, Mexico City, November 14-15, 2000, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, October 2001, Washington, p. 1.

<sup>41</sup> Neupauerová M., Vravec J., 2007, “*Monetary Strategies from the Perspective of Intermediate Objectives*”, *Rapoeconomicus*, бр. 2, Нови Сад, стр. 220.

флексибилније постављена и разликовала се од типа Фридмановог монетарног таргетирања. У првом реду, она се односила на краћи рок у односу на политику константне стопе монетарног раста. Такође, програмирање стопе раста монетарних агрегата било је у виду зоне стопе раста, а не у једној цифри.<sup>42</sup> Доминантан утицај на настанак концепта монетарног таргетирања имао је и колапс Бретон Вудског (Bretton Woods) система фиксних девизних курсева, чиме је створен неопходан простор за контролу новчане масе и инфлације на националном нивоу.

Концепт монетарног таргетирања, који је усвојен у неколико индустријализованих економија седамдесетих година, показује нам да искуство у примени овог концепта није било успешно у САД,<sup>43</sup> Канади и Великој Британији. Генерално посматрано, постоје два тумачења која говоре о томе зашто монетарно таргетирање није било успешно у контролисању инфлације у овим економијама. Прво се односи на то да монетарно планирање није доследно спроведено (нпр. циљеви се нису најављивали по редовном распореду, прикривање одступања од монетарних агрегата, честа ревизија таргета и њихово премашивање). Према другом тумачењу, разлог недовољног успеха монетарног таргетирања је нестабилност односа између монетарних агрегата и циљане варијабле, као што су инфлација и номинални доходак. Општи закључак је да монетарно таргетирање није озбиљно спроведено у овим земљама.

Из концепта монетарног таргетирања, који је са више успеха примењиван у Немачкој и Швајцарској, могу се извући следећи закључци:

- а) Пратећи позитивна искуства немачке Бундесбанке, таргетирање монетарних агрегата помогло је да се кроз јавно објављивање циљања монетарних агрегата смање инфлаторна очекивања, што је омогућавало централној банци да обезбеди репутацију посвећену стабилности цена.<sup>44</sup> Чињеница је да

---

<sup>42</sup> Јовановић М., Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2000, “Значај избора адекватног модела монетарне политике за стабилан привредни развој”, Економске теме, број 2, Економски факултет, Ниш, стр. 137.

<sup>43</sup> Напомена: ФЕД је почео да објављује јавно циљање за раст новчане масе од 1975. године. Alan Greenspan, амерички економиста и председник Федералних резерви САД од јула 1993. Године, објављује да Федералне резерве више неће користити монетарне агрегате као оријентир за вођење монетарне политике.

<sup>44</sup> Hagen Von Jurgen, 1989, “Monetary targeting with exchange rate constraints: The Bundesbank in the 1980s”, Review, Federal reserve bank of St. Louis, St. Louis, September-October, p. 54.

се инфлација може елиминисати само постепено, што је, на пример, прихватила немачка Бундесбанка. Ово је подразумевало врло флексибилно толерисање промашаја монетарних таргета. Примера ради, искуство Швајцарске указује нам на то да је борба против инфлације задатак који захтева велику упорност и доследност. Могу се доживети многи неуспеси у кратком року, али ће политика, уколико је одржива, на крају уродити плодом. У том смислу је монетарно таргетирање од непроцењиве помоћи.

- б) Приступ монетарном таргетирању не би требало да буде догматски. Чак и ако су сви уверени да је овај приступ исправан на дуге стазе, дугорочни трошкови могу бити превисоки, а ту је флексибилност преко потребна. Ово је нарочито тачно за мале отворене економије, за које дешавања из иностранства могу да имају велики утицај.<sup>45</sup>
- в) Кључ успеха код стратегије монетарног таргетирања и дугорочне стратегије инфлаторне контроле код обе централне банке, и немачке и швајцарске, била је транспарентност монетарне политике. Она је подразумевала активну комуникацију са јавношћу, чиме се повећавала транспарентност и одговорност централне банке, која је подразумевала кључне елементе монетарног таргетирања: јасноћу, једноставност и разумљивост. Због тога монетарно таргетирање и даље има јаке адвокате и део је званичне политике стратегије ЕЦБ.<sup>46</sup>

### **1.3.2. Предности и недостаци таргетирања монетарних агрегата**

Стратегија таргетирања монетарних агрегата има низ предности, али и врло озбиљне недостатке. Кључна предност таргетирања монетарних агрегата у односу на концепт таргетирања девизног курса јесте у томе што омогућава централној банци да прилагоди своју монетарну политику домаћим околностима. То омогућава централној

---

<sup>45</sup> Kohli U. and Rich G. (Winter 1986), “*Monetary control: The Swiss experience*”, *An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, Vol. 5, N03, Cato Institute, Massachusetts, Washington, p. 925-926.

<sup>46</sup> Резимеи Фредерика Мишкина могу се наћи у истраживањима NBER Reporter-а: Mishkin, Frederic, “*A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics*”, NBER Reporter (Winter 1982/3), p. 4-7; Mishkin S. Frederic, “*Financial Crises*”, *NBER Reporter* (Winter 1996/7), p. 10-12, преузето са: <http://www.nber.org/reporter/winter02/mishkin.html>, доступно дана 31.12.2011.

банци избор инфлаторних циљева, који се разликују од оних у другим земљама, а нуди одговор и на флукуације производње.

Такође, једна од предности концепта монетарног таргетирања јесте транспарентност кроз прецизне цифре монетарних агрегата, које се обично објављују у року од неколико недеља. Монетарни агрегати тиме могу послати сигнале јавности и тржишту о ситуацији у вези са монетарном политиком и намерама креатора монетарне политике да контролишу инфлацију у прихватљивим границама. Овим чином се промовише и скоро тренутна одговорност креатора монетарне политике, тј. централне банке, да се инфлација одржава на ниском нивоу. Монетарни таргети доприносе готово директној надлежности монетарне политике да смањи стопу инфлације, спречавајући да креатори монетарне политике упадну у замку временске недоследности. Коначно, монетарно таргетирање мора бити део дугорочне стратегије инфлаторне контроле. С друге стране, имамо два кључна проблема од којих зависе предности монетарног таргетирања:

- а) Предност таргетирања монетарних агрегата зависи од кључне претпоставке да мора постојати снажан и поуздан однос између варијабле циља (инфлација или номинални БДП) и таргетираног агрегата. Уколико је веза између монетарног агрегата и циљне варијабле слаба, концепт таргетирања монетарног агрегата неће произвести крајњи циљ. Самим тим, концепт монетарног таргетирања неће пружити јасан сигнал у вези са монетарном политиком централне банке.
- б) Предност код таргетирања монетарног агрегата је у томе што он мора бити увек добро контролисан и планиран. Уколико се то не дешава, не може пружити јасан сигнал о намерама креатора монетарне политике.

Иако је концепт монетарног таргетирања био успешан у сузбијању инфлације у Швајцарској и посебно Немачкој, искуства сугеришу да посебни услови у те две земље нису били задовољени на неком другом месту.<sup>47</sup> То нам управо показује искуство у САД, Канади и Великој Британији, где монетарно таргетирање почетком осамдесетих година прошлог века није било нарочито успешно, када однос новац-доходак више

---

<sup>47</sup> Концепт монетарног таргетирања примењивале су половином седамдесетих година прошлог века Федералне резерве САД, Централна банка Уједињеног Краљевства, Банка Канаде, Немачка Бундесбанка, Народна банка Швајцарске и Банка Јапана.

није био јак. Сличан проблем нестабилности кроз однос новац-инфлација евидентиран је у земљама на новонасталим тржиштима, као што су оне у Латинској Америци.<sup>48</sup> Ову ситуацију и разлоге дистанцирања од стратегије монетарног таргетирања, врло илустративно је описао некадашњи гувернер Банке Канаде Џералд Боуи (Gerald Bouey) када су у новембру 1982. године у Канади М1 циљеви били напуштени речима: “Нисмо ми напустили монетарне агрегате, они су напустили нас”.<sup>49</sup>

## **1.4. Теоријско и практично утемељење стратегије таргетирања инфлације**

### **1.4.1. Основна начела и циљеви концепта таргетирања инфлације**

Најбољи опис стратегије таргетирања инфлације можемо представити кроз оквир, а не као владавину и ригидан скуп правила монетарне политике. Бен Бернанке и други аутори дефинишу концепт циљања инфлације као оквир који карактерише јавно објављивање нумеричког циља инфлације (или циљног опсега, зоне) за један или више оперативних периода. Другим речима, таргетирање инфлације се уклапа између крајности која је карактеристика оквира “правила наспрам дискреције”, дебате која је била карактеристична у монетарној политици ранијих година. Уосталом, алтернативне дефиниције концепта таргетирања инфлације су јасно приказане у табели 2 кроз тумачења ЕЦБ-а, Свенсона (Svensson, 1997, 2002), Бофингера (Bofinger, 2001), Бернанкеа (Bernanke et al. 1999) и Марвина Кинга (Marvin King, 2004).

Значајна студија режима циљања инфлације објављена је 1999. године од стране Бена Бернанкеа, Томаса Лаубаха, Рика Мишкина и Адама Посена. Ови аутори концепт циљања инфлације у својој књизи описују као оквир за монетарну политику којег карактерише јавно оглашавање квантитативних циљева (или циљаног опсега), за стопу

---

<sup>48</sup> Frederic S. Mishkin, 2000, “*Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?*” Panoeconomicus, Vol. 4, Novi Sad, str. 364.

<sup>49</sup> Frederic S. Mishkin, 2000, From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference “*Stabilization and Monetary Policy: ooThe International Experience*”, Mexico City, November 14-15, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, October 2001, Washington, p. 3.

инфлације преко једног или више временских периода. По овим економистима ниска и стабилна инфлација је примарни и дугорочни циљ концепта таргетирања инфлације. Генерално узев аутори ове студије описују инфлационо таргетирање као оквир, насупрот правилу. Другим речима циљање инфлације се уклапа негде између екстрема који укључује “правила насупрот дискрецији”. Уместо тога циљање инфлације се може описати као облик “ограничене дискреције”. Ако цитирамо Бена Бернанкеа и остале таргетирање инфлације комбинује неке од предности традиционалног правила са онима који прописује дискрецију. Земље могу изабрати степен дискреције који желе да дају својим централним банкама. Таква флексибилност је заправо главна активност приступа циљане инфлације<sup>50</sup>.

Марвин Гудфренд (Marvin Goodfriend) разматра концепт примене инфлационог таргетирања у САД. Он чак тврди да Федералне резерве већ вежбају “имплицитно таргетирање инфлације”. Председник Федералних резерви Гринспен јасно додељује приоритет одржавању стабилности ниске стопе инфлације. Као резултат тога имамо кредибилитет Фед који је стекао кроз флексибилност у стабилизацији привреде, без губљења контроле над инфлацијом. Марвин Кинг истиче да концепт циљања инфлације треба да се посматра као “начин размишљања о политици”. С друге стране, Ларс Свенсон и Мајкл Вудфорд закључују да је концепт циљања инфлације оптимална монетарна политика. Свенсон (1999, 2003.) истиче да се ово правило монетарне политике широко тумачи као прописани водич за монетарну понашање. То обично претпоставља представљање циљева централне банке која се бави флексибилним циљањем инфлације. Марвин Кинг тврди да овај концепт исказује супериорност преко посвећености новчаном расту кроз правило на основу тога, а овај приступ треба да подједнако служи за одржавање ниске просечне инфлације и ниских инфлационих очекивања. Циљање инфлације такође постиже у кратком року оптималне резултате кроз одговоре на шокове, док код монетарног циљања то није случај.

---

<sup>50</sup> Sherwin Murray, “*Institutional frameworks for inflation targeting*”, To Bank of Thailand Syposium, Reserve bank of New Zeland, 20. October 2000, преузето са: <http://www.rbnz.govt.nz/index.html>, доступно дана 20.10.2012.

**Табела 2.** Алтернативне дефиниције таргетирања инфлације

Критеријум	ECB (2001)	Svensson (1997, 2002.)	Bofinger (2001)	Bernanke et al. (1999)	Marvin King (2004)
Стабилност цена је главни циљ монетарне политике	Да	Да	Да	Да	Да
Бројчана (нумеричка) најава	Да	Да	Да	Да	Да
Средњорочни циљ	Да	Да	Да	Нејасно, може више од једног хоризонта	Да
Интензивна комуникација са јавношћу	Да - једноставно	Да	Да, али тешко	Да	Да
Специфична правила монетарне политике	Прогноза циљане инфлације	Прогноза циљане инфлације	Експлицитна + имплицитна правила	Нејасан	Циљана стопа инфлације + одговор на шокове
Објављене прогнозе	Инфлација	Претпоставити инфлацију	Инфлација и евентуално производња	Није потребна	Нејасан
Зависност	Да	Није потребна	Није пожељна	Пожељна	Није потребна
Инструменти независности	Да	Да	Да	Да	Да
Правило или дискреција	Механичко правило	Правило	Изгледа једноставно, али је близу чисте дискреције	Ограничена дискреција	Ограничена дискреција

**Извор:** Bofinger (2001), Monetary Policy, p. 259, King, Mervyn (2004), "Comments on 'Risk and uncertainty in monetary policy' by Alan Greenspan", AEA Annual Conference, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf>, Bernanke, Ben (2004), "The logic of monetary policy" [also covers Taylor rules] <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041202/default.htm> Bernanke, Ben, Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic, and Posen, Adam (1999), Inflation targeting: lessons from the international experience, Princeton University Press, chs.1-3. Svensson, Lars (1997), "Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets", European Economic Review 41, 1111-1146. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/intermt.pdf>

Основна начела циљане инфлације подразумевају већу усмереност на динамику домаће агрегатне тражње (у односу на ограничење новчане понуде) и потенцирају

национална очекивања стопе инфлације у односу на адаптивна. Оно што издваја овакав концепт монетарне политике исказано је кроз експлицитну јавну обавезу да се контролише инфлација као примарни циљ монетарне политике, где је акценат на политици транспарентности и одговорности. Концепт таргетирања инфлације подразумева висок ниво транспарентности и кредибилитета јер је, како је истакао Б. Фридман, циљање инфлације начин манипулације очекивањима о будућој инфлацији.<sup>51</sup>

Ипак, постоји један број елемената на којима почивају циљеви концепта таргетирања инфлације, а то су:

- а) институционална посвећеност стабилности цена, која се експлицитно препознаје као главни циљ монетарне политике;
- б) јавно оглашавање средњорочног квантитативног циља инфлације;
- в) заснивање монетарне политике на широком спектру информација, не само монетарних агрегата и девизног курса, укључујући и прогнозе инфлације;
- г) транспарентност циљева монетарне политике централне банке уз образложење за њене одлуке и
- д) постојање механизма одговорности за остваривање циљева монетарне политике, посебно за достизање циљане инфлације.

Коначно, циљеви на којима почива концепт таргетирања инфлације подразумевају да централна банка јавно оглашава инфлациони таргет и обећава да ће је достићи током одређеног периода. Централна банка затим пореди стварну инфлацију са прогнозом инфлације за одређени период. Централна банка даје јавне процене о висини очекиване инфлације у наредној години. Ако пак инфлација буде изнад циља, централна банка ће подићи каматне стопе да се “охлади” привреда како би оборила инфлацију. Ако је инфлација превише ниска, централна банка даје предност нижим каматним стопама у циљу подизања инфлације на циљани (таргетирани) ниво.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Freedman B., 2003, “*Central Banking, Monetary Theory and Practice*”, Edward Elgar, p. 120.

<sup>52</sup> Đurović Todorović J., Đorđević M., 2008, “*Features of inflation targeting as a type of monetary strategy*”, Facta universitatis, Vol. 5, No 1, Niš, str. 39-40.



### 1.4.2. Стратешки избор монетарне политике таргетирања инфлације

Тренутно преовлађујуће гледиште у свету је да основни циљ монетарне политике централних банака треба да буде ценовна стабилност.<sup>53</sup> Саме централне банке у свету данас воде транспарентну политику и карактерише их отвореност која је заменила тајновитост и мистичност као водич монетарне политике у претходном периоду. Заговорници концепта таргетирања инфлације истичу да добро дефинисање инфлационог циља има пресудну улогу код избора концепта таргетирања инфлације. Циљање инфлације је стратегија монетарне политике коју карактерише најавна нумеричког инфлационог циља, кроз спровођење монетарне политике. Концепт таргетирања инфлације даје велику улогу инфлационој прогнози праћеној високим степеном транспарентности и одговорности врховне монетарне установе.

Код концепта таргетирања инфлације постоје две врсте избора. С једне стране је тзв. флексибилно таргетирање инфлације, присутно у великом броју земаља, које има за циљ стабилизовање инфлације око циљане стопе инфлације и стања реалне економије. С друге стране, категорија строго циљане инфлације има за циљ стабилизовање само инфлације, без обзира на стабилност реалне економије. Због времена заостајања и кашњења између монетарних мера и њиховог утицаја на инфлацију и реалну економију, ефикасније је тзв. флексибилно циљање инфлације јер се ослања на прогнозу инфлације. Дакле, флексибилно циљање инфлације се може најконкретније описати као циљање прогноза, где централна банка бира курс монетарне политике. Централне банке данас, генерално узев, теже флексибилном облику циљања инфлације. Уосталом, практична збивања током кризе после 2008. године у развијеним економијама показала су да се одабир концепта флексибилног таргетирања инфлације показао као прилагодљив оквир у променљивим околностима.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Фабрис Н., Галић Ј., 2010, “*Ка новој монетарној парадигми: Да ли ће финансијска стабилност постати преовлађујући циљ монетарне политике*”, Економска политика Србије у 2010. години, ка новом моделу макроекономске стабилности, Научно друштво економиста са академијом економских наука и Економски факултет Београд, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 15.

<sup>54</sup> Sarwat Jahan, (28. March 2012), “*Inflation targeting: Holding the line, International monetary fund*”, преузето са сајта <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 11.03.2012.

Централне банке многих развијених земаља су радиле на афирмисању концепта таргетирања инфлације. Пре финансијске кризе из 2008. године, развијене земље су постигле консензус подржан од стране бројних теоријских студија и практичног искуства у многим земљама. Тада је установљено правило да ће монетарна политика бити најкориснија ако је фокусирана на стабилан и занемарљив раст потрошачких цена. Креатори монетарне политике стратегије инфлационог таргетирања морају да прихвате идеју да је постизање ниске инфлације примарни циљ монетарне политике (уз минимизирање варијабилности кретања у реалној економији у току постизања и одржавања циљане стопе инфлације). Мухамед Арифи (Muhammad Arifi) у том погледу, на основу искуства земаља у развоју, истиче да су високе и променљиве инфлације скупе, било у погледу алокације ресурса или дугорочног раста производње. Исто тако, монетарна политика има значајан утицај на пролазни број реалних варијабли, укључујући и незапосленост. Имајући све ово у виду, овај економиста сматра да ће таргетирање инфлације као оквир побољшати дизајн, имплементацију и перформансе монетарне политике у поређењу са осталим концептима који се могу користити од стране централне банке. По његовом мишљењу, сви други концепти монетарне политике имају тенденцију недостатка транспарентности и нису разумљиви од стране јавности.<sup>55</sup>

За Едвина Трумана (Edwin M. Truman) стратешки избор таргетирања инфлације као оквир монетарне политике није ни “лек”, ни “отровна пилула”.<sup>56</sup> У ову стратегију монетарне политике уклапа се и тренд који је данас присутан у свету, који се од инфлационог таргетирања помера на ниво циљања цена. Дакле, централна банка данас треба да настави мандат кроз висок степен оперативне аутономије и стабилност цена, што је примарни циљ монетарне политике. Такође је присутна и одговорност централне банке за учинак у постизању циљане инфлације, углавном кроз високу транспарентност.

Аутентичан став о овом питању има нобеловац Пол Кругман (Paul Krugman), који самоуверено протежира ниво циљања цена и/или таргетирања номиналног БДП кроз “таргет прогнозу”, што је боље од садашњег режима циљања инфлације који је на снази у Великој Британији, САД и већини других развијених економија. Према

---

<sup>55</sup> Muhammad Arifi (spring 2011), “Evaluating Experiences of Developing Countries Moving Towards Inflation Targeting: A Lesson Learning for Pakistan”, Indus Journal of Management & Social Sciences, 5(1), p. 46.

<sup>56</sup> Truman M. Edwin, 2005, “Inflation targeting in the world economy”, Book Reviews, Indian Edition, Viva Books Private Limited, New Delhi, p. 428.

његовом мишљењу, циљање номиналног БДП-а је на дуге стазе стратегија, а не само трик да се развијене економије носе са актуелном рецесијом. У истом правцу иду и препоруке шведског економисте Кнута Виксела (Knut Wicksell) који истиче да монетарни оквир треба да представља не само циљање инфлације, него и циљање номиналног БДП, кроз више дискрециони приступ централних банака.<sup>57</sup>

У протекле три-четири године централне банке широм света суочавају се са новим изазовима и самим тим се искристалисало питање будућности стратегије таргетирања инфлације. У том смислу Карл Волш (Carl E. Walsh) предлаже измене у монетарној политици, која укључује додатне циљеве међу циљевима централне банке, коју прати подизање нивоа циљане просечне инфлације и прелазак на циљање цена.<sup>58</sup> Ларс Е. О. Свенсон (Lars E. O. Svensson) конкретно захтева дуже временске хоризонте прогнозе са циљањем инфлације на вишем нивоу.<sup>59</sup> Овај предлог подржава и главни економиста ММФ-а Оливер Бланхард (Olivier Blanchard), који истиче да је то начин да се централним банкама које данас дају предност нижим каматним стопама остави више простора за деловање.<sup>60</sup> Уосталом, ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа довело је до предлога да се подигне праг просечне циљане инфлације. Све то сугерише потребу за великом реформом актуелне монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације у развијеним економијама.<sup>61</sup>

Закључак који је изведен из финансијске кризе 2008. и 2009. године, која је прерасла у економску кризу и која и данас траје, јесте да централне банке, осим одговорности за стабилност цена, морају да преузму и одговорност за финансијску стабилност. Концепт флексибилног таргетирања инфлације, који је важио до времена глобалне финансијске кризе 2008. и 2009. године, био је нека врста консензуса. Тај мандат, према том консензусу, аутоматски доводи до финансијске стабилности.

---

<sup>57</sup> Schuler Kurt, Bob Keleher's market price approach to monetary policy, (June 5th, 2012), преузето са сајта <http://www.freebanking.org/2012/06/05/bob-kelehers-market-price-ap...>, доступно дана 06.06.2012.

<sup>58</sup> Walsh E. Carl (September 2011), "The future of inflation targeting", The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, p. 23.

<sup>59</sup> Svensson E. O. Lars, 2010, "Inflation targeting", NBER Working paper, Working paper 11654, National bureau of economic research Cambridge, December, p. 57-60; преузето са <http://www.nber.org/papers/w11654>, доступно дана 12.09.2011.

<sup>60</sup> Roger Scott, 2010, "Inflation targeting turns 20", Volume 47, Number 1. International monetary fund, Washington, March, p. 49.

<sup>61</sup> Walsh E. Carl, 2011, "The future of inflation targeting", The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, September, p. 34.

Глобална финансијска криза је показала да се овај консензус сада све више посматра као неадекватан и недовољан. Политика каматних стопа данас није више “савршен” инструмент који је довољан за очување финансијске стабилности. Главни задатак монетарних власти је да се одржи финансијска стабилност.<sup>62</sup> Поред тога, за многе отворене економије које су усвојиле концепт флексибилног таргетирања инфлације, постоји дебата одговарајуће улоге девизног курса у циљању инфлације. На пример, у привредама са високим нивоом девизног дуга курсне промене ће имати јаке ефекте на финансијску позицију дужника. Услед тога, изазов за креаторе монетарне политике јесте у томе да обезбеде курс који остаје подређен таргетирању инфлације.<sup>63</sup> Према нашем мишљењу, концепт циљања инфлације ће после најновије економске кризе пре бити измењен него напуштен.

#### **1.4.3. Валоризовање и праћење успешности монетарне политике циљане инфлације у изабраним земљама**

Према подацима ММФ-а, почетком 2012. године више од тридесет централних банака широм света су деловале у земљама које су потпуно развиле концепт инфлационог таргетирања, док су неке друге у процесу успостављања пуног режима циљања инфлације. Може се рећи да економије еврозоне такође преферирају неки облик инфлационог таргетирања. Чак се и САД могу рачунати као (скорашњи) усвојилац концепта инфлационог таргетирања. Federal Open Market Committee (FOMC), се почетком 2012. године експлицитно огласио кроз жељени учинак инфлације.<sup>64</sup> Ова констатација само потврђује да је концепт таргетирања инфлације био релативно успешна стратегија монетарне политике у протеклом периоду.

Међутим, присутна су и другачија виђења. У односу на исходе монетарне политике, постоји велики број студија о ефектима које је имала политика циљања инфлације наспрам достигнутих макроекономских перформанси у земљама које нису примењивале овај концепт. У односу на исходе монетарне политике у земљама OECD-

---

<sup>62</sup> Marinković S., Radojičić J., 2009, “*Inflation targeting challenged by financial crisis*”, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 6, No 3, Niš, str. 249.

<sup>63</sup> Morón Eduardo and Diego Winkelried, 2005, “*Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies*”, Journal of Development Economics, Vol. 76, No. 1, p. 23-51.

<sup>64</sup> Stevens Glenn (December quarter 2012), “*Challenges for Central Banking, Bulletin Enquiries*”, Reserve bank of Australia, p. 74.

а, Бол (Ball) и Шеридан (Sheridan) су 2003. године утврдили да су земље са историјски високим инфлацијама пре 1990. године касније имале виши степен инфлације од земаља са историјски ниском инфлацијом. Они су тврдили и да нема доказа о томе да циљање инфлације побољшава остале перформансе једне земље.<sup>65</sup> Лин (Lin) и Је (Ye) 2007. године и Волш (Walsh) 2009. године су тврдили да у земљама које су примењивале концепт таргетирања инфлације није дошло до повећања привредне активности.<sup>66</sup> Имамо став и нобеловца Јозефа Стиглица (Joseph Stiglitz), противника концепта таргетирања инфлације, који истиче: "...концепт циљане инфлације довео је до огромних привредних и људских катастрофа, условљавајући пад производње и остављајући десетине милиона људи без посла. Ако то искуство није довољно да дискредитује ову политику, тешко је замислити да би било ко за инфлационо таргетирање имао другачије мишљење..." У повећању цена хране, нафте и других сировина треба тражити главне изворе тзв. епидемије инфлације. Јозеф Стиглиц истиче опасност од ослањања искључиво на концепт циљане инфлације и занемаривања финансијског сектора. По његовом мишљењу, то значи да ће растућа незапосленост и спори раст бити норма у годинама које долазе.<sup>67</sup>

Друге студије пак показују супротно. Анализе Хивонена (Hувonen), Бола и Шеридана су 2004. године показале да је усвајање концепта циљане инфлације бар делимично допринело конвергенцији инфлације у деведесетим годинама прошлог века. Вега (Vega) и Винкелрид (Winkelried) су 2005. године дошли до закључка да је таргетирање инфлације помогло да се смање ниво и нестабилност инфлације у земљама које су овај концепт усвојиле.<sup>68</sup> Понтинес Виктор (Pontines Victor) је 2011. године истакао да земље у развоју које примењују монетарну стратегију циљане инфлације имају мању нестабилност номиналног и реалног девизног курса у односу на земље у развоју које не циљају инфлацију. Дакле, усвајање концепта инфлационог

---

<sup>65</sup> Hammond Gill, 2011, "State of the art of inflation targeting-2011", Centre for Central Banking studies, Handbook, No 29, Bank of England, London, p. 6.

<sup>66</sup> Lavigne Robert, Mendes R. Rhus, Sarker Surbata (spring 2012), "Inflation targeting: The recent international Experience", Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa, p. 17.

<sup>67</sup> Akerlof G. A., Dickens W. T. and Perry G. L., 1996, "The Macroeconomics of Low inflation", Brookings Papers on Economic Activity, 1, p. 1-76.

<sup>68</sup> Hammond Gill, *op. cit.*, p. 6.

таргетирања као монетарног режима је, по њиховом мишљењу, било повољно у земљама у развоју у протеклом периоду.<sup>69</sup>

У складу са овим наводима, кроз позитивна искуства са применом концепта циљане инфлације, познати су и неки емпиријски докази у студијама ММФ-а. О концепту таргетирања инфлације у тржишним привредама и у привредама у развоју, истраживања ММФ-а су утврдила да је таргетирање инфлације било повезано са нижом инфлацијом, тј. установљена је нижа променљивост инфлације у односу на земље које га нису усвојиле. ММФ такође сматра да је оквир монетарне политике, кроз концепт циљања инфлације, био најуспешнији на почетку нафтне кризе и ценовних шокова хране из 2007. године. Иста истраживања показују да су земље у развоју, користећи концепт таргетирања инфлације, самим тим промовисале ефикаснији оквир монетарне политике наспрам других опција монетарне политике. Роџерс (Rogers) је 2010. године утврдио да је концепт циљања инфлације доказано отпоран на финансијску кризу. Карваљо (Carvalho) и Филхо (Filho) сугеришу 2010. године да концепту таргетирања инфлације изгледа више одговарају кризне ситуације.<sup>70</sup> Ларс Свенсон (Lars Svensson) је 2010. године, упоређујући индустријске и неиндустријске земље (25 земаља ОЕCD-а), дошао до закључка да се концепт циљања инфлације показао као најфлексибилнији режим монетарне политике који је успео да преживи неколико великих шокова, па и недавну финансијску кризу и дубоку рецесију у развијеним економијама. Успех је апсолутан чак и у односу на друге стратегије монетарне политике, као што су циљање девизног курса или монетарних агрегата.<sup>71</sup>

Аналитичари који предност дају коришћењу концепта таргетирања инфлације истичу да је овај режим у последњој деценији доказао да може да одржи инфлацију и стабилизује инфлациона очекивања. Досадашње позитивно искуство код примене концепта таргетирања инфлације може се потврдити у земљама у којима је концепт најдуже примењиван (Нови Зеланд, Канада и Велика Британија). У тим земљама је примењивање концепта циљане инфлације допринело смањењу инфлације и инфлационих очекивања уз ниже номиналне каматне стопе. Међу развијеним

---

<sup>69</sup> Pontines Victor, 2011, “*The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility*”, Staff paper 84, The South East Asian Central Banks (SEACEN), Research and Training Centre (The SEACEN Centre), Kuala Lumpur, Malaysia, August, p. 12-13.

<sup>70</sup> Hammond Gill, *op. cit.*, p. 6.

<sup>71</sup> Svensson Lars E. O. (December 2010), “*Inflation targeting*”, Working Paper 1665, National Bureau of economic research, Cambridge-Washington, p. 13.

економијама које су примењивале концепт инфлационог таргетирања инфлација је била мања него у земаљама које нису примењивале овај концепт.

Генерално узев, без обзира на недостатке овог концепта, циљана инфлација је у земљама у којима је примењивана у протекле две деценије дала прилично стабилно макроекономско окружење. Овим се таргетирање инфлације показало као све атрактивнија опција, коју углавном прати генерисање ниске инфлације, посебно у развијеним економијама али и економијама у транзицији.<sup>72</sup>

Поредећи кључне макроекономске варијабле у земљама са циљаним/нециљаним концептом таргетирања инфлације, економисти Банерје, Цечети и Хофман (Ruan Banerje, Stephen Cecchetti и Boris Hofman) су у периоду пре и после глобалне финансијске кризе уочили да земље које практикују циљање инфлације добро пролазе, посебно земље у транзицији. Од 2000. године су флукуације инфлације, раст БДП и инфлаторна очекивања нижи у економијама у транзицији које циљају инфлацију него у економијама без овог режима. Код економија које примењују таргетирање инфлације евидентан је стабилнији развој у односу на економије без планирања инфлације. Још је јаснији период од 2007. године који укључује глобалну финансијску кризу. У развијеним економијама евидентна је мања разлика између земаља са циљаном инфлацијом и оних без ње. То је вероватно због монетарне политике неколико великих валутних подручја (нпр. САД и еврозона), које су у пракси радиле на сличан начин као земље које примењују циљање инфлације, (табела 3).

У периоду после најновије финансијске кризе, Федералне резерве САД и Банка Јапана усвојиле су бројчане инфлационе циљеве, али нису прогласиле инфлационо таргетирање као званичну монетарну стратегију. У стварности, у многим земљама, укључујући и оне које су усвојиле циљање инфлације, монетарна политика се не спроводи на такав начин аутоматски, већ са нагласком на стабилности цена и економској стабилности на средњи и дуги рок.

---

<sup>72</sup> Ostry D. Jonathan, Ostry Ghosh, R. Atish Ghosh and Chamon Marcon, 2012, Two targets, Two instruments: Monetary and Exchange rate Policies in Emerging Market Economies, SDN/12/01, International monetary fund, Research department, Washington, February 29, p. 21.

**Табела 3.** Макроекономске варијабле у земљама са циљаним стопама инфлације и без њега, 2000-2012. године

Тип економије	Стварна инфлација				Очекивана инфлација				Раст БДП			
	2000-2006.		2007-2012.		2000-2006.		2007-2012.		2000-2006.		2007-2012.	
	Актуелна инфлација	Стандардна девијација	Актуелна инфлација	Стандардна девијација	Инфлациона очекивања	Стандардна девијација	Инфлациона очекивања	Стандардна девијација	Актуелни БДП	Стандардна девијација	Актуелни БДП	Стандардна девијација
Циљање инфлације Напредне економије	2,20	1,38	2,30	1,60	2,12	0,24	2,25	0,51	2,99	1,63	1,26	2,53
Неинфлационо циљање Напредне економије	1,47	0,70	1,41	1,59	1,44	0,24	1,29	0,55	1,97	1,66	0,40	3,38
Циљање инфлације Тржишта у транзицији	4,14	1,19	4,50	1,76	4,29	0,73	4,19	0,54	4,51	1,80	3,65	3,85
Неинфлационо циљање Тржишта у транзицији	7,29	3,01	5,25	2,72	7,33	2,69	4,65	1,20	7,13	4,50	4,13	5,53

**Извор:** Berg, Claes, Hallsten, Kerstin, Heideken Von Queijo, Virginia, Soderstrom, Ulf (2013), Two Decades of inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges, Sveriges Riksbank Economic Review, N03, Special Issue, Stocholm, p. 5., а по основу рада Benerjee, Ruan, Stephen, Cecchetti and Boris Hofmann (2013), “The Riksbank's Attainment of its Inflation Target over a longer Period of Time”, Economic Commentaries, 4, Sveriges Riksbank

Може се закључити да је концепт циљане инфлације у континуитету на тесту у високоразвијеним индустријализованим економијама. То се односи посебно на земље у развоју, које се суочавају са већим стопама инфлације него развијене економије. Последња финансијска криза је јасно показала да стабилност цена не гарантује финансијску стабилност, што је изазвало дебату о одговарајућој улози монетарне политике у одржавању финансијске стабилности. Криза је условила даља истраживања веза између реалне економије и финансијског сектора. Искуство финансијске кризе је такође подстакло расправу о алтернативи таргетирања инфлације, као што је циљање нивоа цена и/или номиналног БДП.<sup>73</sup> У техничком смислу, кључна разлика између два режима је у томе што код таргетираног нивоа цена централна банка даје себи за право

<sup>73</sup> Lavigne R. и остали, *op. cit.*, 24.



да коригује девијације цена у односу на таргет. Код примене концепта таргетирања инфлације, централна банка коригује девијације у инфлацији у односу на таргет, али не може да одговори на једностране промене у нивоу цена.<sup>74</sup> Из овога произлази нова будућа улога централних банака, што ће представљати изазов за академску и економску мисао широм света у наредном периоду.

## **1.5. Стратегија таргетирања стопе раста номиналног БДП**

### **1.5.1. Теоријске основе стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП**

Циљање номиналног БДП јесте разумна алтернатива циљању инфлације. Номинални бруто домаћи производ је, по једном приступу, једини циљ монетарне политике и представља производ одговарајућег нивоа цена и реалног друштвеног производа. Овакав приступ је некада примењивала и немачка Бундесбанка, где се, према методологији Централне банке СР Немачке, до таргета за номинални друштвени производ долазило на следећи начин: полазило се од неизбежне инфлације од 0-2%, која се онда додавала дугорочној стопи реалног друштвеног производа. Овај циљ је служио Бундесбанци као “покриће” за објављене циљеве, што се односило на обим примарног новца.<sup>75</sup>

Практична дешавања у појединим економијама нам потврђују избор стратегије таргетирања стопе раста номиналног БДП. Скот Самнер (Scott Sumner), либерални економиста конзервативних погледа, тврдио је да је Банка Енглеске током 2010. године циљала номинални БДП, а не инфлацију. Инфлација у Енглеској је током 2009. године била релативно висока, око 4-5%. То је делимично због посебних фактора као што је велики раст пореза на додату вредност и виша цена нафте. Банка Енглеске је дозвољавала да у периоду 2009-2012. године инфлација буде изнад циља. Ако би се у Енглеској одлучили на циљање инфлације, требало би поштрити монетарну политику када је инфлација висока. Они су пак приметили да је њихов номинални раст БДП још

---

<sup>74</sup> Ђуровић Годоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, “Монетарна стратегија”, Економски факултет, Ниш, стр. 137.

<sup>75</sup> Живковић А., Кожегинац Г., 2005, “Монетарна економија”, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 416.

увек релативно низак и не само да нису поштрили монетарну политику, већ су најавили други круг квантитативног попуштања. Међутим, формално гледано, Банка Енглеске још увек има мандат од владе за циљану инфлацију.<sup>76</sup> Све ово нас упућује на колапс претходно стабилног односа на релацији између количине новца и номиналног БДП. То је навело неке економисте да током осамдесетих година прошлог века и после економске кризе током 2008. године, предложе номинални БДП за таргет варијабли.

Неки економисти отуда циљање номиналног БДП виде као најбоље решење. Дејвид Андолфато (David Andolfatto) констатује да је таргетирање номиналног бруто домаћег производа “најмање лош” монетарни режим. Тржишни монетаристи Скот Самнер (Scott Sumner) и Дејвид Бекворт (David Beckworth) су, уместо инфлационог таргетирања (као што су радиле централне банке за последњих двадесет година), предложили да централне банке широм света циљају стопу раста номиналног БДП. Самнер наводи да је концепт таргетирања каматне стопе готово праисторијска мера. Он је врло конкретан и истиче да је циљање тражње, односно нивоа цена, много боља опција. Ови заговорници циљања номиналног БДП верују у његову супериорност и сматрају да би такву политику требало усвојити одмах, нарочито због недостатка агрегатне тражње. Џефри Френкел (Jeffrey Frankel), присталица ове стратегије, истиче да ће циљање номиналног БДП стабилизovati тражњу, а то је највише што се може тражити од монетарне политике.<sup>77</sup> Марк Карнеј (Mark Carney), гувернер Банке Канаде, верује да се приликом избора циљања номиналног БДП не треба фокусирати на симптом (тј. инфлацију) када се може усредсредити директно на узрок, односно на промене агрегатне тражње.<sup>78</sup>

Таргетирање номиналног БДП требало би да буде једнако дугорочној просечној стопи раста реалног БДП увећаној за циљану стопу инфлације, што би омогућило кретање стварне инфлације близу жељене стопе.<sup>79</sup> Економисти Бенет (Bennet) и Нелсон (Nelson) развијају тезу да номинални БДП као потенцијални средњи циљ променљиве

---

<sup>76</sup> Scott Sumner, “Targeting nominal GDP, *Columbia Economics Review*”, преузето са сајта [http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80\\_fal...](http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80_fal...), доступно дана 13.06.2012.

<sup>77</sup> Frankel Jeffrey (31.05.2012), “How inflation targeting met its demise”, преузето са сајта <http://www.bangkokpost.com/opinion/opinion/295849/how-inflation>, доступно дана 12.06.2012.

<sup>78</sup> Carney Mark, (February 24, 2012), “NGDP Targeting News Roundup”, преузето са сајта <http://macromarketmusings.blogspot.com/2012/02/ngdp-targeting-news...>, доступно дана 14.06.2012.

<sup>79</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, “Монетарни и фискални менаџмент”, Универзитет у Нишу, Економски факултет, Ниш, стр. 196.

треба поредити са средњим циљем на основу очекиваних будућих стопа инфлације, као и таргетирањем инфлације. Овај концепт практикује неколико великих светских централних банака.<sup>80</sup> Иначе, присталице циљања номиналног дохотка/БДП фаворизују ову политику као разлог стабилизационе политике током тешких рецесија.

Открића Алфреда Гундера (Alfred V. Guender) указују на то да ова стратегија монетарне политике, кроз хибридан облик циљања номиналног БДП, има за циљ постизање унапред одређеног циља. Тај циљ се састоји од збира производног јаза и стопе инфлације. Ову констатацију потврђује Бол, који истиче да циљање номиналног БДП може бити од користи економској политици зато што је блиско повезано са растом реалног БДП и инфлацијом. Алсо Цечети (Also Cecchetti) представио је 1995. године симулације које показују да ће политика усмерена на стабилизовање номиналног раста БДП вероватно произвести добре економске резултате с обзиром на тешкоће у предвиђању и контролисању инфлације. На основу тога, заговорници стратегије циљања номиналног БДП тврде да би овим концептом била постигнута већа макроекономска стабилност.

Различити заступници још увек само теоријског концепта таргетирања номиналног БДП-а (нигде у свету није спроведен у пракси),<sup>81</sup> коначно су заинтересовани за постизање дугорочне везе између номиналног БДП-а и цена. За носиоце монетарне политике значајније је то да ли је достигнути ниво домаћег производа подељен између производње и цена. Међутим, посебно је питање да ли је то у пракси могуће спровести.

Има и економиста који су против таргетирања стопе раста номиналног БДП-а. Одбацивањем концепта циљане инфлације и постављањем концепта циљања номиналног БДП-а, са ове временске дистанце би земљама које би га примењивале могло донети више штете него користи. Конкретно, Ц. Бин (С. Bean) истиче да таргетирање номиналног БДП, уколико су у питању поремећаји на страни понуде, не може да спречи колебање цена и производње. Тај став заступају и монетаристи нове

---

<sup>80</sup> Bennet T. McCallum and Edvard Nelson, 1998, "Nominal income Targeting in an open economy Optimizing model", Conference of monetary policy Rules, Sveriges riksbank and Institute for international economic Studies Stockholm University, Stockholm, 12-13. June, p. 29.

<sup>81</sup> Многе централне банке су усвојиле таргетирање инфлације, а ниједна није усвојила номинални БДП као циљ. Mishkin, S. Frederic, 2006, "Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta", Data status, Beograd, str. 508.

генерације после глобалне финансијске кризе, јер је сврсисходније користити циљање новчаних агрегата, првенствено зато што су ефикаснији, него номиналног БДП.<sup>82</sup>

И заиста Свенсон (Svenson 2012), прави разлику између модерног приступа и користи које пружа монетарна политика коју уско поистовећује са политиком каматних стопа и финансијском политиком која садржи билансну политику централне банке. Из тога следи да замена са циљањем номиналног дохотка/БДП, концепта инфлационог таргетирања ипак се не решава алтернативним алатима у ситуацији када је каматна стопа на нултом нивоу тј. у замци ликвидности, каква је сада код водећих банака у свету. Против циљања номиналног дохотка/БДП су и низ практичних изазова који претходе његовој имплементацији. Ово је дискутовано од стране Годхарта и осталих (Goodhart et. al. 2013), да укратко треба размотрити велики број оперативних изазова који иду уз усвајање концепта циљања номиналног дохотка/БДП, а утичу на монетарну политику. Сви ови изазови су универзални, али треба бити посебно забринут са њиховим импликацијама локално на нивоу дате економије. Кемп (Kemp 2012), конкретно истиче да процена неинфлационе стопе раста реалног БДП је контраверзна и неизвесна. Штавише, вероватно је да ће то бити предмет значајних политичких контроверзи (као што је то наведено и од стране Годхарта и осталих (Goodhart et.al. 2013)).<sup>83</sup> Због ових околности, прелазак на циљање номиналног БДП, какве год да су његове предности, не треба олако преузимати.<sup>84</sup>

### **1.5.2. Предности и недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП**

Монетарна стратегија таргетирања номиналног БДП има многе предности, али и слабости. Заговорници стратегије циљања номиналног БДП истичу у први план њене предности:

---

<sup>82</sup> Барјактаровић Л., 2010, “*Монетарно кредитни и девизни систем*”, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 120-122, а конкретније о утицају понуде и тражње на кретање номиналног БДП видети у раду Bean, C. (December 1983), “*Targeting nominal income: An appraisal*”, *Economic Journal*, p. 806-819.

<sup>83</sup> Plessis, Du Stan and Rietveld, Malan (July 2013), Should inflation targeting be abandoned in favour of nominal income targeting? Stellenbosch Economic Working papers, 12/13 Bureau For Economic Research, Universiteit Stellenbosch University, p. 22.

<sup>84</sup> Changing target, August 27th 2011, преузето са сајта The economist, <file:///C:/Documents%20and%20Settings/korisnik/Desktop/21526886.html>, дана 13.02.2012.

1. поузданија веза инструмената монетарне политике и номиналног БДП него што је то случај код других варијабли;
2. принципи и правила ове стратегије спречавају централне банке да искористе краткорочни *trade-off* између инфлације и незапослености, тј. да повећањем новчане масе утичу на раст реалног БДП, по цену повећања инфлације;
3. примена ове стратегије помаже у обезбеђивању дугорочне стабилности цена, тако да централна банка има могућност реаговања на краткорочне привредне поремећаје (ово је и најбитнији аргумент кејнзијанских теоретичара).

Недостаци стратегије таргетирања номиналног БДП су:<sup>85</sup>

1. информације о ценама објављују се благовремено и чешће за разлику од података о номиналном БДП (мерење номиналног БДП обухвата податке о тренутним количинама, као и текуће цене);
2. номинални БДП, као циљ, приморава централну банку да објави податак о потенцијалној стопи раста БДП, а прогнозе раста БДП нису прецизне и временом се ревидирају.
3. уколико кроз прогнозе номиналног БДП дође до грешака, монетарне власти су чешће подложне критикама. Треба имати у виду да сигурност приликом објављивања ових података, заправо нема, где јавност погрешно претпостави, како је таква процена заправо фиксни циљ за потенцијалну стопу раста БДП. Таква ситуација може имати и политичке консеквенце, јер креатори политике бивају изложени критикама јавности, која може веровати да су дугорочне стопе раста, које су они одредили, заправо прениске;
4. јавност боље разуме концепт циљане инфлације од концепта циљања номиналног БДП, који се лако може изједначити са стопом реалног БДП. Овим је концепт таргетирања номиналног БДП мање транспарентан од концепта таргетирања инфлације и
5. концепт постављања дугорочног циља номиналног друштвеног производа, проблематичан је најпре због тога, што на агрегатну тражњу не утиче само

---

<sup>85</sup> Mishkin S. Frederic, 2006, *op. cit.*, стр. 508-509.

монетарна политика, него и фискална политика и одлуке великог броја привредних субјеката (предузећа и домаћинстава).<sup>86</sup>

## 1.6. Таргетирање каматне стопе

### 1.6.1. Каматна стопа као најчешћи таргет у монетарној политици

Каматне стопе су свакако до сада најчешће коришћен таргет у монетарној политици, посебно у развијеним економијама. У те сврхе се најчешће користе краткорочне каматне стопе. Каматне стопе су отуда најзначајнији инструмент многих централних банака. Некада и сада најчешће коришћене краткорочне номиналне каматне стопе, као оперативни циљ у развијеним економијама, јесу каматне стопе на средства која ЦБ позајмљује ПБ. С тим у вези можемо, на пример, поменути САД (*Federal Funds Rate*), или каматну стопу на краткорочне кредите финансијским институцијама коју Банка Канаде наплаћује.

Ове камате у ствари зависе од понуде и тражње резерви (вишка) средстава комерцијалних банака. Генерално, монетарна политика врховне монетарне установе, која почива на употреби монетарне базе као оперативног циља, директно утиче на понуду и тражњу резерви комерцијалних банака. Тиме се мења и каматна стопа на преконоћне зајмове и изазива читав низ реакција на другим каматним стопама у привреди. На овај начин централна банка утиче на узимање и давање зајмова, инвестициону и личну потрошњу итд. Виша каматна стопа значи да су банке задуженије, а нижа, насупротив томе, да банке имају реактивно велике слободне резерве тако да могу својевољно повећавати зајмове.<sup>87</sup> Задуживање на међубанкарском тржишту јесте најнепосреднији извор ликвидности банака, а укупна активност на тржишту због тога може бити важан показатељ функционисања банкарског тржишта. Проблеми на овом тржишту могу довести до недовољне ликвидности банака, а самим тим неадекватне алокације капитала и расподеле ризика између банака. Значајно је то

---

<sup>86</sup> Живковић А., Кожегинац Г., 2005, “Монетарна економија”, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 419.

<sup>87</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, “Монетарни и фискални менаџмент”, Универзитет у Нишу, Економски факултет, Ниш, стр. 195.

да су међубанкарске стопе кроз тзв. преконоћне позајмице познате као средство, тј. главни механизам кроз који је последњих година каналисана монетарна политика у САД, највећој светској економији.

Постоји неколико начина мерења каматних стопа, и то:

- а) краткорочне номиналне каматне стопе и
- б) дугорочне или реалне каматне стопе (тј. разлика између номиналних каматних стопа и очекиване инфлације).

Посебно је питање да ли ће мете бити краткорочне номиналне или дугорочне каматне стопе. Када су краткорочне номиналне каматне стопе близу нуле, при чему је нула доња граница у овим стопама, поставља се питање да ли монетарна политика може бити спроведена како са краткорочним номиналним каматним стопама, тако и са дугорочним или реалним каматним стопама. Конвенционалним сагледавањем Вудфорд (Woodford, 2005) истиче да ни краткорочне ни дугорочне реалне каматне стопе нису независни инструменти монетарне политике. С тим у вези Вудфорд (2005) каже: “...способност централне банке да утиче на трошкове, и отуда одлуке о цени, критично зависи од њене способности да утиче на очекивања тржишта у погледу будућег пута каматних стопа на преконоћне зајмове, а не само на њихов тренутни ниво”.<sup>88</sup> Вудфорд подразумева одређену путању за краткорочне номиналне каматне стопе које морају бити позитивне и сада и у будућности.

За разлику од конвенционалног виђења, Бернардино Адао, Изабел Кореја и Педро Телес (Bernardino Adão, Isabel Correia и Pedro Teles, 2009) иду корак даље и сматрају да циљање каматних стопа може дуго да се примењује, али само као додатни инструмент монетарне политике, под условом да постоји довољна варијабилност код каматне стопе.<sup>89</sup> Каматна стопа је, због свих наведених околности, до сада најчешће коришћени таргет у монетарној политици.

---

<sup>88</sup> Qvigstad F. Jan, 2006, “When does and interest rate path 'look good'?”, Criteria for an Appropriate future interest rate path, Norges bank, Working paper series 5/06, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo, p. 2.

<sup>89</sup> Bernardino Adão, Correia Isabel, Teles Pedro, 2010, “Short and Long Interest Rate Target”, Review of Economic Dynamics, Working Papers with number 680, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, p. 1-21.

### 1.6.2. Значај каматне стопе као информационе варијабле

Каматне стопе имају значајан утицај на одвијање привредне активности у одређеној земљи, те их стога треба користити макар као информациону варијаблу.<sup>90</sup> Усвајање концепта циљања каматне стопе је било актуелно посебно у развијеним економијама крајем седамдесетих и током осамдесетих година прошлог века. Према виђењу кејнзијанаца и савремених монетариста, каматне стопе представљају основну полугу у трансмисионом механизму монетарне политике. Када је у питању каматна стопа, емпиријска истраживања која су спровели Карл Брунер (К. Brunner) и А. Мелтцер (А. Н. Meltzer, 1969), показала су да је каматна стопа бољи индикатор текуће монетарне политике у поређењу са другим монетарним агрегатима.<sup>91</sup> Алан Мелтцер (Allan Н. Meltzer 1969) истиче да каматне стопе користе банкарни многи централних банака у свету као индикатор монетарне политике. По њему постоје два разлога за то:

- а) Однос тржишних каматних стопа и стопа промене цена није добио довољно пажње све до недавно и
- б) Експанзивна монетарна политика је значила ниже каматне стопе, чиме се мењао износ улагања и повећавала агрегатна потрошња.<sup>92</sup>

Према Брајнардовом мишљењу (Brainard, 1967), политика таргетирања дугорочних каматних стопа као стратегија монетарне политике, може бити оптимална када политичари нису сигурни у квантитативне ефекте промене политике. Канцоне (Canzone), Хендерсон (Henderson) и Рогоф (Rogoff) 1983, а Мек Калум (McCallum) 1986. године доказују да је каматна стопа могла бити донесена близу позитивној и фиксној стопи, под условом да је циљ био у комбинацији са одговарајућим новчаним процесом. То значи да би за монетарне власти било оптимално да користе номиналне каматне стопе као информационе варијабле о промени квантитативних монетарних циљева.<sup>93</sup> Вудфорд 1995. године доказује да су одређена правила, посебно правила у којима ће каматна стопа одговорити позитивно на текуће или очекиване будуће

---

<sup>90</sup> Буровић Годоровић Ј., 2010, “Монетарна економија”, Економски факултет, Ниш, стр. 262.

<sup>91</sup> Ристић Ж., Живковић А., 1998, “Финансијска макроекономија”, Београд, стр. 201.

<sup>92</sup> Meltzer Н. Allan, 1969, “*Appropriate Indicators of Monetary Policy*”, Tepper School of Business, Paper No 579, Carnegie Mellon University Research Showcase, p. 14.

<sup>93</sup> Bali G. Turan, Thurston B. Thom, 2002, “*Policy effectiveness with a constant interest rate: With and without a defined monetary process*”, New York, July, p. 2.



номиналне цене или новац линеарно. Исти економиста 2002. године истиче да се као алтернатива концепту циљања инфлације често представља номинална каматна стопа како би се пројектовала прогноза инфлације (за више од две године, на пример), у складу са политиком циљане инфлације централне банке.<sup>94</sup> Овај аутор је 2003. године у свом каснијем раду био врло директан и истиче да се преко концепта циљања каматних стопа смањује нестабилност финансијског сектора, управо због повећане предвидљивости каматних стопа.<sup>95</sup> Овде битну улогу имају информације јер је, ако су оне споре и непотпуне, тешко донети адекватне одлуке о било којој акцији централне банке.

Одређена група економиста се не слаже са тезом да само каматна стопа може послужити као информациона варијабла у привреди. Бен Бернанке, некадашњи председник Америчких Федералних Резерви, 2004. године је давао предност тзв. облику поступности (или изглађивању односа у привреди поступно, путем каматних стопа). Хјум и Сентанс (Hume, Sentance, 2009), Рајнхарт и Рогоф (Reinhart, Rogof, 2009) кроз своје радове доказују да глобално макроекономско успоравање у периоду 2007-2009. године показује сву сложеност макроекономске политике, где мисија трансмисионог механизма монетарне политике не може бити заробљена само по правилима каматне стопе.<sup>96</sup> С тим у вези треба поменути дебату Вудфорда и Свенсона (Woodford, Svensson) из најновијег периода да ли је финансијску стабилност боље постићи монетарном политиком, прилагођавањем краткорочне каматне стопе или коришћењем макропруденцијалне политике. Вудфорд тврди да се коришћење каматне стопе за одржавање финансијске стабилности не може оправдати само макропруденцијалним инструментима, док друго не може да пружи комплетно решење за финансијску стабилност. С друге стране, Свенсон сматра да је ефикасније да се монетарном политиком фокусирамо на стабилност инфлације а да се само користи макропруденцијална политика за финансијску стабилност, јер ова политика има

---

<sup>94</sup> Giannoni P. Mark, Woodford Michael, 2003, "Optimal interest rate rules: A general theory", NBER Working Paper, No. 9419, Washington, p. 1.

<sup>95</sup> Coibion Olivier, 2011, "Why are target interest rate changes so persistent?", NBER Working paper serie 16707, National Bureau of economic research, Washington, p. 1.

<sup>96</sup> Sheng Nan, 2011, "Evaluating monetary policy rules under financial frictions: A poole analysis", European Economic Association & Econometric Society, Parallel Meetings 25-29. August, Oslo, p. 6.

директан утицај.<sup>97</sup> Финансијска криза у раздобљу 2007-2009. године показала је, првенствено код развијених економија, дозу скептицизма и нејасне везе каматне стопе са крајњим циљевима економске политике. Уосталом, монетарна политика (преко каматне стопе) треба да предвиди стање у привреди за око осамнаест месеци унапред. У пракси се то тешко спроводи. Заправо, недавна финансијска превирања само су указула на то да су неопходни нови макроекономски алати за стабилизацију националних економија погођених кризом.

Идеал савршене комуникације између политике и тржишта може се видети у државама у којима централне банке доносе одлуке које су у потпуности у складу са приватним очекивањима трансактора. У овом случају промене различитих каматних стопа неће доћи као изненађење. Међутим, поставља се питање да ли уопште постоји тај идеал? Морамо констатовати да увек постоји сумња у вези са избором и коришћењем конкретне каматне стопе. На пример, постоји разлика између активних и пасивних каматних стопа, између дисконтне и хипотекарне стопе и др. Колике ће разлике бити између ових стопа зависи од односа тржишних снага, а не само од монетарне политике. Уосталом, друге каматне стопе могу бити неосетљиве на главну дисконтну каматну стопу централне банке.

Према мишљењу класичних монетариста седамдесетих година прошлог века, каматне стопе нису биле потпуно поуздан индикатор монетарне и макроекономске политике. Коначно, каматне стопе нису саставни део трансмисионог процеса од инструмената монетарне политике до крајњих економских циљева. Због ових околности новчана маса или неки од облика резерви су много поузданији индикатор у односу на каматне стопе. Важно је истаћи и проблем кашњења утицаја промена каматне стопе на агрегатну тражњу у економији. Као разлози кашњења наводе се трошкови прилагођавања економских варијабли, као што су:

- а) залихе капитала и
- б) планирани издаци за потрошњу и индиректан ефекат дохотка на промене каматне стопе.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> Hyunduk Suh (November 9, 2012), *Macroprudential Policy: Its Effects and Relationship to Monetary Policy*, Working paper 12-28, Research department Federal Reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 1.

<sup>98</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 262.

Једно од решења је да се у привреди са сложеном финансијском структуром, финансијски инструменти могу међусобно супституисати. Конкретно, не може се користити неки појединачни финансијски агрегат или каматна стопа, већ комбинација више варијабли. Овај став се подудара са давним приступом Џемса Тобина (J. V. Tobin, 1963), где би требало применити приступ таргетирања као комбинацију монетарних агрегата и каматне стопе, а све у циљу супериорније варијанте одговарајуће монетарне политике. Овај економиста истиче да је у сложеној тржишној привреди тешко издвојити неки финансијски агрегат или каматну стопу која би имала добру специфичну везу са реалним токовима привредне активности.<sup>99</sup>

## **1.7. Проблем временске (не)доследности стратегије монетарне политике**

### **1.7.1. Временски помаци монетарне политике или феномен кашњења**

За Милтона Фридмана, класичног монетаристу, временски помаци монетарне политике или феномен кашњења представљају:

- а) временски интервал између тренутка када монетарне мере треба да буду примењене и тренутка када се акција спроводи и
- б) операција заостајања, која је интервал између тренутка примене инструмената монетарне политике и тренутка када њихови ефекти постају очигледни у односу на крајње циљеве.

Разговор о специфичности и врсти кашњења обично се односи на нешто што је просечан интервал између апликације и ефеката појединих мера монетарне политике.<sup>100</sup> Заостајање ефеката монетарне политике, као феномена кашњења, дешава се због тога што ове мере нису видљиве одмах и потпуно, али после неког времена јесу и појављују се недоследно.<sup>101</sup> Дакле, на сцени је распоређено кашњење у времену одвијања употребљене монетарне политике.

---

<sup>99</sup> Tobin J. Brainard, 1963, “*Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls*”, *American economic Review*, 53(2), p. 383-400.

<sup>100</sup> Friedman M., 1973, “*Teorija novca i monetarna politika*”, Rad, Beograd, str. 262.

<sup>101</sup> Jovanovski T., Murić M., 2011, “*The phenomenon of lag in application of the measures of monetary policy*”, *Ekonomska istraživanja*, vol. 24, No 2, Pula, str. 155. Видети детаљније: Friedman Milton, *op. cit.*, str. 262.

Поједини теоретичари указују на неколико могућих разлога за кашњење. У целини, не постоји општа сагласност о дужини кашњења, већ то зависи од земље до земље.<sup>102</sup> Крокет (А. Crockett, 1979) установљава два разлога неприлагођавања трансактора непосредно промењеним околностима, и то:

- а) потребно је време да исти постану свесни услова и
- б) када они постану свесни неравнотеже у својим портфељима, потребно је време да их исправе.<sup>103</sup>

С другог аспекта, наши економисти Александар Живковић и Градимир Кожегинац истичу временску компоненту која доводи до неизвесности код деловања монетарне политике. Неизвесност, по њиховом мишљењу, произлази из прецизне прогнозе за акцију и ефеката на коначне циљеве монетарне, односно макроекономске политике.<sup>104</sup>

Ако из другог угла посматрамо временске помаке монетарне политике, они производе различите ефекте, тако да су неки сектори привреде више-мање погођени због правца промена каматних стопа. Тако ће, на пример, код индустрија које извозе, висок проценат њиховог извоза бити изложен кретањима девизног курса, која могу да проистекну из промена у монетарној политици. Слично томе, она тржишта чији је захтев осетљивији на промене каматних стопа, ће у већој мери бити под утицајем него тржишта где је еластичност тражње мања. Размотримо, на пример, ефекат повећања каматне стопе од 2% у периоду од шест месеци. Потражња за основним животним намирницама и одећом ће вероватно бити под мањим утицајем, док ће, с друге стране, потражња за новим аутомобилима, робом за домаћинства и другим производима, изазвати знатно већи утицај на смањење потражње потрошача.

У пракси је врло често разматрано колико је конкретно време кашњења. Према извештавању ЕЦБ из 2001. године, документовано је око осамнаест месеци кашњења

---

<sup>102</sup> Cagan P., Gandolfi A., 1969, "The Lag in Monetary Policy As Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates", American Economic Review, p. 27.

<sup>103</sup> Crockett A., 1979, "Money -Theory, Policy and Institutions", Second Edition, London-New York: Nelson & Sons Ltd, p. 74-75.

<sup>104</sup> Живковић А., Кожегинац Г., 2005, "Монетарна економија", Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 316.

између новца (раста новчане масе) и раста инфлације у државама еврозоне.<sup>105</sup> Ако пратимо феномен кашњења ефеката мера монетарне политике кроз искуства појединих земаља, илустративна су истраживања у САД током 2011. године која су потврдила да се време између промена каматних стопа и времена када се овај ефекат осећа у привреди изражава кроз кашњење од шест до дванаест месеци. У Аустралији је, према најновијим истраживањима, забележено заостајање монетарне политике од шест до осамнаест месеци између њене примене и утицаја. Истраживања спроведена у Великој Британији потврђују нам да, ако монетарна политика покушава да стимулише економију кроз смањење каматних стопа нпр., може проћи и до осамнаест месеци да би дошло до било каквог побољшања економских услова у привреди. И у Шведској је потребно време да би се услед промене каматне стопе постигао пун ефекат. Обично се каже да је у Шведској за пун ефекат монетарне политике путем каматних стопа потребна једна до две године. Услед тога је монетарна политика у Шведској заснована на прогнозама економских кретања у наредне три године.<sup>106</sup>

Управо због ових околности, временско заостајање мера монетарне политике смањује ефикасност монетарне политике. Проблем заостајања монетарне политике сугерише да монетарна политика не треба да одговори на статистичке извештаје о економским условима у прошлости, али сигурно треба да одговори на услове за које се верује да ће постојати у будућности.

### **1.7.2. Компоненте кашњења у деловању ефеката мера монетарне политике**

Код анализе компонената кашњења у деловању ефеката мера монетарне политике, присутно је кашњење извршења (*execution lag*), које се препознаје као време између тренутка када је потребно предузети монетарну акцију и тренутка када се акција предузима. Кашњење извршења у монетарној политици не мора бити дуго.<sup>107</sup> Оно може настати због:

---

<sup>105</sup> Batini Nicoletta, Nelson Edward, 2002, “*The lag from monetary Policy actions to inflation: Friedman revisited*”, Discussion paper N6, External MPC, Unit, Bank of England, London, p. 13.

<sup>106</sup> What is monetary policy, подаци и информације доступни на: <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=26610>, Sveriges Riksbank/Riksbanken, доступно дана 09.10.2011.

<sup>107</sup> Sprinkel W. Beryl (Fall, 1986), “*Monetary policy and the business Cycle*”, Cato journal, Vol. 6, No 2, Cato institute, Massachusetts, Washington, p. 365.

- а) кашњења препознавања, тј. временског распона између тренутка када је потребна монетарна акција и тренутка када се укаже потреба за монетарном акцијом и
- б) кашњења управљања, које се рачуна као период који је потребан да се монетарне одлуке донесу и започне акција посредством инструменталних варијабли монетарне политике.<sup>108</sup>

Дужина и значај заостајања обе компоненте кашњења монетарне политике у великој мери зависе од поузданости економских прогноза.

Приликом анализе компонената кашњења свакако треба навести и оперативно кашњење, које представља период између тренутка увођења инструмената монетарне политике и тренутка када почињу да делују њихови ефекти на коначне циљеве. Оперативно кашњење настаје као резултат посредног и спољашњег кашњења. Посредно кашњење је време између предузетих акција монетарних органа и почетка ефеката на варијабле посредних циљева (новчана маса, ниво каматне стопе и расположивост кредита). Спољашње кашњење је период између промена варијабли посредних циљева и промена варијабли финалних циљева. Може се изразити:

- а) кроз кашњење одлучивања, тј. кашњење између промене варијабли посредног циља и
- б) као промена нивоа и композиције расхода, а изражава се кроз кашњење произвођења ефеката.

Ово је интервал промене у расходима и почетка деловања на запосленост, привредни раст и цене.<sup>109</sup>

Са аспекта манифестовања ефеката, разликујемо следеће врсте кашњења:<sup>110</sup>

- а) кашњење идентификације (*identification lag*), време потребно да се уочи постајање неког проблема;
- б) кашњење одлучивања (*decesion lag*), време потребно да се сагледају све могућности и донесу одлуке о плану акције;

<sup>108</sup> Барјактаровић Л., 2010, “Монетарно-кредитни и девизни систем”, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 101.

<sup>109</sup> Pierce D., Shaw D., 1974, “*Monetary economics, theories, evidence and policy*”, Butther-worths, London-Boston, p. 438-439.

<sup>110</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., *op. cit.*, стр. 187.

- в) кашњење монетарног сектора (*money sector lag*), време које мора да протекне да би мере монетарне политике имале неки ефекат на новчану масу и резерве банака;
- г) кашњење привредног сектора (*product sector lag*), време потребно да се све предузете мере одразе на економску активност.

САД су илустративан пример раскорака између настајања макроекономског проблема и времена када креатори монетарне политике постану свесни тога. Тако је рецесија у привреди САД почела у јулу 1990. године, али су чланови ФОМС-а тек крајем октобра исте године постали свесни тога и приметили успоравање привредне активности. То је подстакло стимулативне мере монетарне политике. Тако је, према првим проценама, реални БДП у САД у трећем кварталу 1990. године био у порасту. Тек неколико месеци касније су ревидиране процене показале да је рецесија већ почела. Насупрот томе, илустративан је пример САД у периоду најновије рецесије, која је почела у децембру 2007. године. Федералне резерве САД су почеле са ублажавањем монетарне политике (смањивањем каматне стопе) већ у септембру 2007. године, дакле три месеца раније. Од септембра 2007. године до децембра следеће године снижене су краткорочне каматне стопе. Из кругова Федералних резерви САД долазе најаве да ће се краткорочне каматне стопе држати близу нуле до средине 2013. године како би се подржала ослабљена економија. Стижу и најаве нових мера у САД за даље смањење дугорочних каматних стопа или ће на други начин бити стимулисан поновни раст привреде.<sup>111</sup>

### **1.7.3. Проблем мерења дужине кашњења мера монетарне политике**

Због проблема кашњења монетарне политике, креатори монетарне политике би требало да знају какви ће бити економски услови у наредних дванаест до двадесет четири месеца. Међутим, ограничена је способност да се предвиди будућност економских услова. За ефикасно вођење монетарне политике неопходно је располагати информацијама о томе колико ефекти касне и колико је трајање ефеката предузетих акција монетарне политике. Искуства развијених економија само потврђују да су

---

<sup>111</sup> Problems and controversies of Monetary Policy, подаци и информације доступни на: <http://www.web-books.com/eLibrary/NC/BO/B62/055MB62.html>, доступно дана 23.10.2011.

економисти углавном гледали у прошлост, а не и у будућност. Такође, у кашњење ефеката мера монетарне политике није укључен период од доношења политичких одлука до испољавања ефеката на циљне варијабле.<sup>112</sup> Требало би истаћи и да нису увек тачни водећи показатељи који се користе за предвиђање промена у економији. Управо због ових чињеница, битно је да монетарна политика реагује благовремено како би било скраћено временско кашњење између прецизне потребе за акцијом и ефеката на крајње циљеве мера монетарне политике.

Најбитније је приликом спровођења монетарне политике утврдити дужину кашњења. Истовремено је врло тешко утврдити дужину унутрашњег и спољашњег кашњења, јер је трајање кашњења варијабилно. Унутрашње кашњење ефеката мера монетарне политике у просеку се креће између три и шест месеци, при чему је три до четири месеца неопходно за препознавање, а до два месеца за акцију. С друге стране, спољашње кашњење ефеката мера монетарне политике је између дванаест и осамнаест месеци. Стабилизациону монетарну политику треба да прате првенствено поуздана економска предвиђања. С обзиром на ограничену способност да предвидимо будућност, дуго временско заостајање доводи до смањења ефикасности дискреционе монетарне политике. Дискрециона монетарна политика може имати дестабилизирајуће дејство уколико је кашњење ефеката монетарне политике истовремено дугог и варијабилног карактера. О овом питању не постоји сагласност економиста.<sup>113</sup>

У последње време у економији се бележи и тзв. признање кашњења, које је у јурисдикцији извршних власти. Признање кашњења се представља као време потребно да власти открију потребу за променом у монетарној политици, као саставним делом макроекономске политике. Разлози за ову врсту заостајања јесу статистички подаци који бивају доступни тек иза насталог догађаја, као и то да је понекад тешко разликовати случајне флукуације и промене основних економских токова. У том смеру су неке земље, у циљу смањења тзв. заостајања признања кашњења, коришћењем софистицираног упитника или савремених компјутеризованих економетријских модела нпр., побољшале технике прогнозирања.

У пракси је често разматрано колико је конкретно време кашњења појединачних мера монетарне политике. У САД, на пример, период кашњења за акцелерацију, убрзање монетарног раста, износи осам месеци, док је за децелирацију потребно само

---

<sup>112</sup> Uselton G., 1974, "Lags in Effects of monetary policy", Marcel Dekker, p. 1-2.

<sup>113</sup> Ђуровић Тодоровић Ј. и остали, *op. cit.*, стр. 172-173.



три месеца. Милтон Фридман је, рецимо, дошао до закључка да кашњење између промена у стопи монетарног раста и одговарајуће промене у стопи раста националног дохотка износи од дванаест до осамнаест месеци. Он предлаже да се константна стопа монетарног раста знатно прилагоди дугорочном реалном економском расту. Међутим, овај предлог је наишао на опречна мишљења и критике. Такође, временско кашњење монетарне политике неуједначено је у различитим земљама. Због тога нема општеприхваћених правила о најпогоднијем тренутку за предузимање одређених мера монетарне политике.<sup>114</sup>

Милтон Фридман заступа став да је важније питање како наћи начин да се спрече монетарне промене које доприносе нестабилности него како да се користе монетарне промене како би се неутралисало дејство других сила.<sup>115</sup> Треба имати у виду и то да је већина емпиријских студија изражена кроз мерење дужине кашњења монетарне политике рађена у периоду између 1960. и 1980. године. Због тога је свакако дискутабилно колико је њихова примена примерена данашњим условима. Ипак, до данас у економским академским круговима није искристалисано мишљење, а које би било потврђено кроз праксу, о предвиђању тренутка када би требало предузимати мере монетарне политике.

---

<sup>114</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, “Монетарна стратегија”, Економски факултет, Ниш, стр. 26-27.

<sup>115</sup> Friedman M., 1973, “Теорија новца и монетарна политика”, Rad, Beograd, str. 87.

## II ДЕТЕРМИНАНТЕ ИЗБОРА ОПТИМАЛНЕ МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ

У литератури која прати област монетарне политике преовладава мишљење да ниједна монетарна стратегија не одговара свима. Детерминанте избора оптималне монетарне стратегије зависе од економских и финансијских карактеристика сваке економије, укључујући њене циљеве и приоритете. Оптималан избор адекватне монетарне стратегије треба да буде у складу са тим да ли је економија мала или велика, развијена или мање развијена. Овакав приступ подразумева мањи или већи избор инструмената монетарне стратегије и политике која стоји на располагању централној банци у зависности од економског окружења у конкретној економији. Објашњење детерминанти избора оптималне монетарне стратегије произлазе из догађаја који се дешавају у привреди. То су монетарни vs реални шокови у економији, њене структурне карактеристике, отвореност/затвореност економије, мобилност капитала, правила vs дискреција монетарне политике, кредибилитет и конфликтност циљева макроекономске, а посебно монетарне политике. Уосталом, формирање оптималне монетарне стратегије мора да прати кредибилитет креатора монетарне политике коју чине независност, комуникација, транспарентности и одговорност централне банке. Основни консензус монетарне политике би подразумевао ни строга правила, али ни потпуну дискрецију. Из овога произилази да актуелна теоријска парадигма монетарне теорије, а посебно праксе подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој дискрецији. Као практичну потврду тога имамо део анализе где су преко економетријских и статистичких детерминанти добијени коефицијенти потврдили Кругманово правило, односно оповргли Фридманово или Тејлорово правило. Правила које су поставили Тејлор, Менкјуа, Кругман, Фредерик Мишкин и др., важе у условима у којима фунционишу њихове привреде, и никако се не могу користити као универзална.

## 2.1. Оптимална монетарна стратегија и природа шокова у економији

### 2.1.1. Монетарни vs реални шокови у економији и оптимална стратегија монетарне политике

Данас неупоредиво више знамо о шоковима него што је то био случај током прошлог века. Питање је само како привреда на њих реагује. Златно правило централних банака широм света је да монетарну политику треба учинити предвидљивом кроз тежњу да се неутралишу егзогени монетарни шокови на укупну тражњу. Бен Бернанке је 2010. године истицао да разумевање стратегије политике централне банке смањује економску неизвесност у привреди. Штавише, јасан став о циљевима и стратегијама централне банке може да помогне на дуже стазе и да подстакне способност централне банке да снажно реагује на неповољне догађаје.<sup>116</sup>

С обзиром на наведено, монетарни екцес може да утиче само на повећање варијансе обима производње.<sup>117</sup> Отуда имамо став економисте Бароа (Baroа) који је закључио да само неочекивани монетарни раст има значајан утицај на производњу, али искључиво у кратком периоду. Томе у прилог говоре и искуства више економија у свету где ефекти монетарних шокова углавном нису имали дугорочне ефекте. Тако имамо истраживање Вида (Vid, 2002), кроз симетричне или асиметричне ефекте монетарне масе и државних (јавних) расхода на производњу у Индонезији у периоду од 1980. до 1997. године. Важећи резултати указују на то да монетарни шокови немају значајан утицај на производњу. То значи да монетарне власти не могу да на дуги рок користе монетарне импулсе како би стимулисали производњу. Пол (Paul, 1998) је проучавао асиметричне ефекте неочекиваних монетарних шокова на производњу у Великој Британији у периоду од 1973. до 1994. године. Одговарајући резултати откривају да дефлациона монетарна политика има изузетне ефекте на смањење производње, док ефекат експанзивне монетарне политике на производњу није значајан.

Ефекат монетарне политике на производњу зависи и од економских услова, па тако током рецесионих периода монетарни шокови имају јачи утицај на реалне

<sup>116</sup> Carlos Carvalho, Fernanda Nechio, 2012, "Do People Understand Monetary Policy?", Federal reserve bank of San Francisco, Working paper series 2012-01, p. 2 или на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2012/wp12-01bk.pdf>, доступно дана 31.10.2012.

<sup>117</sup> Живковић А., Комазец С., 2000, "Монетарна економија", Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд, стр. 468.

варијабле. Да монетарна политика има велике ефекте за време рецесије, потврђују и истраживања Бола и Менкјуа (Ball and Mankiw, 1994), Кабалера и Енгела (Caballero and Engel, 1992) и Tsidona (Tsiddon 1991).<sup>118</sup> Квалитативни и квантитативни резултати до којих је дошао Карлос Карвалхо (Carlos Carvalho) на примеру америчке привреде показује да монетарни шокови имају тенденцију кроз већи и виши ефекат у хетерогеним економијама, када се упореде са идентичним економијама са сличним степеном номиналне и реалне ригидности.<sup>119</sup>

Тејлор (Taylor, 2004) истиче да експанзивна монетарна политика даје сасвим различите ефекте у земљама у развоју у поређењу са развијеним земљама. Овај економиста тврди да ће земљама у развоју експанзивна монетарна политика донети само већу инфлацију.<sup>120</sup> На основу резултата истраживања, Лавренс Кристиано (Lawrence J. Christiano), Мартин Ејхенбаум (Martin Eichenbaum) и Чарлс Еванс (Charles L. Evans) истичу да се у монетарној сфери каматна стопа и стопа раста новца крећу упорно у супротним правцима услед монетарног шока.<sup>121</sup>

Ако се осврнемо на актуелна збивања у свету пад страних каматних стопа повећава трошкове стерилизације. Конкретно, када светске каматне стопе падају, што се и дешавало током последње светске финансијске кризе и након ње, оптимална монетарна стратегија подразумевала је још лабавију монетарну политику, али и већу инфлацију. У оваквој ситуацији оптимална монетарна стратегија подразумева и финансирање мањег дела прилива капитала путем продаје домаћих обвезница.

На пример брзо растућа економија BRICS-а Кина, се након глобалне финансијске кризе 2008. године одлучила да проширењем понуде новца повећа удео финансирања. Дошло је до повећања реалне економске активности, али у кратком року. Међутим, то је изазвало инфлацију. У условима глобалне финансијске кризе, каматне стопе на девизна средства којима располаже Кина су нагло пале, а приноси на кинеску домаћу активу и даље су релативно високи, што представља изазов за

---

<sup>118</sup> Mehrara Mohsen, Karsakari, Rezazadeh Abas, 2011, *Asymmetric Effects of Monetary Shocks on Economic Activities: The Case of Iran*, Journal of Money, Investment and Banking, Issue 20, p. 64.

<sup>119</sup> Carlos Carvalho (December 2006), "Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Shocks", *Frontiers in Macroeconomics*, Vol. 6, Issue 1, p. 1-34.

<sup>120</sup> Mehrara Mohsen, Karsakari, Rezazadeh Abas, 2011, "Asymmetric Effects of Monetary Shocks on Economic Activities: The Case of Iran", Journal of Money, Investment and Banking-Issue 20, p. 64.

<sup>121</sup> Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum and Charles L. Evans, 2005, "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, Vol. 113, no. 1, p. 42.

монетарну политику Кине. Отварање рачуна капитала ове економије ће побољшати капацитете Кине као одговор на спољне шокове, као што су изненадни падови страних каматних стопа. Међутим, омогућавајући истовремено пливајући курс, без уклањања контроле капитала, чини мање ефикасном актуелну монетарну стратегију Кине.<sup>122</sup>

С друге стране, када се анализира адекватан одговор оптималне монетарне стратегије и политике на поремећаје који долазе из реалне сфере, треба направити разлику између трајних и тренутних, као и између предвиђених и непредвиђених поремећаја. Да би добили оптималан одговор стратегије монетарне политике треба навести и да ли су информације потпуне и/или непотпуне. У појединим ситуацијама производња се може реалативно брзо стабилизovati после поремећаја у реалној сфери, уз примену доста једноставних монетарних правила и мало информација о природи поремећаја. У другим ситуацијама поремећаји се запажају тек кад на њих укажу друге варијабле (нпр. каматна стопа или ниво цена). Дакле, да ли ће стабилизација производње бити потпуна, зависи од количине расположивих информација.<sup>123</sup> Досадашња емпиријска искуства у свету о преношењу монетарних импулса на реалне варијабле и о повратним ефектима информација реалног према монетарном сектору, још увек су релативно незадовољајућа.<sup>124</sup> Конкретно, стара конвенционална мудрост, која иде уназад бар до Мидеа (Meade, 1951) и Фридмана (Friedman 1953) објашњава да су као апсорбери реалних или иностраних (екстерних) шокова пожељнији флексибилни курсеви. У присуству таквих шокова, супериорнији су флексибилнији девизни курсеви.<sup>125</sup>

Генерално, постоји велика разноликост у погледу одабира оптималне стратегије монетарне политике. Савремена монетарна професија развијених економија има алате, али изгледа да не знају како и када да их користе. Уопштено, у свету данас су се искристалисале две групе реаговања монетарне политике. Једна група економиста преферира за њих оптималну монетарну стратегију, стратегију тзв. лаког новца и ниске

---

<sup>122</sup> Zheng Liu, Spiegel M. Mark (December 3, 2012), External Shocks and China's Monetary Policy, подаци и информације доступне на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-36...>, доступно дана 04.01.2013.

<sup>123</sup> Живковић А., Комазец С., 2000, "Монетарна економија", Економски факултет, Београд, стр. 468.

<sup>124</sup> Ђуровић Тодоровић Ј, 2010, *Монетарна економија*, Економски факултет, Ниш, стр. 182.

<sup>125</sup> Petreski Marjan, "Exchange-rate regime and economic growth: A review of the theoretical and empirical literature", подаци и информације доступне на адреси сајта: [http://www.academia.edu/1529459/Exchange-rate\\_regime\\_and\\_ec...](http://www.academia.edu/1529459/Exchange-rate_regime_and_ec...), доступно дана 07.01.2013.

каматне стопе, које је, по нама, заправо корен свих економских проблема. Следбеници нобеловца Пола Кругмана истичу да је горући проблем наших привреда то што владе имају довољно велике дефиците и што је банкарска индустрија главни узрок финансијских проблема, па и током последње финансијске кризе 2008. године. Оливер Бланхард, први економиста ММФ-а, и нобеловац Пол Кругман препоручују централним банкама најављивање веће циљане инфлације: око 4% или 5%. Међутим, већина економиста нерадо одустаје од концепта очекиване инфлације од 2%, иако би ова мера била само привремена. По овоме је то оно што је још Милтон Фридман знао око концепта оптималне монетарне стратегије, са делимично равнотежним приступом око циљања новчане масе.

Предлог је да се тежи независности у избору оптималне стратегије монетарне политике. Ако направимо ретроспективу дешавања у већини светских економија током прошлог века, намеће се закључак да је политизација монетарне политике заправо значила начин како лакше доћи до новца, а на тај начин и до инфлације. Тржишни монетариста Скот Самнер сматра да, поред слободне трговине и слободног тржишта, треба подржати циљање номиналног БДП-а (НБДП). Циљање номиналног БДП-а, с друге стране, нуди политички и економски разумну алтернативу, која би била далеко боља. Њен циљ је првенствено да подстакне стабилан привредни раст, да превазиђе политику континуиране, истина ниже инфлације, као и да помогне врховној монетарној установи да не дискредитује саму себе.<sup>126</sup> Уосталом, право је време да светске централне банке (ЕЦБ, Фед и др.) размотре актуелни оквир који користе у вођењу монетарне стратегије и политике.

Стратегија монетарне политике преко циљања номиналног БДП-а се јавља након две деценије заборавља. Међутим, поставља се питање да ли се може адекватно измерити циљани номинални БДП и да ли је ова стратегија политички одржива. У питању је првенствено способност да се у дугом року и под различитим шокovima одржи циљани номинални БДП. Мотив за промену актуелног концепта циљане инфлације у великом делу развијених економија јесте да се пружи новчана стимулација и већи привредни раст неопходан САД, Јапану, Великој Британији и еврозони. Уосталом, циљање номиналног БДП-а стабилизује циљану тражњу, што је заиста све

---

<sup>126</sup> Sumner Scott, "Re-Targeting the Fed, *National Affairs*", From Issue number-fall1 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>, доступно дана 22.12.2012.

што може да се тражи од монетарне политике. Таргетирање номиналног БДП-а такође може имати још једну предност у тренутној економској ситуацији која је за многе неповољна: њени заговорници овај вид монетарне стратегије виде као начин постизања монетарне експанзије, која је преко потребна у актуелној економској ситуацији. По Цефу Френкелу (Frenkel Jeff, 2012), да би први услов био задовољен, треба побољшати комуникациону и информациону стратегију на свим нивоима, уз транспарентнију политику централне банке. Један од главних комуникационих уређаја су економске пројекције, које се користе од стране Америчких Федерални Резерви, на пример.<sup>127</sup>

Камил Корнанд и Ромаин Баерисвил (Camille Cornand, Romain Baeriswyl) кажу да транспарентност није само средство да се успостави кредибилитет централне банке, већ је и од суштинског значаја да се постигне оптималност монетарне политике коју спроводи централна банка.<sup>128</sup> Други економисти пак на комуникацију гледају углавном као на средство за повећање предвидљивости будућих одлука монетарне политике.<sup>129</sup>

Економска пројекција номиналног БДП-а који заговарају Пол Кругман и његови следбеници би се одвијала кроз два корака.<sup>130</sup> Први корак би у првим месецима био основа, где би на дужи рок за економску пројекцију номиналног раста БДП-а подразумевао актуелну реалну стопу привредног раста од 2-2,5%. Други корак би представљале додатне пројекције номиналног раста БДП-а за наредне три године, на

---

<sup>127</sup> Гувернери и регионални председници Федералних резерви САД дају прогнозе за реалне стопе раста и стопе инфлације за сваку од наредне три године, а на дуге стазе-и за каматне стопе. Frenkel Jeff.: “*Central banks Can Phase in NGDP Targets without Damaging the inflation Anchor*”, *Economist’s View: Monetary policy*, december 19, 2012, подаци и информације доступни на адреси сајта [http://—economistsview.typepad.com-economistsview-monetary\\_policy](http://economistsview.typepad.com-economistsview-monetary_policy), доступно дана 25.12.2012.

<sup>128</sup> Baeriswyl Romain, Cornand Camille (January 2006), “*Optimal monetary policy in response to supply inflation: the impact of central bank communication*”, Munich Graduate School of Economics, p. 19 and Baeriswyl Romain, 2007, *Central Bank’s Action and Communication*, Munich Discussion Paper No. 10, Department of Economics, University of Munich, p. 1-36.

<sup>129</sup> Eusepi and Preston, 2010, *Central Bank Communication and Expectations Stabilization*. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(3): 235-71, Faust and Svensson (2001), *Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals*. *International Economic Review*, 42(2): 369-97, Rudebusch and Williams (2008), *Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections*. in Campbell, John, ed. *Asset Prices and Monetary Policy*, Chicago, IL: The University of Chicago Press. and Woodford (2005); *Central Bank Communication and Policy Effectiveness*. *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 399-474. see also Blinder et al (2008), *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*, *Journal of Economic Literature*, 46(4): 910-45.

<sup>130</sup> Напомена: Јавност не зна разлику између номиналног БДП-а, реалног БДП-а и инфлације.

вишем нивоу, наравно. Ове бројке би требало да буду веће од 4%, можда 5% у првој години, па ће порасти на 5,5% после тога, али са непромењеном дугорочном пројекцијом.

Поставља се питање да ли је стратегија номиналног БДП-а политички одржива с обзиром на то да је данас свуда у свету присутна навика монетарног пооштравања као одговор на инфлацију. Ово је заправо рефлекс стратегије конвенционалне монетаристичке политике и изабраног концепта циљане инфлације који преовладава у многим економијама. У најновијем периоду неки економисти су заговорници монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације. Један од њих је Ларс Свенсон (Lars Svensson, 2009), који ставља акценат на реални раст БДП-а у кратком року, докле год постоји јасан циљ за инфлацију на дуги рок.<sup>131</sup>

Међутим, како истиче Скот Самнер, консензус око концепта циљане инфлације као оптималне стратегије монетарне политике за многе развијене економије се испоставио као потпуно немоћна монетарна политика. Оваква монетарна стратегија није могла да заустави ни најновији талас рецесије из 2008. године, која је на многе привреде у свету оставила врло тешке последице. По овом економисти, таргетирање номиналног БДП-а може да помогне решавању тренутних економских проблема, првенствено у САД, али и у другим економијама, и да то буде трајни монетарни режим за будућност, посебно у условима монетарних и реалних шокова који нам долазе из светске привреде у условима глобалне финансијске кризе.

Иначе, до данашњих дана у светским монетарним круговима није избалансиран предлог оптималне стратегије монетарне политике. Тачније, избор оптималне монетарне стратегије је био стално у конфликту ставова кејнзијанског (новокејнзијанског) и монетаристичког (новомонетаристичког) присупа. Тиме закључујемо да ниједна изабрана монетарна стратегија не одговара свима. Сразмерно томе свака економија има своје специфичности, а тиме и избор оптималне монетарне стратегије, насупротив шковима који нам долазе из реалне и монетарне сфере економије. Ово је посебно карактеристично данас у условима пост глобалне финансијске кризе.

---

<sup>131</sup> Svensson Lars E. O., 2009, "Flexible inflation targeting-lessons from the financial crisis", speech at BIS, 21 September, или доступно на адреси сајта <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf>, доступно дана 24.12.2012.



## 2.2. Структурне карактеристике економије и режим монетарне политике

### 2.2.1. Отвореност економије и избор режима девизног курса

Већина економија у свету је пре 70-их година била под режимом фиксног девизног курса познатијег као Бретон-Вудски систем (Bretton-Woods system). Све учеснице овог валутног система су своје валуте имплицитно везале за злато. Након чак двадесет пет година трајања овог система у периоду од 1946. до 1971. године, систем фиксних девизних курсева је и данас остао омиљени режим курсне политике за многе економије. Ипак, посматрано од 1971. године, економије се крећу ка систему флексибилнијих режима девизних курсева, где тржиште одређује вредност валута.<sup>132</sup> Конкретно, интеграција финансијских тржишта у свету натерала је многе економије да се удаље од концепта фиксних девизних аранжмана.

Према теорији оптималне валутне области, избор режима девизног курса се врши на основу неких структурних и макроекономских фактора као што су величина, степен отворености и ниво економског развоја одређене земље. Друга економска литература акценат кроз избор концепта фиксног девизног курса ставља на политичке и институционалне факторе, у које спадају политичка нестабилност, независност централне банке или искушења са којима се суочавају владе. Из свега овога произлази кредибилитет врховне монетарне установе. У овом случају избор између фиксног и флексибилног режима девизног курса неоспорно постаје политичка одлука.

Коначно, након бројних валутних криза које су потресале међународни монетарни систем средином деведесетих година прошлог века, неки економисти сугерисали су да избор режима девизног курса углавном одређује ниво финансијске интеграције и степен отворености капиталног (главног) рачуна једне земље.<sup>133</sup> Уосталом, постојање валутних криза је у развијеним и неразвијеним економијама у претходним периодима повећавао склоност ка избору флексибилнијег режима

---

<sup>132</sup> OIC Outlook Series (February 2012), "Exchange Rate Regimes in OIC Member Countries", Exchange Rate Regimes in OIC Member Countries, Ankara, p. 2.

<sup>133</sup> Mouley Sami, Sfia M. Daly (January 2009), "Determinants of Exchange Rate Practices in the MENA Countries: Some Further Empirical Results", Working Paper Number 952, William Davidson Institute, University of Michigan, Michigan, p. 2.

девизног курса. Ако је економија изложена многим спољним поремећајима, вероватно ће се тежити флексибилнијој (плутајућој) валути. С друге стране, изложеност многим унутрашњим поремећајима утицаће да економије преферирају везане валутне режиме.<sup>134</sup>

Уопштено посматрано, емпиријске чињенице пружају доказе да ће се економије које имају висок степен трговинске отворености пре одлучити за режим фиксног девизног курса. Мандел (Mundell, 1961) је указао на предности које доноси избор фиксних курсних режима у малим и отвореним економијама. Мандел, творац теорије оптималне валутне области предвиђа да ће фиксни девизни курсеви бити најприкладнији за земље које су тесно интегрисане кроз међународну трговину. Фиксни режими су такође бољи аранжман када земља има географски концентрисану трговину, висок степен унутрашње мобилности фактора производње и ниску инфлацију. У овим случајевима је свакако мања потреба за прилагођавањем девизног курса.

Мандел и Хелер (Mundell (1961), Heller (1978)), истичу да на супрот томе велике економије треба да одаберу флексибилније режиме девизног курса.<sup>135</sup> Конкретно, Пол (Poole 1970), наводи да код малих отворених економија које су изложене реалним шоковима треба успоставити фиксирани курсни режим, што ће смањити стварну нестабилност девизног курса.<sup>136</sup> И заиста, финансијски мање развијене земље имају веће шансе да усвоје режим фиксног девизног курса. Конкретно, Калво и Рејнхарт (Calvo and Reinhart, 2002) указују да постоји и епидемија “страха” од избора пливајућег девизног курса у земљама у развоју.<sup>137</sup> Омес (Oomes, 2003) истиче да економије са нижим нивоом финансијског развоја и интеграције упражњавају фиксни (релативно ригидан) девизни режим, док су код економија са напреднијим развојем флексибилни режими пожељнији.<sup>138</sup>

---

<sup>134</sup> (February 2012), Exchange Rate Regimes in the OIC Member Countriesp, 5-6.

<sup>135</sup> Jamus Jerome Lim, 1998, “*Optimal choice of an exchange rate regime: The case of Australia*”, Institute of Southeast Asian Studie, H0 102, p. 4.

<sup>136</sup> Magud E Nicolas E., 2010, “*Currency Mismatch*”, Openness and Exchange Rate Regime Choice, Journal of Macroeconomics, Vol. 32, no. 1, p. 68-89.

<sup>137</sup> Lin Shu, Haichun Ye (June 2011), “*The Role of Financial Development in Exchange Rate Regime Choices*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 30, Issue 4, p. 1.

<sup>138</sup> Zheng Xin (July 2012), “*The Determinants of Exchange Rate Regime and Impacts upon the Stability of Economy: Experiences from Australia*”, Journal of Accounting, Finance and Economics, Vol. 2. No. 1, p. 32 (31-48).

Улога девизног курса као номиналног сидра је посебно изражена у земљама у којима су монетарне институције слабе. У том смислу избор фиксног девизног курса треба да буде усвојен када упорно високе стопе инфлације нарушавају кредибилитет монетарне власти.<sup>139</sup> С друге стране, неколико аутора је указало на неке друге важне факторе. На пример, Калво и Рејнхарт (Calvo and Reinhart (2001, 2002) наводе да су политика кредибилитета и финансијска рањивост за тржишта у развоју сама по себи против избора пливајућег девизног курса. Конвенционални поглед Мек Кинона (McKinnon, 1963), кроз свој став истиче да је корист од пливајућег курса највећа за веома затворене привреде, али исто тако тврди да за високо отворене економије треба одабрати фиксни режим девизног курса.<sup>140</sup> Ипак, по Кордену (Corden, 2002) руковођено пливајући девизни курс може бити разумна политика за економије у развоју.<sup>141</sup>

Насупрот економијама у развоју, на основу досадашњих емпиријских искустава уколико су напредније и финансијски интегрисане земље са већим степеном финансијске/економске отворености, утолико је прихватљивија вероватноћа усвајања флексибилнијег режима девизног курса. Заиста, владе земаља које интензивно тргују, као што је Кина, имају тенденцију да много интервенишу како би стабилизовале курс својих валута и тако имају мање флексибилне режиме девизног курса. Родрик (Rodrik, 1997) је указао да отвореност трговине једне економије сама по себи повећава макроекономску нестабилност. По њему је веза између отворености и раста нестабилности заиста условљена у оној мери у којој држава има своју извозно диверзификовану компоненту.<sup>142</sup> Због тих околности Мандел и Хелер, сматрају да велике економије треба да одаберу флексибилније режиме девизног курса.<sup>143</sup>

Уосталом, улога девизног курса као номиналног сидра је посебно изражена у земљама у којима су монетарне институције слабе. У том смислу избор фиксног

---

<sup>139</sup> Carmignani Fabrizio, Colombo Emilio, Tirell Patrizio (November 2008), “*Exploring different views of exchange rate regime choice*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 27, p. 1-43.

<sup>140</sup> Kamenik Ondra, Kumhof Michael (August 18, 2009), Trade Openness and Exchange Rate Regimes, p. 2.

<sup>141</sup> Erhan Aslanoğlu, Pinar Deni (September 2012), “*How does stabilize in financial openness affect growth*”, Topics in Middle Eastern and African Economies, Vol. 14, Marmara University, p. 174.

<sup>142</sup> Haddad Mona, Jerome, Lim Jamus, Pancaro Casimo, Slaborowski Christian (November 2012), “*Trade openness reduces growth volatility when countries are well diversified*”, Working paper series No 1491, European central bank, Frankfurt am Main, p. 17.

<sup>143</sup> Jamus Jerome Lim, 1998, “*Optimal choice of an exchange rate regime: The case of Australia*”, Institute of Southeast Asian Studie, H0 102, p. 4.

девизног курса треба да буде усвојен када упорно високе стопе инфлације нарушавају кредибилитет монетарне власти.<sup>144</sup> С друге стране, неколико аутора је указало на неке друге важне факторе. На пример, Калво и Рајнхарт (Calvo and Reinhart), наводе да су политика кредибилитета и финансијска рањивост за тржишта у развоју сама по себи против избора пливајућег девизног курса. Тако постоје бројни докази да је за земље у развоју фиксни режим девизног курса повезан са најбољим перформансама инфлације. Отуда је најчешћи одговор малих отворених економија да усвоји режим фиксног девизног курса кроз нпр. придруживање валутној унији, валутни одбор и др. Међутим, важно је имати на уму да режим фиксног девизног курса никако није лек за мале отворене економије, јер се оне и даље суочавају са знатним макроекономским нестабилностима у односу на своје веће рођаке. Наведено сугерише да би ове земље требало да размотре и друге начине управљања девизним курсом.<sup>145</sup>

У исто време, индустријализоване и напредне економије, као што су САД, Јапан или Аустралија, са великим приступом међународним тржиштима капитала, имају тенденцију да бирају флексибилније режиме девизног курса. Ово последње потврђује тренд присутан и код MENA (Middle East and North Africa),<sup>146</sup> држава кроз доминантност режима флексибилнијег режима девизног курса у последњих тридесет година. Досадашња искуства показују да земље са вишим нивоима бруто домаћег производа по глави становника и отворености економије (мерено као збир увоза и извоза робе као проценат БДП-а) ће вероватније изабрати флексибилније режиме девизног курса. Уосталом, и емпиријски резултати показују да ће развијене и средње развијене земаље са нестабилнијим политичким режимима, тежити да изаберу флексибилније режиме девизног курса.<sup>147</sup> За развијене економије, чија је трговина разноврсна, флексибилни девизни курс је пожељнији, јер флексибилност олакшава апсорпцију иностраних шокова.

---

<sup>144</sup> Carmignani Fabrizio, Colombo Emilio, Tirell Patrizio (November 2008), “*Exploring different views of exchange rate regime choice*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 27, p. 1-43.

<sup>145</sup> Breedon Francis, Pétursson G. Thórarinn, Rose Kandrew K. (June 2011), “*Exchange Rate Policy in Small Rich Economies*”, p. 21-22.

<sup>146</sup> Блиски Исток и Северна Африка.

<sup>147</sup> Edwards Sebastian (January 1999), “*The Choice of Exchange Rate Regime in Developing and Middle Income Countries*”, University of Chicago Press, Chicago, Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE Vol. 7), p. 22, или подаци су доступни на адреси сајта: <http://www.nber.org/chapters/c861>, доступно дана 14.01.2013.

Као доказ имамо студију Левија и Стурзенгера (Levy-Yeyati и Sturzenegger, 2003) која је показала, на основу искустава из више економија, да су мање флексибилни курсни режими повезани са споријим привредним растом и обратно. Треба истаћи да у напреднијим економијама избор режима девизног курса није утицао на економски раст и њену варијабилност значајно, мада су флексибилни режими девизног курса повезани са већом стопом раста. Насупрот томе, код економија у развоју избор режима девизног курса је утицао на привредни раст, али не утиче на њену варијабилност.<sup>148</sup> Насупрот њима, Еиценгрет и остали (Eichengreen et al. 2011) тврде на основу искустава економија са флексибилним режимом девизног курса да на дуги рок утичу позитивно на економски раст, али и привлаче више капитала.<sup>149</sup>

Да ли држава треба да изабере фиксни или пливајући курс, или неки прелазни режим, једно је од најстаријих, али и најважнијих питања у економији. Ипак, сигурно је да ниједан режим није идеалан за све земље, као што ни изабрани девизни курс није погодан за сва времена. Избор режима девизног курса генерално је под утицајем макроекономских показатеља, структурних фактора, стопе инфлације, а посебно мобилности капитала у свакој економији. Уосталом, стално присутна трилема у монетарној економији кроз историју, коју треба ускладити је компромис између девизног курса, монетарне политике и мобилности капитала.

### **2.2.2. Утицај мобилности капитала на ефикасност монетарне политике**

У складу са конвенционалном мудрошћу монетарне стратегије, класичан златни стандард је ера коју карактерише углавном фиксирани девизни курс, неспутана мобилност капитала, и, самим тим, ограничена монетарна независност. Међуратни период обележило је време дивергентних стратегија, укључујући флексибилне девизне курсеве и девизне контроле, као и монетарну независност коју форсирају домаћи политичари. После Другог светског рата Бретон Вудски систем обезбеђује монетарну аутономију са релативно стабилним, фиксним, али подесивим девизним курсом, што захтева строге лимите везане за мобилност капитала. Коначно, од распада Бретон Вудског система, мобилност капитала је себе потврдила тако што су неке економије

---

<sup>148</sup> Zheng Xin (July 2012), "The Determinants of Exchange Rate Regime and Impacts upon the Stability of Economy: Experiences from Australia", Journal of Accounting, Finance and Economics, Vol. 2. No. 1, p. 32.

<sup>149</sup> S. Mouhamadou (April 2012), "Exchange Rate Regimes", Capital Controls and the Pattern of Speculative Capital Flows, Working paper No 15, Paris school of economics, Paris, p. 4.

усвојиле флексибилне девизне курсеве као средство да се одржи независност монетарне стратегије, неке су фиксирале своје валуте кроз валутне уније, на пример, док су друге одабрале концепт између ова два решења.

Глобални монетарни систем у савременим условима карактерише мобилност капитала, која укључује економску либерализацију у комбинацији са отварањем економије за међународну трговину и финансијске токове. Давнашња поставка сада већ класичне хипотезе Флеминга (Fleming, 1962) и Мундела (Mundell, 1963), генерално призната у међународној макро и финансијској литератури, је да међународна мобилност капитала игра кључну улогу за пуну ефикасност монетарне политике у отвореним економијама. Класична монетарна трилема изграђена на Флеминг-Мунделовом моделу подразумева фиксирани курс, мобилност капитала и националну монетарну политику која у исто време не може да се оствари са напред наведеним циљевима. Поменути економисти процењују колико мобилност капитала утиче на ефикасност макроекономских политика према изабраним курсевима. Код овог модела се претпоставља да су инфлација и инфлациона очекивања стабилни. Проблем са овим моделом је што не узима у обзир очекивања. Фискални стимуланс ће вероватно имати мало утицаја на вредност валуте, али се смањује нето извоз. Монетарни подстицај ће, с друге стране, вероватно имати мали ефекат на нето извоз, али ће смањити вредност валуте. Модел сугерише да би комбинација фискалне експанзије и монетарне контракције повећала вредност валуте и смањила нето извоз. Насупрот томе, фискална контракција и монетарна експанзија ће повећати нето извоз и смањити вредност валуте. Конкретно, ако дође до повећања пореза, валута ће порасти далеко мање него што би то било постигнуто смањењем јавне потрошње. Они иду корак даље јер подразумевају да је стратегија монетарне политике у потпуности ефикасна са флексибилним девизним курсом. Поставља се питање зашто је тако. Код флексибилног (пливајућег) девизног курса дозвољена је флукуација као одговор на промене економских услова. Насупрот томе, при фиксном курсу централна банка тргује иностраном валутом по унапред утврђеној цени.

Модел развијен од стране Обстфелда и Рогофа (Obstfeld and Rogoff, 1995) показује да перфектна мобилност капитала повећава ефикасност монетарне политике. Дакле, ефикасност монетарне политике је већа уколико је већи степен међународне мобилности капитала. Конкретно, инострани дуг не треба посматрати као макроекономски проблем, јер је то свакако оптимално повећање куповне моћи током времена. Ипак, како истичу Обстфелд, Шамбагх и Тејлор (Obstfeld, Shambaugh and

Taylor 2004, 2005), отворене економије ограничавају аутономију изабране монетарне стратегије.<sup>150</sup> Турновски (Turnovsky, 1997) у својој студији показује како међународна мобилност капитала утиче на везу између каматне стопе и макроекономске стабилности.<sup>151</sup> Тако, Пјер Кристијан (Pierdzioch Christian) истиче да плате и цене треба да буду флексибилне, треба да прате флексибилни девизни курс са мобилношћу капитала између сектора привреде у региону и отворености економије, што утиче позитивно на привредни раст у једној економији.<sup>152</sup> Насупрот њима Џон Векс (Weeks John) истиче да се владе одабиром фиксног девизног курса суочавају са трилемама, док одабиром флексибилног девизног курса то може да постане само дилема.<sup>153</sup> Ако ову проблематику актуелизујемо у условима најновије финансијске кризе, треба поменути Дирка Шонмејкера (Schoenmaker Dirk) који истиче да су финансијска стабилност, финансијска интеграција и национална финансијска политика неспојиви. Два циља могу да се комбинују, али не сва три, па један циљ неизоставно мора да буде изостављен.<sup>154</sup>

Ако је реч о малој земљи, савршена мобилност капитала подразумева да каматна стопа у земљи буде једнака каматној стопи у свету. Фредерик Мишкин (Frederic S. Mishkin, 2012), по опредељењу монетариста, у својој најновијој књизи “Макроекономија, политика и пракса” при анализи конкретне теме полази од претпоставке да отворена економија нема никакве рестрикције на токове капитала између домаћих и страних резидената и обратно. Ова ситуација се најједноставније дефинише као савршена мобилност капитала. У таквим околностима домаћа реална каматна стопа ( $r$ ) мора да буде иста као реална каматна стопа у свету ( $r_w$ ), односно реална каматна стопа која се може наћи на светским тржиштима.

---

<sup>150</sup> Obstfeld Maurice, Shambaugh C. Jaz, Tazlo M. Alan, 2007, “*Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*”, American Economic Journal, Vol. 0, No. 0, p. 2.

<sup>151</sup> Wen-ya Chang, Hsueh-fang Tsa, Capital Mobility, Interest Rate Rules, and Equilibrium Indeterminacy in a Small Open Economy.

<sup>152</sup> Pierdzioch Christian (May 2002), “*Capital Mobility*”, Consumption Substitutability, and the Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies, Kiel Institute for World Economics, Kiel Working Paper No. 1110, Kiel, p. 1-24.

<sup>153</sup> Weeks John, 2013, “*Open Economy Monetary Policy Reconsidered*”, Forthcoming in the Review of Political Economy, Issue 1, SOAS, University of London, UK, p. 16.

<sup>154</sup> Schoenmaker Dirk, 2011, “*The financial trilemma*”, Economics Letters, No 111, p. 57.

Дакле,  $r=tw$ .

Овај економиста истиче да, уколико је домаћа реална каматна стопа изнад светске реалне каматне стопе, нема препрека за мобилност капитала. У овој ситуацији би се домаћи резиденти (који укључују и владу) задуживали у иностранству по вредности светске реалне каматне стопе. Ако је пак домаћа реална каматна стопа испод светске реалне каматне стопе, домаћи резиденти би позајмљивали капитал због зараде коју би остваривали на разлици између светске каматне стопе и домаће реалне каматне стопе. С обзиром на то да би се задуживање или позајмљивање вршило по основу вредности светске реалне каматне стопе, домаћа реална каматна стопа неће одступати од светске реалне каматне стопе.<sup>155</sup>

Позната теоријска трилема да отворена привреда може да постигне само два од три циља, у које спадају неограничена мобилност капитала, независност монетарне политике или стабилност девизног курса, постала је кључна препрека код утврђивања домаће финансијске и монетарне политике и нивоа међународне финансијске интеграције.<sup>156</sup> Чињеница је да само две од три политике могу бити међусобно усклађене. Ова трилема се назива још и “немогуће тројство”, (слика 5). Земља која жели да има стабилан курс и спроводи независну монетарну политику мораће да наметне ограничења на покретљивост капитала. Са савршеном мобилношћу капитала и стабилним девизним курсом, земља мора да се одрекне аутономије монетарне политике. Земља која жели да има савршену мобилност капитала и аутономију монетарне политике мора да буде спремна да “пусти” свој курс. Дакле, економија једне земље мора да изабере једну опцију троугла или да се суочи са дилемом са три компоненте.

---

<sup>155</sup> Mishkin S. Frederic, 2012, “*Macroeconomics policy and practice*”, Addison-Wesley, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, New York, p. 83.

<sup>156</sup> Devereux M, P R Lane and J Xu, 2006, “*Exchange rates and monetary policy in emerging market economies*”, The Economic Journal, Vol. 116, No 511, p. 56.



Слика 5. Немогуће тројство



**Извор:** Ауторски приказ на основу Mishkin, S. Frederic (2012), *Macroeconomics policy and practice*, Addison Wesley, Boston, p. 446

Земље попут САД су са јаким веровањем у слободу кретања новца широм света изабрале стабилан девизни курс и омогућиле да долар као валута “плива”. У опцији 1 се земља (или валутна област) одлучила за мобилност капитала и независну монетарну политику, али не и за фиксни курс. Еврозона и САД су направили такав избор. Земље попут Аргентине (1990. године) и Хонг Конга су доминантно имале општи тренд савршене мобилности капитала, а имале су искуства са неодговорним монетарним одлукама, и у једном тренутку су одлучиле да одустану од независне (аутономне) монетарне политике и прилагоде стабилан курсни систем и савршену мобилност капитала својим економијама. Дакле, у овим економијама које су изабрале опцију 2 постоји слободна мобилност капитала уз курс који је фиксан, тако да земља или валутно подручје нема независну монетарну политику. Алтернатива трилеми сугерише контролу капитала путем закона. У Кини је већ заступљен овај систем. Коначно, земље попут Кине и Малезије су изабрале да имају фиксни девизни курс и да наставе независну (аутономну) монетарну политику. Оне немају слободну мобилност капитала, јер имају контролу капитала кроз ограничења кретања капитала преко својих граница.

Чињеница је да је због горе истакнуте трилеме маневарски простор домаће монетарне политике значајно смањен. Виша мобилност капитала делује на смањење монетарне независности и конфронтира централне банке избором циљева преко спровођења монетарне политике. Један од централних предлога на основу токова међународне монетарне економије је да повећање мобилности капитала изоштрава

компромис између интерних и екстерних циљева монетарне политике. Екстремна верзија овог предлога-тзв. трилема-наводи да, када мобилност капитала није савршена, земља не може истовремено да спроводи циљ девизног курса (екстерни циљ) и каматну стопу као таргет (интерни циљ). Један од три елемента мора бити усклађен. Мобилност капитала, на пример, мора бити ограничена, девизни курс мора бити слободан или пак домаћи политички циљеви морају бити игнорисани.<sup>157</sup>

Кроз досадашњу праксу многих економија у свету постало је јасно да је са повећањем мобилности капитала све теже одржавати фиксне девизне курсеве. Тако су се многе економије са фиксног девизног режима монетарне политике пребациле на режим флукутирајућег девизног курса. Неке економије су, на пример, покушале да изаберу неку врсту електричног режима монетарне политике комбинујући концепт циљање инфлације са прилично строгим интервенцијама на девизном тржишту у циљу управљања девизним курсом. У оба случаја повећање мобилности капитала лако може да угрози такав приступ. Неке земље су покушале да ограниче кретање финансијских токова капитала. Међутим, ове мере показале су се недовољним и, у већини случајева, неефикасним, стварајући начине како да се заобиђу таква ограничења.<sup>158</sup>

Због свих напред изнетих околности сматрамо да режим који комбинује отворен рачун капитала уз његову пуну либерализацију са пливајућим курсом обавља најбоље улогу у постизању макроекономске стабилности као одговор на спољашње шокове, али и делимична реформа која подразумева значајне користи.<sup>159</sup>

### **2.2.3. Стабилизација буџета у функцији оптималног монетарног регулисања**

Питање интеракције између стабилизационе буџетске и оптималне монетарне политике је дуго расправљано између водећих ауторитета монетарних теорија, мада без постигнутог консензуса. Отуда се поуке из стабилизационе буџетске и оптималне монетарне политике развијају већ више деценија уз констатацију да су у заблуди

---

<sup>157</sup> Stephen A. O'Connell, Benjamin O. Maturu, Francis M. Mweya, Njuguna S. Ndung'u and Rose W. Ngugi, (April 29, 2010), "Capital Mobility", Monetary Policy, and Exchange Rate Management in Kenya, p. 5.

<sup>158</sup> Szpunar Piotr, JPruski Jerzy (December 2008), "Capital flows and their implications for monetary and financial stability: the experience of Poland", BIS Papers, Bank for International Settlements, number 44, p. 403-404.

<sup>159</sup> Chang Chun, Zheng Liu, Spiegel M. Mark (February 2013), "Capital controls and optimal Chinese Monetary policy", Working paper 2012-13, Federal reserve bank of San Francisco, San Francisco, p. 25.

емпиријска истраживања о фискалном стимулансу буџета, која се ослањају на пресек података, посебно на локалном или државном нивоу, као одговор на фискалне стимулације. Као аргумент се наводи да се не баве реакцијом монетарне политике.

Фискална политика може фино да циља стабилизацију буџета, али пати од практичних политичких проблема. Исто тако, монетарна политика је моћна, али је ограничена политичком независношћу банке (која није неограничена). Макроекономска стабилизација је стање у којем је сложен такав оквир монетарне и фискалне политике и институција са циљем да се смање осцилације и подстакне раст привреде, а тиме и њеног буџета. Иначе, сама стабилизација буџета је предуслов за економски раст. Примарни ауторитет је обично независна централна банка која контролише или подстиче укупну економију манипулисањем новчаном масом и каматним стопама, у оквиру зацртаних параметара монетарне политике.

Ипак, ако избор за стабилизацију буџета буде на монетарној политици и она постане препоручени инструмент, то је зато што је бржа и није подложна политичком утицају. Поставља се питање да ли је у пракси баш тако. Последњих година је такође присутна дилема да ли је монетарна политика свемогућа у ситуацији нулте каматне стопе, на пример. Ова логика наглашава уверење да фискална политика не би требало да се користи као средство стабилизације буџета. Поставља се питање да ли је у стварности баш тако. Ипак, знамо да је у стварности сам фискални стимуланс скоро увек профитабилан са политичке тачке гледишта. Практично говорећи, уз присуство више од једног поремећаја у привреди, не само ценовне ригидности, монетарна политика не може да буде довољна да би се у привреди достигли најбољи исходи, а фискална политика може да одигра кључну улогу. Тада фискална политика постаје подстицајна, али ће монетарна политика бити мање стимулативна за исти износ. Ипак, доминира уверење, нарочито од стране либералних економиста, да је монетарна политика право средство за стабилизацију агрегатне тражње, упркос доказима о делотворности аутоматских стабилизатора и дOMETИМА дискреционе фискалне политике.<sup>160</sup>

Мали број радова испитује дејства аутоматских стабилизатора фокусирајући се на ефекте промене буџета, који су аутоматски изазвани пореским законима и правилима потрошње. У том смислу је стабилизациону функцију најбоље тумачити као

---

<sup>160</sup> Fatas Antonio, Mihov Iliа, 2012, "Fiskal Policy as a stabilization tool", The B.E. Journal of macroeconomics, Special issue: Long term effects of the great recession, Vol. 12, Issue 3.

макроекономску стабилизацију од стране централне владе, а то је стабилизација буџета за равномернији рад јавних служби кроз економски циклус саме привреде. У свом чланку о фискалној науци, Ричард Масгрејв (Richard Musgrave, 1985), који прати еволуцију економске теорије о стабилизацији буџета, каже да ју је најбоље описао још давне 1767. године Џејмс Стјуарт речима: “позајмљивати влади новац је нови канал циркулације, чиме се повећава приход земље”. Томас Роберт Малтус (Thomas Robert Malthus, 1824) у свом раду “Принципи политичке економије” анализира узроке рецесије (незапосленост и депресију). Овај теоретичар је понудио буџетску политику као могуће решење и подршку монетарној политици преко потрошачке тражње кроз тзв. прераспodelу дохотка (путем пореза).

Ранокејнзијанац Масгрејв 30-их година прошлог века закључује да је основни ефекат буџетске политике алтернативна употреба средстава, или боље речено расподела прихода владе. Дистанцирање од владе карактерише став ранокејнзијанаца, што је доминантна економска филозофија у Америци пре 1930. године, а то је најмање могуће мешање владе са привредом која је у приватном власништву.

Појава кејнзијанизма значила је пробој Кејнзове филозофије с нагласком на коришћењу фискалне политике у циљу стимулисања агрегатне тражње за време рецесије. Хенсен и Перлоф (Hansen and Perloff's, 1944) су у својој студији на примеру САД утврдили да је савезни порез на промет у 1933. години био, у ствари, виши него у 1931. години, а да су, када је савезна влада повећала јавну потрошњу у годинама Велике депресије, држава и градски нивои власти смањили своје расходе, чиме су ублажили последица савезне експанзивне политике. Као начин подршке монетарној политици поменути економисти предлажу да у условима рецесије треба смањити пореске стопе, а јавна потрошња треба да буде висока. Фискална политика ће у целини бити усмерена на повећање куповне моћи и подстицање улагања и пословања. Нешто слично смо имали у развијеним економијама током недавне рецесије, која је почела децембра 2007. године у САД, нудећи подршку кроз федералну фискалну помоћ државе актуелној акомодативној монетарној политици.

Недавна глобална финансијска и фискална криза поново је довела до већег интересовања за контрацикличну фискалну политику државе. Овим је фискална политика у развијеним економијама постала кључни инструмент за економски опоравак. Подсећања ради, кључни циљ модерног централног банкарства је ниска и стабилна инфлација у дугом временском периоду. Међутим, централне банке су такође забринуте за стабилизацију економије и самог буџета у кратком року. Једно је сигурно,

погрешно је схватање да рационална буџетска политика може да реши проблем једном за свагда. Познато је да су неке владе одиграле улогу у пружању контрацикличне фискалне политике у циљу подстицања директно буџета, а индиректно предузете монетарне политике. Међутим, поставља се питање да ли такву политику треба да наставе и у следећем кризном тренутку, какав је био у недавној прошлости. И поред свега остаје чињеница, која ће важити и наредних деценија као правило, да је фискална политика путем стабилизације буџета адут монетарној политици у било ком тренутку. И ту се заправо треба кретати.

## **2.3. Приоритети макроекономске политике и концепт оптималне монетарне стратегије**

### **2.3.1. Конфликтност циљева макроекономске и монетарне политике**

Помирење конфликтних циљева макроекономске и монетарне политике представља консензус ради достизања континуираног економског раста, пуне запослености, стабилности цена и одрживе финансијске стабилности и фискалне позиције. Међу макроекономистима у постизању ових циљева не постоји консензус, јер није могуће да остварење једног циља искључи други.<sup>161</sup> Свакако да је макроекономска стабилност камен темељац сваког успешног напора да се повећа привредни раст. У супротном је макроекономска нестабилност углавном повезана са лошим перформансама привредног раста. Све ове циљеве не треба посматрати изоловано већ искључиво у интеракцији како би се достигао оптимални ефекат. Исто тако сукоби ових политика имају озбиљне последице за стабилност економије. У циљу избегавања сукоба треба укључити формалне и неформалне аранжмане између централне банке, владе и других институција.

Након објављивања Кејнзове “Опште теорије запослености”, као резултат пораста државне потрошње, након Другог светског рата у САД је дошло до пада незапослености. Отуда повећано поверење економиста у кејнзијански модел, што је потврдила стабилна и просперитетна привреда САД 50-их и 60-их година прошлог

---

<sup>161</sup> Лучић Љ., 2006, “Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике”, Банкарство, Удружење банака Србије, Београд, стр. 32.

века, која је додатно учврстила то поверење. Кејнз и његови следбеници тврде да влада треба да води активну политику за стабилизацију економских флукуација у привреди. По њима је фискална политика прецизна алатка која може да циља одређене секторе привреде и становништва у циљу постизања жељених економских промена. Фискалисти тврде да су донели фискалне политике смањење инфлације, привредни раст и стабилизација. Међутим, реална дешавања у привреди показују супротно, а то је потврдила и актуелна глобална финансијска криза да у таквим условима порески приходи падају, док издаци за различите донације и бенефиције се аутоматски повећавају када економска активност опада и незапосленост расте.

Економисти монетаристичког опредељења предвођени Милтоном Фридманом, Карлом Брунером и Аланом Мелцером (Milton Friedman, Karl Brunner и Allan Meltzer) још почетком 60-их година прошлог века су показали да централне банке имају алате који одлучно делују против инфлације. По њима је инфлација увек повезана са претераним новчаним растом. Ови аргументи са ове дистанце могу изгледати очигледно, али су били контроверзни у то време. Монетарна политика је 60-их и 70-их година прошлог века значила стимулисање привредне активности, а све у циљу смањења незапослености. Доношење одлука монетарне политике је било дискреционог карактера, а саме монетарне одлуке су биле на неки начин под велом тајности. Технички карактер монетарне политике омогућио је усвајање правила монетарне политике тог времена коју је пратило повећање независности централних банака.

Да би била оперативна, монетарна политика тог времена је подразумевала подешавање једног инструмента (краткорочне каматне стопе, на пример) како би био постигнут други циљ (стабилност цена). Ипак, сама монетарна политика, првенствено преко политике краткорочних каматних стопа, нема довољно утицаја на економску и привредну активност. Ако направимо компарацију са новом актуелном монетарном стратегијом тај оквир треба да буде заснован на активној улози предвиђања првенствено инфлационих очекивања у привреди. Та пројекција треба да обухвати не само будућа кретања инфлације већ и незапослености, каматне стопе, девизног курса и других макроекономских варијабли. За ову сврху, монетарна политика мора да буде транспарентна и предвидива. Савремене централне банке би управо због тога требало да потроше огромну количину енергије на прогнозирање. Крајем прве деценије 21. века су прогнозирање, независност централне банке и јака одговорност нови оквир усвојен од стране више од 20 централних банака развијених земаља, које су изабрале концепт монетарне стратегије циљања инфлације.

Са макроекономског становишта, деценију која је претходила најновијој финансијској кризи у свету пратио је изузетно повољан период развоја светске привреде, који је коегзистирао са ниском и трајном инфлацијом. Такво окружење довело је до повећања кредибилитета централне банке. Монетариста Фредерик Мишкин (Mishkin, 1996) је тада тврдио да је висок ниво каматних стопа потребан како би се контролисала инфлација. Цукиерман (Cukierman, 1992) наводи да контрола инфлације захтева брзо и суштинско повећање каматних стопа на свим нивоима. Међутим, међу аргументима за синергију између цена и финансијске стабилности, Шварц (Schwartz, 1995) и Бордо (Bordo, 1985) подразумевају да држава предвиди каматне стопе, доприносећи мањем ризику у привреди због неусклађених каматних стопа. По њима би влада требало да се фокусира на политике које промовишу високи дугорочни економски раст, уз држање инфлације на ниском нивоу. Такав тренд потврђује и нови став монетаристе Скота Самнера (Scott Sumner, 2011) који истиче да је актуелни концепт преко циљања каматне стопе готово праисторијска мера. Специфичан је његов став да се тражња у привреди много боље регулише преко циљања цена, што је много боља опција. Таква монетарна стратегија би требало да буде усвојена одмах, посебно због недостатка агрегатне тражње у привреди.<sup>162</sup> Супротно томе, анализа Бергstromа и Карагедиклија (Bergstrom and Karagedikli, 2013) показује да све док као опредељење имамо стратегију објављивања каматне стопе, привреда има корист од објављивања ових бројева.<sup>163</sup>

Ове констатације донекле потврђује врло контраверзно, али ипак непристрасно истраживање Мајкла Паркина (Michaela Parkin, 2013), које указује да монетарна политика не може да утиче на просечан ниво незапослености, али најбољи допринос може да постигне кроз одржавање ниске инфлације.<sup>164</sup>

Данас, као и некада у време финансијске кризе и депресије економије, присталице Кејнзове монетарне стратегије и даље имају велику подршку међу

---

<sup>162</sup> Sumner Scott, 2011, Targeting nominal GDP. Available at <http://columbiaeconreview.com/index.php/en/vi ewissuesonline/80-fall2011/74-targetinggdp>, (accessed 13 February 2013).

<sup>163</sup> McDermott John (15. March 2013), The role of forecasting in monetary policy, Reserve bank of New Zealand, Wellington, p. 1-14, Wellington, Available at [http:// www.rbnz.govt.nz/speeches/5185399.html](http://www.rbnz.govt.nz/speeches/5185399.html), (accessed 26. March 2013).

<sup>164</sup> Parkin Michael, 2013, "Central bank laws and monetary policy outcomes: A three decade perspective", EPRI Working Paper N1, Provided in Cooperation with: Economic Policy Research Institute (EPRI), Department of Economics, University of Western Ontario, Ontario, p. 1.

политичарима, кроз владе које су под притиском да повећају потрошњу током периода кризе, без обзира на то да ли су та настојања делотворна. С тим у вези имамо најновији став кејнзијанског теоретичара Пола Кругмана (Paul Krugman, 2012), који истиче да, када је привреда просперитетна и у успону, са стабилним привредним растом тада треба смањивати потрошњу. Насупрот томе, у условима рецесија и нестабилности привреде треба повећавати државне и све друге видове потрошње, као пандам на актуелну економску кризу у свету. По њему је дозвољено да дефицит расте када привредна активност опада. Овај економиста сматра да ће ниже цене изазвати мању тражњу за новцем, што производи ниже каматне стопе, а оне изазивају већу потрошњу. Тај процес не функционише када су, као што је тренутно случај, краткорочне каматне стопе близу нули или су већ на нултој позицији.

Најновија истраживања Рејса (Reis, 2013) и Липера (Leeper, 2013) истичу да штампање новца преко пораста јавне потрошње, који протежирају Пол Кругман и О' Брајан (Krugman i O'Brien), не генерише никакве магичне ресурсе којима се решавају стварни фискални дефицити у привреди. Централна банка може да утиче на инфлацију преко понуде новца, али очекивана инфлација не чини ништа да измени ограничења јавног дуга. Предвиђена инфлација би само изазвала номиналне каматне стопе  $R$  (*nominal interest rate*  $R$ ) и номиналну стопу привредног раста  $g$  (*nominal growth rate*  $g$ ) и пораст за исти износ, али неће учинити ништа да промени стопу нето раста (*net growth rate*  $r = R - g$ ), која је кључни параметар у једначини за одрживост привреде. Поменути аутори истичу да се аргументи Пола Кругмана и О' Брајана на крају изгледа своде на “то се не може десити, јер се још није догодило.”<sup>165</sup> По нама, нема основа ни у економској теорији, али и по основу историјског искуства, да се гарантује њихов закључак у оба случаја. Није изненађење да неки економисти због ставова ових кејнзијанских теоретичара, међу којима је и Гудхарт (Goodhart, С. 2010), због свега овога брину да идемо на неки начин уназад према периоду од 1920. до 1960. године прошлог века, где су централне банке биле “заробљене” од стране одлука влада.

Донедавно су централне банке развијених економија углавном биле концентрисане на стабилност цена, а мање су се бавиле финансијском стабилношћу економије. Пре актуелне финансијске кризе Вајт и Рајан (White, 2006 и Rajan, 2005) су

---

<sup>165</sup> Hamilton D James (mar 13, 2013), I'm More Worried than Krugman About the U.S. Debt Burden, Wall Street Pit, доступно на адреси сајта <http://wallstreetpit.com/99154-im-more-worried-than-krugman-abou...>, доступно дана 25.03.2013.



упозорили да само стабилност цена не може бити довољна за финансијску стабилност привреде.<sup>166</sup> Могућност да се у условима актуелне финансијске кризе у свету користи комбинација алатки монетарне и фискалне политике у циљу стабилизације тражње, била је ограничена због финансијске нестабилности целокупне привреде, а посебно банкарског сектора у њему. С обзиром на наведено, неоспорно треба тежити финансијској стабилизацији целокупног привредног система.

Уосталом, инфлација, незапосленост, “*trade off*” и агрегатна тражња остају главне сфере интересовања централних банака и макропруденцијалне политике и у 21. веку. Кејнзијанска визија кроз “Општу теорију запослености”, као и најновије финансијске кризе крајем прве деценије 21. века су само потврдиле да добро успостављен оквир у контексту макроекономске политике повезује централне банке, владу и остале органе државне и фискалне управе. Све наведено је у циљу остварења заједничког мандата, првенствено преко промовисања ниске незапослености, стабилности цена, али и финансијске стабилности привреде. Ово је на неки начин потврдила и најновија дебата између монетариста и кејнзијанаца да смо у времену криза и депресија привреде “сви на неки начин били помало кејнзијанци”. Кејнзијанска стратегија је на тај начин доказала да има визију и да је увек на правом месту и у право време.

### 2.3.2. “Trade off” унутар стратегије монетарне политике

Савремена стратегија вођења монетарне политике у развијеним економијама у последњих десетак година пре финансијске кризе из 2007. године је била прилично успешна, посебно у сузбијању инфлације. Отуда је превасходно стабилност цена и дугорочни циљ монетарне политике, јер ће произвести боље економске резултате. Ипак, актуелни “*trade off*” унутар савремене стратегије монетарне политике утиче на опредељење између стабилности цена и финансијске стабилности. Карнеј и Вајт (Carney 2009, White 2006) су тврдили да флексибилно циљање инфлације само по себи није довољно да би се постигла финансијска стабилност. Бен и Свенсон (Bean 2009,

---

<sup>166</sup> Fahr Stephan, Motto Roberto, Rostagno Massimo, Smets Frank i Tristan Oreste (May 2011), “*A monetary policy strategy in good and bad times*”, Lessons from the recent past, Working paper series N0 1336, European central bank, Frankfurt an Main, This paper can be downloaded without charge from <http://www.ecb.europa.eu> or from the Social Science Research Network electronic library at [http://ssrn.com/abstract\\_id=1814928](http://ssrn.com/abstract_id=1814928).

Svensson 2010),<sup>167</sup> конкретно тврде да је поменута финансијска криза изазвана факторима који су имали веома мало везе са монетарном политиком и у томе не виде разлог да се промени актуелни флексибилни оквир циљања инфлације. Ризици су заправо проистекли из значајне експанзије кредита, што је довело до екстремних нивоа задужености и ризика првенствено због регулаторних и надзорних неуспеха. Како тврде поменути економисти, важно је да ниједан од ових узрока нема везе са монетарном политиком.<sup>168</sup> Врло актуелан став по овом питању имају и Де Грав и Грос (Paul De Gruuwe and Gros, 2009) који сматрају да је пре финансијске кризе стабилност цена могла да помогне да се одржи финансијска стабилност. Међутим, након финансијске кризе 2007-2008. године поставља се питање да ли ће бити компромиса између финансијске и ценовне стабилности. Сигурно да финансијска нестабилност подрива макроекономску стабилност, упркос ниској и стабилној инфлацији.

Новија академска истраживања, у циљу постизања макроекономске стабилности, једним делом преферирају таргетирање очекиваног нивоа цена уместо инфлације, али само у кратком року. Међутим, питање је да ли би се додатно побољшала ефикасност монетарне политике преласком на циљани ниво цена у условима актуелних екстремно ниских каматних стопа централних банака развијених економија. Сам тренд политике каматне стопе од времена настанка финансијске кризе у развијенијим економијама није био довољан да се постигне финансијска стабилност. То је у напреднијим економијама потврдила и најновија финансијска криза из 2007-2008. године, посебно када су каматне стопе биле близу нуле, када нису могле успешно да буду употребљене.

Овим је актуелна финансијска криза отворила дебату на тему да ли монетарна политика треба да циља и финансијску стабилност. Међу поборницима промене савремене стратегије монетарне политике је Гудхарт (Goodhart, 1988), који је тврдио да

---

<sup>167</sup> Charles R Bean, 2009, The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction. Schumpeter Lecture, Barcelona, 25 August, Available at [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk), and Svensson, Lars E.O., 2010, Inflation Targeting and Financial Stability. policy lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?", hosted by the Central Bank of Turkey, Izmir, October 28, 2010.

<sup>168</sup> Svensson E.O. Lars (29 November 2011), Monetary policy after the crisis, Speech by Mr Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the conference "Asia's role in the post-crisis global economy", Federal Reserve Bank of San Francisco, Sana Francisko, p. 3, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, dostupno dana 28.03.2013.

су централне банке првобитно створене у циљу промовисања финансијске стабилности и да је дошло време да се врате овом задатку.<sup>169</sup> Група аутора предвођена Ихингрином, Рајаном и Прасадом (Ichengreen, Rajan, and Prasad 2011, and Eichengreen et al. 2011) је тврдила да циљеви монетарне политике треба да буду проширени и на финансијску стабилност.<sup>170</sup> Овим се заправо циљеви монетарне политике и финансијске стабилности изједначавају. Поставља се питање да ли је баш тако.

Противници промена, на пример Бен и остали (Bean and others, 2010), заступају став да монетарна политика сама по себи не може постићи финансијску стабилност, јер се узроци финансијске нестабилности не односе увек на степен ликвидности у систему. Штавише, када су финансијски поремећаји акутнији у неким секторима привреде него у другима, што је чест случај, монетарна политика је сувише неефексан алат. У овим околностима је ценовна стабилност у сукобу са финансијском стабилношћу. Бен и Свенсон (Bean 2009, Svenson 2010) конкретно тврде да је ова финансијска криза изазвана факторима који су имали веома мало везе са монетарном политиком, тако да по њима то није разлог да се промени флексибилни оквир циљања инфлације.

Финансијска стабилност и монетарна политика су и концепцијски различите, са посебним циљевима и различитим инструментима. На онову искуства више развијених економија, закључујемо да је и временска компонента доношења одлука различита. Рецимо да се одлуке монетарне политике доносе 6-8 пута годишње, а одлуке везане за финансијску стабилност 1-2 пута годишње. Када је реч о каматној стопи, на пример, она је неделотворан инструмент за финансијску стабилност, јер на њу утиче врло мало. Уосталом, монетарна политика треба да буде последња, а не прва линија одбране финансијске стабилности.

У актуелној светској монетарној литератури се обично не претпоставља да је финансијска стабилност циљ. Према “Jackson Hole” консензусу, које су префериле централне банке у претпериоду најновије финансијске кризе, оне треба да реагују на финансијске неравнотеже у мери у којој оне утичу на прогнозу инфлације. Заправо, циљ је првенствено стабилност цена, што је примарни циљ монетарне политике на дуги рок. Овакав консензус је произашао из економских истраживања и актуелних економских дешавања у свету у протеклих тридесет година. Као прилог томе имамо

---

<sup>169</sup> Goodhart Charles, 1988, “*The Evolution of Central Banks*”, MIT Press.

<sup>170</sup> Eichengreen Barry, Raghuram Rajan and Eswar Prasad (October 24. 2011), “*Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate*”, Financial Times, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, доступно дана 28.03.2013.

емпиријске резултате и истраживања која показују, на пример, да континуирана (стална) стопа раста новца од 20% доводи до трајно ниже стопе раста БДП од 2%, као и да нестабилност цена омета функционисање привреде. Иначе, концепт савремене монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације данас преферира више од 20 развијених економија у свету. У време најновије финансијске кризе у свету, због наведених околности, Кристијано Мото, Ростањо и др. (Christiano Motto and Rostagno et al. 2011) се залажу за више средњорочну оријентацију стратегије монетарне политике усмерену на анализу различитих извора инфлације и њихове средњорочне импликације.<sup>171</sup>

Ипак, у стручној монетарној јавности још увек нема јасног консензуса о томе како стабилност цена утиче на финансијску стабилност и, обратно, а посебно да ли постоји интеракција и синергија између њих. Иначе, монетарна политика је била прилично неефикасна стратегија за постизање и одржавање финансијске стабилности. Због овога није сасвим јасно да ли треба мењати мандат монетарним властима. Бланхард и Гали (Blanchard and Gali, 2007) заступају став да, ако резултати треба да буду квалификовани између производње и инфлације, чак и тада стабилизација инфлације треба да добије већу тежину. Конкретно, Свенсон се пита да ли заиста постоји потреба да се монетарна политика користи за остварење неколико циљева. Старк Јирген је још конкретнији (Stark Jürgen 2009) истичући да не треба дозволити ништа што би угрозило фундаментални циљ монетарне политике, а то је стабилност цена.<sup>172</sup> Иако се *trade-off* између цена и финансијске стабилности не дешава увек, очигледно је да овај компромис није постојао у последњој деценији и игнорисан је од стране академске и стручне јавности из монетарних кругова.

У касним 90-им годинама прошлог века и током прве деценије овог века, у развијеним економијама је све до избијања најновије финансијске кризе у свету одржавана стабилност цена, али је значајно повећан и створен ризик за финансијску стабилност. По нама стратегије монетарне политике централних банака свуда у свету требало би да следе два циља, односно стабилност цена и финансијску стабилност.

---

<sup>171</sup> Fahr Stephan, Motto Roberto, Rostagno Massimo, Smets Frank and Tristan, Oreste (May 2011), “A Monetary Policy Strategy in Good and Bad Times: Lessons from the recent past”, ECB Working paper No 1336, Frankfurt am Main, p. 37.

<sup>172</sup> Stark Jürgen, 2009, “Monetary Policy Before, During and After the Financial Crisis”, speech at the University of Tübingen, 9 November., Available <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html>, dostupno dana 31.03.2013.

Отуда каматна стопа треба да се користи за постизање флексибилно постављене циљане инфлације, док остали инструменти (обавезне резерве и мере макропруденцијалне политике, на пример), треба да буду коришћене за постизање финансијске стабилности.

Сасвим је сигурно да финансијска нестабилност подрива макроекономску стабилност, упркос ниској и стабилној инфлацији. Федерико, Товар и остали (Federico et al., 2012; Tovar and others, 2012) су тврдили да су тржишне економије у настајању заправо пионири у преусмеравању инструмената и алата у макропруденцијалне сврхе.<sup>173</sup>

На Самиту лидера Г20, који је одржан у Сеулу 2010. године, предложене су мере ради отклањања системског ризика који прати финансијски сектор. Отуда су дефинисани елементе макропруденцијалне политике, а то су: циљ (ограничење системског ризика или ризика широм система), обухват анализе (финансијски систем као целина и његове реакције са економијом), скуп овлашћења и инструмената и њихово коришћење (пруденцијални алати и алати дати специфично пруденцијалним властима).<sup>174</sup> Нова светска финансијска архитектура подразумева кључно место савременој централној банци, чији се опсег послова проширује и на обезбеђење и одржавање финансијске стабилности, посебно у контексту примене мера макропруденцијалне политике, које обухватају регулацију и надзор.

На основу наведеног закључујемо да избор монетарне стратегије није скуп механичких једначина. Ипак, са искуством долази и побољшање. Уколико учимо из искуства, можемо поновити и усавршити оно што добро функционише, а не понављати грешке из прошлости које произлазе унутар “*trade off*”-а савремене стратегије монетарне политике.

### **2.3.3. Конзистентност микса инструмената монетарног регулисања**

Општи консензус који постоји међу централним банкарима широм света јесте да је монетарна политика највише усмерена на постизање стабилности цена. У неким економијама централне банке имају додатне мандате као што су обезбеђивање пуне

---

<sup>173</sup> International monetary fund (January 29. 2013), “*The interaction of monetary and macroprudential policies*”, Washington, p. 3.

<sup>174</sup> Извештај министрима финансија и гувернерима централних банака Г 20 (14. фебруар 2011), “*ФСБ Макропруденцијална политика*”, Банкарство, број 3-4, Удружење банака Србије, стр. 116.

запослености, привредни раст и максимизирање и промовисање финансијске стабилности. У циљу испуњавања ових циљева, централне банке интервенишу на финансијском тржишту како би се осигурало да се краткорочне каматне стопе (и девизни курсеви) и ликвидност привреде одржавају на одговарајућим нивоима, у складу са циљевима монетарне политике. Дакле, монетарна политика и финансијска тржишта су нераскидиво повезани. Тачније, преко финансијских тржишта монетарна политика утиче на реалну економију. Дакле, финансијска тржишта су карика у механизму трансмисије између монетарне политике и реалне економије. Тржишне цене одражавају очекивања тржишта, тј. учесници на тржишту будућа економска кретања. Та очекивања заузврат обезбеђују драгоцене информације централним банкама у постављању оптималног курса монетарне политике у будућности. Међутим, поставља се питање да ли су оваква монетарна правила кроз емпиријске резултате и истраживања применљива, или обрнуто.

Кутнер и Мозер (Kuttner и Mosser, 2002) су знатно пре финансијске кризе из 2007. године истицали да изабрана стратегија монетарне политике путем промене каматне стопе доводи до одлагања потрошње или смањења инвестиционе потрошње. Она тиме утиче на реални сектор мењајући агрегатну тражњу и на крају привредни раст и инфлацију у економији. Због ових околности савремени економисти 21. века новокејнзијанског опредељења, сматрају супротно, тј. да потрошња доприноси расту БДП-а. Да се подсетимо Џона Мајнарда Кејнза који дефинитивно даје предност новцу који пласира у потрошњу, чиме се ствара вишак тражње за инвестицијама и више радних места. Његов наследник Пол Кругман тврди да буџетски дефицит и потрошња треба да расту када економска (привредна) активност опада. То је заправо Кејнзов модел оживљен кроз најновији став Пола Кругмана, изражен кроз формулу:

$$GDP=C(\text{потрошња})+I(\text{инвестиције})+G(\text{јавна потрошња})+(X-M) \text{ нето извоз}$$

Ако применимо ову формулу на садашње услове у америчкој економији, користећи податке из четвртог квартала (К4 2012), исход ће бити следећи:

$$\begin{aligned} -0,1\% &= 1,52\% + (-0,08\%) + (-1,33\%) + (-0,25\%) \\ -0,1\% &= 0,14 \end{aligned}$$

Ово значи да су резултати Кругманове модерне варијанте Кејнзове формуле применљиви, јер су скоро идентични постигнутим резултатима у економији САД. Актуелни амерички БДП после најновије финансијске кризе је уско повезан са износом G буџетске потрошње. Отуда се одабрана потрошња посматра као нешто што доприноси БДП-у, посебно у кризним ситуацијама.

Ипак, савремени монетаристи Дејвид Гринлоу, Џејмс Хамилтон, Питер Хупер и Фредерик Мишкин (David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper, and Frederic S. Mishkin, 2013), постављају питање да ли је одржив одабрани фискални пут влада развијених економија при актуелним монетарним условима. Ако тржиште закључи да влада или не може или неће да сервисира свој дуг, централна банка може бити приморана да на крају бира између монетизације, која води до инфлације, или да подржи пут владе преко фискалне доминације која је прожета опасностима. То нам потврђују и најновије економетријске анализе и студије обављене током 2013. године, које указују да су развијене економије са дугом изнад 80% БДП-а, и сталним буџетским дефицитима подложне брзим фискалним погоршањима.<sup>175</sup>

Дакле, уопштавајући емпиријске показатеље водећих економија у свету, наш став је, без обзира на монетаристички или кејнзијански приступ микса монетарног регулисања изражена кроз правила Џона Мајнарда Кејнза и његовог савременика Кругмана, Фредерика Мишкина и др., да се у различитим условима у којима функционишу привреде у свету не могу користити универзална правила. Сваки период има своје специфичности и зато се горе поменута правила не могу користити као универзална.

---

<sup>175</sup> David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper and Frederic S. Mishkin (22. February 2013), “*Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy*”, paper written for “*U.S. Monetary Policy Forum*”, a conference sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, held in New York, p. 81 или доступно на адреси сајта <http://www.federalreserve.gov/new.sevents/speech/powell20130021a.b>, доступно дана 07.04.2013.

## 2.4. Кредителитет креатора монетарне политике

### 2.4.1. Историјска димензија независности и кредителитета монетарне политике

Поставља се питање зашто је анализа независности и кредителитета монетарне политике тако важна. Уосталом, вођење монетарне политике централних банака развијених економија у протеклој деценији увело је нову парадигму која ставља акценат на кредителитет, независност и транспарентност монетарне политике. Сам концепт независности је релативно нов у економској теорији и пракси. У оним земљама у којима је владавина права генерално прихваћена, правни статус централне банке је одлучујући за успех њене политике. Упркос паралелном развоју између смањења инфлације и повећања независности централне банке, статистичка директна веза између правне независности централне банке и стабилности цена је изненађујуће слаба, што показују емпиријски резултати како у земљама у развоју, тако и у развијеним економијама. У OECD економијама је од 1960. до 2000. године инфлација у негативној корелацији како са степеном монетарних обавеза тако и са степеном кредителитета монетарне политике.<sup>176</sup> У прилог овим аргументима иду бројна истраживања која су доказала негативну корелацију између инфлације и законске независности централне банке.<sup>177</sup> Истраживања и резултати Спиромитроса и Тујсуза (Eleftherios Spyromitros и Sukriye Tuysuz, 2012) показују да већа транспарентност има жељени ефекат на репутацију централне банке када су смањена инфлаторна очекивања и дугорочне номиналне каматне стопе.<sup>178</sup>

Из другог угла посматрано, Вуд (Wood, 2005) наглашава да су америчке Федералне резерве и Банка Енглеске искусиле периоде високе независности, али и

---

<sup>176</sup> Belke Ansgar, Freutag Andreas, Keil Jonas and Schneider Friedrich, 2012, “*The credibility of Monetary Policy Announcements*”, Empirical evidence for OECD Countries since the 1960s, Deutches Institut fur Wirtschaftsforschung, Berlin.

Напомена: Узорак обухвата следеће 22 OECD економије: Аустралија, Аустрија, Белгија, Канада, Данска, Финска, Француска, Немачка, Грчка, Исланд, Ирска, Италија, Јапан, Холандија, Нови Зеланд, Норвешка, Јужна Кореја, Шпанија, Шведска, Швајцарска, Велика Британија и САД.

<sup>177</sup> Cukierman A., S. Webb and B. Neyapti (September 1992), “*Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*”, World Bank Economic Review 6, p. 353-398.

<sup>178</sup> Spyromitros Eleftherios, Tuysuz Sukriye (April 2012), “*Do Monetary Policy Transparency*”, Independence and Credibility Enhance Macro-Financial Stability?, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No 4, Published by Canadian Center of Science and Education, p. 47.



времена значајне зависности од државе, у зависности од фискалне ситуације. По овом економисти, историја централног банкарства заиста показује да се политички притисак на централну банку повећава у ери фискалних проблема. Независност централних банака у свету почиње између 1990. и 2000. године, када су централне банке добиле већу аутономију од влада. Постоји јак интерактивни ефекат између независности централне банке и демократије и механизма централне банке за контролу новчане масе.<sup>179</sup> Недавна истраживања Кровеа и Мида (Crowe and Meade, 2007) третирају независност централне банке као ендегену категорију и резултат политичких интереса. Тако на пример способност централне банке да спроведе монетарну политику може бити ограничена, упркос високом степену независности централне банке. Разлог за то може бити изабрани режим девизног курса постављен од стране владе, који је настао као резултат политичког консензуса различитих партија. Повећање независности централне банке намењено је, пре свега, њеној заштити од краткорочних и често предвидивих притисака, повезаних са изборним циклусом. Ако централна банка жели да постигне свој циљ (сузбијање инфлације), потребно је да буде што мање повезана са владом “јер њима често управљају политички пословни циклуси који покушавају мерама економске и монетарне политике подстакнути раст непосредно пре избора, како би политичари били поновно изабрани”.<sup>180</sup>

Генерално посматрано, у оним земљама (првенствено у развијеним економијама), у којима је владавина права генерално прихваћена, правни статус централне банке је одлучујући за успех монетарне политике. Тамо где имамо већи степен економске слободе у друштву, остављен је мањи маневарски простор политичарима да ослабе стабилно оријентисану монетарну политику. Поставка која доминира у макроекономској теорији исказана је кроз неопходност да се формулисањем и реализовањем монетарне политике бави независна и неполитичка институција каква би требало да буде централна банка. Моћ трошења новца требало би на неки начин да буде одвојена од моћи креирања новца. Истина, другачијег става је био творац монетаристичког приступа Милтон Фридман који се пита: “Да ли је добро да финансијско тело попут централне банке буде ван директне ефективне политичке контроле и има толико моћи?”

---

<sup>179</sup> Bodea Cristina, Raymond Hicks (November 2012), “*Price stability and central bank independence: Discipline*”, credibility and democratic institutions, p. 24.

<sup>180</sup> Cukierman Alex, 2007, “*Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: Prošlost, sadašnjost i budućnost*”, Panoeconomicus, Novi Sad, str. 367-395.

Један од фактора кредибилитета је тзв. аверзија према инфлацији-што централна банка више настоји да обузда инфлацију, то ужива већи степен кредибилитета. Стабилност цена је често синоним за кредибилитет. Репутација је такође имала улогу у повећању кредибилитета. Неке централне банке, као што су Бундесбанка Немачке и Народна банка Швајцарске, успоставиле су кредибилитет захваљујући дугој историји одржавања стабилне инфлација, али и кроз остварење и других циљева. Ако пређемо на актуелна дешавања, код две доминантне институције монетарног типа у свету данас имамо следећу ситуацију: Прво, неке централне банке, попут ЕЦБ, имају облик независности уграђен у своје законске или уставне оквире. Друго, од оснивања система Федералних резерви 1913. године, Конгрес је пренео ауторитет за монетарну политику Фед-у.

Ипак, можемо да видимо у најновијој финансијској глобалној кризи да су дискреционе акције предузете од стране Фед-а разлог да се додатно ограниче америчке Федералне резерве у својој неограниченој власти, да можда промене своју мисију, или чак и да се врши политичка контрола над њеним одлукама. То може да значи губитак независности и политизованију централну банку, што би ослабило Фед и способност њене кредибилне политике. Због ових околности верујемо да су ова питања независности и кредибилитета монетарне политике од дубоког значаја за будућност и треба да буду на врху дневног реда у спровођењу монетарне политике у посткризном монетарном свету.

#### **2.4.2. Комуникација, транспарентност и одговорност централне банке у функцији унапређења кредибилитета монетарне политике**

Појмови транспарентност и комуникација се често користе као синоними. Комуникација од стране монетарне власти у функцији унапређења кредибилитета монетарне политике има све већи значај са јачањем финансијске либерализације економија у свету. Некада су тајновитост и мистерија као конвенционална мудрост биле норме монетарне политике која је важила у ондашњим централно банкарским круговима. Тада се сматрало да креатори монетарне политике треба да кажу што је мање могуће, и то на један загонетан начин. Дакле, централно банкарство прошлих времена већине развијених економија је дуго имало традицију тајности. Међутим, током протекле две деценије су транспарентност и боља комуникација постале важан аспект вођења монетарне политике међу централним банкама, како у напредним тако и

економијама у развоју. Као доказ у прилог томе имамо истраживање Фраја и осталих (Fry et al. 2000), које показује да 74% централних банака разматра транспарентност као виталну или веома важну компоненту оквира монетарне политике. Поред тога, на основу резултата истог истраживања, 88 централних банкара констатује да се транспарентност сматра веома важним фактором за успостављање или одржавање кредибилитета, слично борби против инфлације. Број централних банака које уживају заштиту од политичких притисака се стално повећава током претходног периода.<sup>181</sup> Уосталом, евидентан је пораст транспарентности монетарне политике (стратегије) централних банака током претходне две деценије, а као доказ имамо истраживање Ејџфингера и Гератса (Eijffinger-Geraatsa), преко индекса трапарентности преко 98 централних банака у свету, (табела 4).

**Табела 4.** Трендови у транспарентности монетарне политике

(у %)

	Година	
	1998.	2006.
Транспарентност (просек)	3,46	5,45
Политички	1,74	2,06
Економски	0,43	0,88
Процедурална	0,63	0,93
Монетарна политика	0,27	0,81
Оперативан	0,40	0,86

**Извор:** Geerats Petra Maria (2009), Trends in monetary policy transparency, Cesifo working paper, N0 2584, Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, p. 10

Табела 4 показује индекс просечне транспарентности за 1998. и 2006. годину где је општи индекс порастао са 3,46% на 5,45%. Просечни резултати за 5 аспеката транспарентности (који имају максимално 3%) такође су порасли са највећим добицима у политичкој и економској транспарентности.

Ако посматрамо трендове, као оквир монетарне политике по истраживањима Дајнсера и Ејхенгина (Dincer and Eichengreen, 2007), циљање девизног курса је далеко најпопуларнији оквир, али је то вероватно због великог броја веома малих отворених економија које га примењују. Конкретно, централне банке усмерене на трагетирање

<sup>181</sup> Geerats Petra Maria, 2009, "Trends in monetary policy transparency", Cesifo working paper, N0 2584, Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, p. 3.

девизног курса имају ограничене могућности за независну монетарну политику у присуству међународне мобилности капитала, тако да ће далеко мање моћи да објасне акције своје монетарне политике. С друге стране централне банке са концептом монетарног циљања углавном уживају већу флексибилност и суочавају се са проблемом да се монетарни агрегати не могу контролисати савршено, што може да их спречи да се усредсреде на транспарентност своје политике. Међутим, концепт инфлационог таргетирања представља додатни изазов, јер циљ може бити, такође несавршено контролисан после дугог и променљивог заостатка монетарне политике, чак око две године.<sup>182</sup>

Транспарентност монетарне политике је суштински предуслов за одговорност. Међутим, поставља се питање да ли је потребно и могуће да централне банке функционишу као отворена књига. Заправо, важно је да централна банка има јасан мандат, да буду транспарентне њене одлуке тако да јавност може увек проверити да ли централна банка спроводи монетарну политику у складу са својим мандатом. Савремена централна банка мора да саопштава своја очекивања у погледу каматних стопа, инфлације, економског раста и др. како би монетарна политика била ефикаснија. Иначе, само објављивање предвиђања могло би изазвати централну банку да произведе првокласне макроекономске пројекције. Свенсон и Вудфорд (Svensson, 2005; Svensson and Woodford, 2005; and Woodford, 2006), истичу да је транспарентнија и експлицитнија оптимална монетарна политика са оперативним циљевима, прогнозама и комуникацијом, чиме иста постаје релативно богата и реалистична у датом економском окружењу.<sup>183</sup>

Ради потврде ове тезе на основу економске прогнозе и остварених економских индикатора спровели смо емпиријско истраживање и доказали на основу правила Грегорија Менкјуа (Gregory Mankiw), бившег председника економског савета у администрацији Џорџа Буша, како централна банка САД треба да предвиди-објави краткорочне каматне стопе у будућности. Резултати су донекле слични Тејлоровом правилу (Taylor Rule) у погледу резултата, али су инпути нешто другачији. Основни

---

<sup>182</sup> Arestis Philip, Mihailov Alexander, 2007, "Flexible rules cum constrained discretion: A new consensus in monetary policy", Working paper series, N0 13, Economic analysis Research group, University of Reading, UK, p. 15-16.

<sup>183</sup> Arestis Philip, Mihailov Alexander, 2007, "Flexible rules cum constrained discretion: A new consensus in monetary policy", Working paper series, N0 13, Economic analysis Research group, University of Reading, UK, p. 19.

инпути за формулу коју је поставио Менкјуа су циљана стопа незапослености и базна инфлација. Грег Менкјуа је анализирао Фед-ову каматну стопу и утврдио једноставну формулу:

Циљана каматна стопа Федералних резерви (FF) = циљана стопа незапослености на почетку године + стварна стопа инфлације x (базна инфлација – стопа незапослености)

Применом на актуелне услове у САД у децембру 2012. године добијамо:

$$FF=8,5+1,4(I-U)$$

где су:

FF - циљана каматна стопа Федералних резерви САД;

I - базна инфлација (*core inflation* CPI);

U - стопа незапослености;

$$FF=8,5+1,4x(1,89-7,8)=8,5-8,274=0,22$$

Добијени резултати су сасвим близу ефективне каматне стопе Федералних резерви. Ефективна каматна стопа Федералних резерви из децембра 2012. године износила је 0,17% и скоро је идентична Менкјуовој пројектованој каматној стопи Федералних резерви.

Мајкл Вудфорд је почетком 21. века тврдио да је транспарентност неопходна за ефикасно вођење монетарне политике. Постоји занимљиво емпиријско истраживање о економским ефектима транспарентне монетарне политике. Досадашњи резултати у великој мери указују на то да већа транспарентност тежи да буде корисна за монетарну политику. Кортарес, Стасавејд и Стерн (Chortareas, Stasavage and Sterne, 2002) тврде да постоје докази да транспарентна монетарна политика смањује просечну инфлацију. Штавише, они су тврдили да је суштина монетарне политике заправо уметност

управљања очекивањима. Шиц и Сејз (Schich and Seitz, 1999) тврде да транспарентност одлука централне банке представља предуслов за њену одговорност.<sup>184</sup>

Може бити корисно да се термин комуникација користи за оне случајеве када централна банка активно користи своју транспарентност као средство да утиче на учеснике на тржишту. Ефективна комуникација треба да задовољи три критеријума. Прво, комуникација треба да буде јасна. Не треба да постоји простор за погрешно тумачење од стране примаоца информације и не би требало да буде непрецизна у мери у којој нема никакву тежину. Друго, комуникација треба да буде ефикасна. То значи да примаоци информација не би требало да потроше много времена на проналажење и тумачење релевантних информација. Дакле, информација мора бити прилагођена циљној групи. И треће, комуникација мора бити искрена. Екстерна комуникација треба да одражава унутрашњи процес доношења одлука (видети Qvigstad 2009).<sup>185</sup> Истраживања Либека и Мориса (Lybek and Morris, 2004) указују да од 101 централне банке у свету 66% њих чланове монетарног одбора именују на четири или више година. Све ово је у циљу обезбеђивања континуитета ефектне комуникације, а тиме добрим делом и кредибилитета монетарне политике.<sup>186</sup>

Конкретно, Клаусен и др. (Claussen и др., 2007) истичу да може бити корисно да се термин комуникација користи за оне случајеве када централна банка активно користи своју транспарентност као средство да утиче на учеснике на тржишту. Блиндер и остали (Blinder et al., 2008) су тврдили да комуникација монетарним властима помаже да монетарна политика на развијеним тржиштима буде предвидивија.<sup>187</sup> Ајсинг, Блиндер и др. (Issing 2005, Blinder et al. 2008), тврде да се комуникација централне банке данас види као неопходан сегмент успешне монетарне политике. Ефикасна комуникација је од фундаменталног значаја за остваривање циљева централне банке и њене кредибилне политике.

---

<sup>184</sup> Claudiu Tiberiu Albuлесcu (21. February 2008), “*Central Bank or Single Financial Supervision Authority: The Romanian Case*”, MPRA Paper No. 17225, Muenchen, p. 4 или доступно на адреси сајта <http://mbr.ub.uni-muenchen.de/17225>.

<sup>185</sup> Qvigstad F. Jan, 2013, “*Monetary policy committees and communication*”, Staf Memo, N2, Norges bank, p. 8.

<sup>186</sup> Qvigstad F. Jan, 2013, “*Monetary policy committees and communication*”, Staf Memo, N2, Norges bank, p. 7.

<sup>187</sup> Herrero Alicia Garcia, Girardin Eric (January 2013), “*China’s monetary policy communication: Money markets not only listen, they also understand*”, HKIMR, Working paper N0 2, Hong Kong Institute for monetary reserach, Hong Kong, p. 1.

Важно је да централна банка има јасан мандат, да буде транспарентна кроз њене одлуке тако да јавност може увек проверити да ли централна банка спроводи монетарну политику у складу са својим мандатом. Упркос заједничким трендовима присутним данас у свету, остају разлике у начину организовања централне банке и комуницирању при доношењу монетарних одлука. Ове разлике су вероватно условљене различитим историјским околностима, као и специфичним друштвеним и политичким структурама. Ни теорија ни емпиријска истраживања не дају јасан одговор на то шта је најбоље решење. Ипак, до сада нема међународно прихваћене најбоље праксе за комуникацију и транспарентност монетарне политике централне банке, која би била у циљу подизања њеног кредибилитета. Овај део истраживања можемо завршити речима председника Бундесбанке (Deutsche Bundesbank) Јенсона Вајдмана (Jens Weidmann, Financial Times 2012), који тврди да централна банка испуњавањем свог примарног циља да одржи стабилност цена ствара предуслов за очување најдрагоценијег ресурса централне банке, чиме може да командује кредибилитетом монетарне политике. Ово заправо одражава “тајну” кредибилитета монетарне политике развијених економија данас.<sup>188</sup>

### 2.4.3. Правила vs дискреција у процесу доношења монетарних одлука

С временске дистанце посматрано, расправа о томе да ли би требало да се при доношењу одлука у монетарној политици примењују правила или дискреције има дугу историју. Многи економисти су тврдили да је коришћење правила при формулисању монетарне политике боље од дискреционог права креатора политике и обрнуто. Међутим, још увек не постоји јединствен став о томе шта је боље. Свенсон (Svensson, 1998) дефинише правило монетарне политике једноставно као прописан водич за спровођење монетарне политике. Тејлор (Taylor, 1998), правило посматра као нешто више него систематски процес доношења одлука који користи информације на доследан и предвидив начин. Овај економиста наводи да је једно правило монетарне политике боље од другог правила монетарне политике ако је резултат бољег економског учинка у складу са истим критеријумима као што су инфлација или

---

<sup>188</sup> Bodea Cristina, Raymond Hicks (November 2012), “Price stability and central bank independence: Discipline, credibility and democratic institutions”, p. 2, или преузето из интервјуа председника Бундесбанке Немачке Jens Weidmann, Financial times od 8. маја 2012, p. 11.

варијабилност инфлације. Дакле, само правило подразумева остваривање контроле над монетарном влашћу на начин који ограничава акције монетарне власти.

Кроз сам развој у монетарној литератури су се умножавали разлози зашто би монетарна политика заснована на правилима могла бити ефикаснија. Прво, правило према коме кредибилна посвећеност централне банке да се одржи стабилност цена може смањити предрасуде о инфлацији. Друго, правила да се кроз побољшање економске ефикасности смањује неизвесност о будућој монетарној политици. Треће, правила помажу политичарима да избегавају притиске интересних група и тиме олакшавају мере монетарне политике у складу са дугорочним циљевима. И четврто, правила олакшавају комуникацију, промовишу транспарентност и повећавају одговорност врхунске монетарне власти.

Код многих економиста, међутим, постоје аргументи против примене правила, а за примену дискреционе монетарне политике централне банке. Прво, економски систем је, па и монетарни као његов део, сувише сложен да би га карактерисало било које правило, па и у домену монетарне политике. Друго, исто правило не може да буде универзално у сваком монетарном систему. Треће, политика заснована на правилима смањује флексибилност монетарне политике да одговори на егзогене шокове. Четврто, правила не дозвољавају изненађења које могу бити пожељна због политичке делотворности, под одређеним условима. И пето, правила нису погодна за економије у развоју које карактеришу недовољно развијена финансијска тржишта и брзе структурне трансформације.

Са историјског становишта Адам Смит је свакако први економиста који форсира правила монетарне политике. У свом делу “Богатство народа” овај економиста тврди да “добро регулисан папир-новац” може да донесе значајне предности у побољшању економског раста и стабилности. Касније, Торнтон и Рикардо (Henry Thornton and David Ricardo) предлажу правила монетарне политике да би се избегла финансијска криза попут велике депресије и хиперинфлације. Пре 77 година, давне 1936. године, либерални економиста са Универзитета у Чикагу Хенри Сајмонс (Henry Simons, 1936), је пре другог светског рата покренуо ово питање у свом значајном есеју у коме је написао да “са адекватном ценовном флексибилношћу можемо да се сложимо у готово било којем финансијском (монетарном) систему”. Чланак овог економисте нам открива изнијансиранији рецепт монетарне политике, са нагласком на потреби да се контролише краткорочно задуживање, где се банкарски кредити сматрају веома нестабилним, као и контрола нивоа цена. Ово је прилично интервенционистички



поглед на потребу контроле краткорочног задуживања и спекулативног понашања као предуслова за постизање монетарне стабилности. Такав регулисани систем је посебно важан у области монетарне политике. Отуда је Сајмонс предложио правило према коме ће Америчке Федералне Резерве као монетарна власт морати да задрже константан ниво цена, а не препустити да се следе други могући циљеви. У исто време је Сајмонс упозорио да, са екстремном крутошћу (која делимично одражава и широки монопол), и најдрастичнија монетарна и финансијска реформа, чак и идеална финансијска структура, није могла да нас заштити од озбиљних поремећаја у производњи и запошљавању.

Наследник Хенрија Сајмонса је монетариста Милтон Фридман (Milton Friedman 1912-2006.), који је предложио чврсто правило кретања новчане масе како би се осигурала стабилност цена. Милтон Фридман, представник Нове чикашке школе, тврди да ће Фед боље поступити при вођењу монетарне политике ако се тражи да се повећа прилив новца по неком одређеном проценту, рецимо 3% годишње. Фридманово К-посто правило не дозвољава никакву дискрецију при формулисању монетарне политике, при чему се верује у строго поштовање предложеног правила. Са монетаристичким правилом од 2% или 3% растом новчане масе и сталним (константном брзином оптицајем новца)  $V$ , стопа инфлације ће бити нула или веома близу нуле. Међутим, питање је да ли је инфлација у привреди САД некада била на нули.

По Фридмановом правилу, најбољи начин за контролисање инфлације је да раст новчане масе од одређеног износа ( $K$  променљива) сваке године треба да буде једнак стопи раста реалног БДП-а, без обзира на стање цикличности привреде. Дакле, стабилност цена је обележје макроекономске стабилности. Са овим монетаристичким правилом у ствари, неће бити инфлација а ни дефлације. Фридман је веровао да ће дискреција бити контрапродуктивна и да има озбиљне мањкавости, јер може довести до пораста нивоа инфлације, уместо да га контролише. То је изазвало многе економисте да критикују ово Фридманово  $K$ -одсто правило.

Отуда смо тестирали објашњење зашто је Фридманово “правило монетарног раста” логички недоследно. То можемо једноставно представити користећи једначину размене за сумирање количине производње и цена (инфлација), чиме добијамо:

$$MV = PQ, \text{ Дакле, ако је } M \uparrow 3\%, V \text{ константа, а } Q \uparrow \frac{1}{2}\%, \text{ тада је } P \downarrow 2\frac{1}{2}\%.$$

где је:

M - понуда новца изван банкарског система;

V - брзина новца у оптицају;

P - ниво цена;

Q - укупна производња у привреди;

PQ - укупни расходи (E);

MV - укупни приходи (Y).

Фридман тврди да се у нормалним временима V не мења много, док су Q промене ниске и једноцифрене. Ако то попатимо кроз показатеље у економији САД у периоду 1983. до 2008. године, по монетаристичком правилу при расту новчане масе M од 2,50%, Q је порастао за 88,5% што је 2,80% годишње, а V је порастао за 23,7% што је 0,90% годишње. Ако је новчана маса M расла по стопи од 2,5% годишње у периоду 1983-2008. године, а P по стопи од 0,60% имамо следеће:

#### МОНЕТАРИЗАМ (ПРАВИЛА)

$$\begin{array}{ccccccc} \uparrow 2,50\% & \uparrow 0,90\% & = & \uparrow 0,60\% & \uparrow 2,80\% \\ M & V & & P & Q \end{array}$$

По монетарним правилима уз раст новчане масе (2 или 3%) и константном V, стопа инфлације ће бити нула, или веома близу нуле. Да ли ће стопа инфлације стварно бити нула? По правилима монетаризма ако је M растао по стопи од 2,5% у периоду 1983-2008. године, а P је порастао по стопи од 0,60%, CPI ће бити 115,0 уместо 216. Генерално, цене би биле само 15% веће, него што су биле у 1983. години. Међутим, кроз стварна дешавања у економији САД, не потврђују се монетаристичка правила:

#### МОНЕТАРИЗАМ (стварна дешавања)

$$\begin{array}{ccccccc} 5,00\% & 0,90\% & & 3,10\% & 2,80\% \\ \uparrow & \uparrow & & \uparrow & \uparrow \\ M & V & = & P & Q \end{array}$$

Напомена:

- а)  $V$  се дефинише као  $PQ/M$ , где су  $E$  укупни расходи ( $PQ$ )
- б)  $V$  (брзина оптицаја новца) =  $Y/M$
- в)  $Y$  укупан приход = номинални БДП
- г)  $Q$  је реални  $GDP$  = реални приходи =  $Y/P$

или ако то бројчано представимо кроз кретања у економији САД, имамо да  $V$  није константа:

$M1 = \$ 1,383$  билиона (2008.),  $M1 = \$ 1,568$  билиона (2009.),  $M1 = \$ 1,677$  билиона (2010.),  
 $Y = \$ 14,081$  билиона (2008.)  $Y = 14,264,6$  \$билиона (2009.)  $Y = 14,463$  \$билиона (2010.)  
 $V = Y/M = 10,18\%$  (2008.),  $V = Y/M = 9,09\%$  (2009.),  $V = Y/M = 8,22\%$  (2010.),

$M1 = \$ 1,861$  билиона

$Y = \$ 14,870$  билиона (2011.)

$V = Y/M = 7,99\%$

Дакле, стварна дешавања у привреди САД током 2010. и 2011. године указују да је  $V$  (брзина оптицаја новца) увек у порасту,  $M$  (раст новчане масе) у порасту, док је  $Q$  у паду. Иначе, ова тенденција у привреди САД је карактеристична за задњих 25 година. На основу емпиријских доказа се може закључити да брзина оптицаја новца може бити предмет непредвидивих флукуација услед непредвидивих промена у институционалним факторима. Према томе, ако брзина није стабилна, политика није толико корисна, јер ће њени ефекти бити непредвидиви. Ово запажање сугерише да логику Фридмановог правила ипак треба преиспитати.

Поред изнетог, Фридман је тврдио да ће привреда бити релативно стабилна ако понуда новца расте са ниском фиксном каматном стопом, без обзира на краткорочне економске услове. Насупрот овоме, економије попут САД и Јапана за време великих депресија и криза, које су имале ниске номиналне каматне стопе су врло често претрпеле тешке и дуготрајне рецесије, које је пратила висока незапосленост, стални раст новчане масе и цена (нпр. САД у периоду 1980-82. године  $CPI = 100$ , док у

периоду након најновије глобалне финансијске кризе 2010. године CPI = 216). Те су, цене у просеку у САД двоструко више него што су биле у раним 1980-им.<sup>189</sup>

Насупрот овоме са другог становишта посматрано Кидленд и Прескот, добитници Нобелове награде за економију из 2004. године, као и Калво (Finn Kydland and Edward Prescott, 1977 and Calvo 1978) истичу да је погрешан општи аргумент против правила. По овим економистима, оптимална монетарна политика је, у ствари, успостављање правила над дискрецијом због “тзв. временске недоследности монетарне политике”. По њима су основна правила игре постојанија и поузданија и од суштинске су важности за правилно функционисање тржишне економије и монетарног система. Кидленд и Прескот (Finn Kydland and Edward Prescott) су против високодискреционе монетарне политике, јер се њоме ограничава и способност тржишних играча да планирају. С друге стране Баро и Гордон (Barro and Gordon, 1983), анализирају тзв. инфлациону пристрасност која потенцијално настаје под утицајем политичара, односно политичког циклуса. Поменути економисти као правило предлажу подизање репутације и угледа и, самим тим, кредибилитета монетарне власти као једно од решења за инфлаторну пристрасност.

Насупрот њима Канцонери (Canzoneri, 1985), са друге стране, истиче дискреционо право да централна банка ипак може да искористи приватне информације у циљу постизања оптималне монетарне политике. Расправа о правилима версус дискрецији настављена је и током 1990-их, укључујући нове аспекте виђења монетарне политике који су се кретали у правцу независности централне банке и избора оптималне монетарне политике. Лохман (Lohmann, 1992) развија циљана правила као одређену врсту модерног монетарног режима. Почетком 90-их година циљање (прогноза) инфлације усвојено је као оквир (правило) монетарне политике на Новом Зеланду, Канади, Чилеу, Израелу, Великој Британији, Шведској, Аустралији, Финској и Шпанији. Насупрот томе, Тејлорово правило је једноставно против дискреционе политике јер има једноставан механизам за стабилизацију инфлације и аутпута. Фишер и Дибел (Fischer 1994 and Debelle and Fischer, 1994) тврде да је инструмент независности централне банке друштвено оптимални институционални аранжман како да се спроводи монетарна политика у демократском друштву.

Свенсон и Херендорф (Svensson 1997 and Herrendorf 1998), Бернанке, Мишкин и Вудфорд (Bernanke and Mishkin 1997 и Bernanke and Woodford 1997) дефинишу циљане

---

<sup>189</sup> По подацима FRED-а, USA, Federal Reserve Economic Data.

инфлације као оквир (правило) монетарне политике. Бернанке и Мишкин предлажу и тзв. ограничену дискрецију као додатно правило монетарне политике. Ејфингер и Хоберихтс (Eijffinger и Hoeberichts, 2002) наглашавају да такав демократски приступ монетарној политици захтева појачану одговорност централне банке за своје поступке, као и одговорност према влади и/или парламенту. Отуда се транспарентност монетарне политике сматра главном димензијом одговорности, са потенцијалом да се реши проблем између правила наспрам дискрецији у вођењу монетарне политике. Почетком 21. века Свенсон и Вудфорд наглашавају да је флексибилно таргетирање инфлације изгледа најбоља пракса централног банкарства. Уосталом, овим је пронађена и оптимална монетарна стратегија као правило монетарне политике која важи до данас.<sup>190</sup>

У новијој монетарној теорији, а посебно пракси, највише је разматрано Тејлорово правило вођења монетарне политике. Тејлорово правило (John V. Taylor, 1993) предлаже повећање каматне стопе када је инфлација изнад циља и/или оутпута, а смањење каматне стопе када је инфлација ниска и/или оутпута. Тејлорово правило предвиђа да за сваки проценат повећања инфлације централна банка треба да подигне номиналну каматну стопу за више од једног процентног поена. Ово правило има за циљ да подстакне запошљавање и пуну ценовну стабилност, што систематски смањује неизвесност и повећава кредибилитет будућих акција централне банке. ФишEROVA и Тејлорова правила се користе за нормативну процену онога што треба да уради систем Федералних резерви САД.

Неки економисти, првенствено монетаристи, верују да су флукуације понуде новца одговорне за већину великих осцилација у привреди. Они тврде да спор и стабилан раст понуде новца даје поуздане и стабилне стопе раста у запошљавању, као и стабилне цене (Mankiv, 2000). Овај став је изражен у многим радовима као одраз квантитативне теорије новца, а имамо и пример следеће ФишEROVE једначине размене:

$$MV = PY$$

где је:

---

<sup>190</sup> Arestis Philip, Mihailov Alexander, 2007, “Flexible rules cum constrained discretion: A new consensus in monetary policy”, Working paper series, N0 13, Economic analysis Research group, University of Reading, UK, p. 1-30.

M - новчана маса;  
 V - брзина оптицаја новца;  
 P - ниво цена П и  
 Y - укупан приход = номинални БДП.

Претпоставка о константној брзини или стабилном оптицају новца није реална. Из емпиријских доказа закључујемо да брзина може бити предмет непредвидивих флукуација у привреди услед непредвидивих промена. Према томе, ако брзина није стабилна, монетарна политика кроз иста Фишерава правила нису корисна, јер ће њени ефекти самим тим бити непредвидиви. Менкјуа (Mankiw, 2000) тврди да стабилан раст понуде новца стабилизује агрегатну тражњу, само ако је брзина новца стабилна. Тако овај економиста тврди да економија понекад доживљава шокове, као што су промене у монетарној тражњи, која проузрокује да брзина оптицаја новца као узрок постане нестабилна. Као решење тога, други економисти сматрају да би требало дозволити да се правило новчане масе прилагоди различитим шоковима у привреди.<sup>191</sup>

У том циљу Џон Б. Тејлор (John B. Taylor, 1993) је развио правило које је иначе широко примењивано код централних банака развијених економија у последње две деценије. Раст краткорочних каматних стопа код Тејлоровог правила је по аутоматизму служио за “хлађење” економије, када је инфлација постајала превисока, и обрнуто. Тејлорово правило је, у ствари, био путоказ за централне банке развијених економија како треба да подесе монетарну политику као одговор на промене у инфлацији. Ако покушамо да применимо алтернативно Тејлорово правило у актуелним економским условима нпр. у САД (уз коришћење података из децембра 2012) кроз израчунавање реалне каматне стопе Федералних резерви, резултат ће бити следећи:

$$i_{ff} = \pi + 2 + 0,5(\pi - 2) - 0,5(\text{GDP Gap}) \quad (1)$$

где је  $r_{ff}$  реална каматна стопа која је једнака номиналној каматној стопи умањеној за износ инфлације:

$$r_{ff} = i_{ff} - \pi$$

<sup>191</sup> Mankiw, N.G., 2000, “*Macroeconomics*”, 4<sup>th</sup> Edition, New-York: Worth Publisher.

или

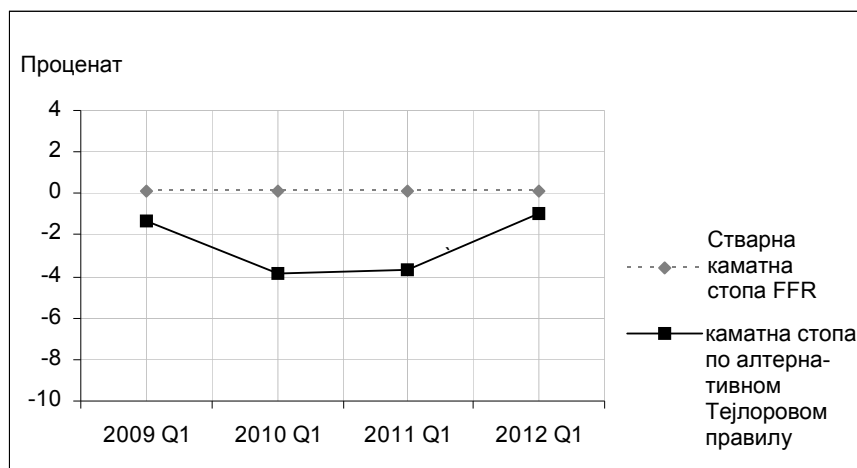
$$r_{ff}=2+0,5(1,7-2)-0,5 \times 6=-1,15 \quad (2)$$

**Табела 5.** Стварна каматна стопа на федерална средства & алтернативној каматној стопи на федерална средства по Тејлоровом правилу

	2009 Q1	2010 Q1	2011 Q1	2012 Q1
Стварни FFR	0.16	0.16	0.10	0.09
Алтернативно FFR Тејлорово правило	-1.35	-3.9	-3.7	-1

**Извор:** Ауторски приказ на основу података доступних на адреси сајта <http://research.stlouisfed.org>

**Слика 6.** Стварна каматна стопа Федералних резерви (Фед) и каматна стопа на основу алтернативног Тејлоровог правила



**Извор:** Ауторски приказ на основу података преузетих са адресе сајта <http://research.stlouisfed.org>

Тејлорово правило је често коришћено за подешавање каматних стопа централних банака широм света. На основу резултата закључујемо да алтернативно Тејлорово правило не може да се примењује у стварним економским условима у САД због постојања замке ликвидности везане за нулту каматну стопу и ограничења која из тога произилазе. То нам управо приказују и горе добијени резултати преко кретања стварне каматне стопе Федералних резерви и каматне стопе по основу алтернативног

Тејлоровог правила која је негативна и таква практично непримењива (табела 5 и слика 6). Истовремено треба нагласити да Тејлорово правило има своје границе, са акцентом на каматне стопе, па и уз занемаривање осталих променљивих не може бити оптимално за све привреде.

У једном тренутку је у монетарној теорији, а посебно пракси, постојало опште уверење да се дискрецијом не може постићи ништа што би се правилом постигло, и обрнуто. Тачније, 60-их и 70-их година прошлог века доминирала је више дискрециона политика, док је 80-их и 90-их година доминирала политика заснована на правилима. После 2000. године опет је актуелнија дискрециона политика. Само правило флексибилног циљања инфлације, или боље рећи избор прогнозе циљања инфлације, решава вишедеценијске тензије између правила vs дискреције преко спровођења одлука монетарне политике. Основни консензус монетарне политике не подразумева ни строга правила, али ни потпуну дискрецију. Из овога произилази да актуелна теоријска парадигма монетарне теорије и праксе данас подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој дискрецији. Та теоријска и практична парадигма монетарне политике укључује одговарајући степен независности централне банке, што треба да представља стандард вођења монетарне политике 21. века.



### **III ГЕНЕЗА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ РАЗВИЈЕНИХ ЕКОНОМИЈА**

Гене́за стратегије монетарне политике развијених економија представља релевантно истраживање везано за спровођење монетарне политике развијених економија. Отуда разумевање генезе стратегије монетарне политике обухвата искуства и правце различитих стратегија монетарне политике, некада и сад. Релевантна питања укључују практичне консеквенце примене монетарних таргетирања, насупротив политици инфлационог таргетирања у изабраним развијеним економијама. Разумевање таквих више глобалних стратегија монетарне политике код водећих развијених економија обухватиле су идеје и правце конципирања монетарних стратегија у будућности. Најрепрезентативнији део анализе је представљен преко практичних последица изабране монетарне политике ЕЦБ и Фед-а. Механизам трансмисије ЕУ и њен ефекат делује различитим интензитетом и брзином. Актуелна стратегија монетарне политике ЕМУ више се базира на правилима. Отуда ЕЦБ посебну пажњу придаје економској и монетарној анализи, али и пројекцијама будуће економске активности. Наше интересовање се није фокусирао само на стабилност цена као примарном циљу европске монетарне политике, већ како се финансијска криза продубљавала и на финансијску стабилност. Посебна пажња кроз анализу је посвећена првој централној банци у свету Фед-у. То подразумева искуства, правце и поуке на основу досадашње монетарне стратегије Фед-а, главне инструменте монетарне политике, политике квантитативног попуштања и др. Посебан акценат је стављен на практично понашање, кроз одговоре Фед-а, у условима глобалне финансијске кризе.

### **3.1. Искуства и правци различитих стратегија монетарне политике развијених економија до данашњих дана**

#### **3.1.1. Монетарне стратегије развијених економија 80-их и 90-их година XX века**

Централне банке већине индустријализованих економија су користиле политику монетарног таргетирања као одговор на убрзање инфлације, најављујући своје трајно опредељење да се контролише инфлација. Грифитс и Вуд (Griffiths and Wood, 1981), монетарно таргетирање посматрају као усвајање квантитативних циљева за стопу раста понуде новца као основе монетарне политике, које је почело 1970-их година прошлог века у индустријализованим земљама. У том смислу, по овим економистима у терминологији монетарног циљања као крајњи циљ се поставља пожељна стопа инфлације. Овај режим је по први пут примењен од стране Бундесбанке Немачке (German Bundesbank), у 1974. години као одговор на убрзање инфлације, таргетирањем прво агрегата М1, а од 1978. године агрегата М3. НБ Швајцарске таргетира агрегат М1 од 1974. године. САД, Канада и Велика Британија су увеле режим монетарног таргетирања половином седамдесетих година. Америчке Федералне Резерве су почеле да прате недељна кретања монетарног агрегата М1, 1975. године, са јавним објављивањем таргета монетарног раста. Канада је почела објављивати М1 агрегат 1975. године. Велика Британија је почела са објављивањем таргета М3, 1976. године.

Уопштено посматрано код ових економија монетарни таргет је углавном објављиван за сваку годину, било као јединствен или једноставно као низ кроз циљање монетарног раста. Али, након што је ова стратегија широко имплементирана седамдесетих година, већина централних банака развијених економија напустила је овај монетарни режим у осамдесетим годинама прошлог века. Велика Британија, на пример, доживела је неколико веома великих премашивања таргета, нпр. остварен је раст од 19% у односу на циљ од 7 до 11% 1980-81. године. Чак је и код Бундесбанке евидентирано да је пропустила своје монетарне циљеве у око 50% посматраног времена, када се монетарно таргетирање примењивало. То је било у складу са емпиријским налазима код развијених економија тог времена да је тражња за новцем врло нестабилна категорија. Отуда се новчана маса код ових економија није сматрала као поуздан показатељ монетарних услова у кратком року, иако је постојан раст новчане масе увек формула против инфлације. Концепт монетарног таргетирања је

напуштен у англосаксонским земљама почетком 1980-их: Канада је напустила монетарно циљање 1982. Аустралија 1985. Велика Британија 1987. године.

Генерално посматрано, од побројаних економија само је у Немачкој и Швајцарској монетарно таргетирање дало жељене резултате. Монетарно таргетирање у овим земљама треба посматрати као метод саопштавања стратегије монетарне политике, фокусирајући се на дугорочне факторе и контролу инфлације. Кључни елементи монетарног таргетирања који је довео до његовог успеха у Немачкој и Швајцарској су флексибилност, транспарентност и одговорност, који су такође централни елементи у режиму инфлационог таргетирања. Код других развијених економија (САД, Канаде и Велике Британије) концепт монетарног планирања је доживео неуспех делимично зато што није искрено спровођен, а и због дозвољавања значајног одступања код циљања монетарних агрегата.

Када се посматра монетарна стратегија централних банака развијених економија у периоду током 80-их и 90-их година прошлог века, њен циљ је био остваривање монетарне стабилности мерене ниском стопом инфлације. Уосталом, кроз комбинацију теоријских анализа појединих теоретичара монетарне мисли која прати практична искуства, сачинили смо анализу стратегија монетарне политике које су биле присутне код развијених економија у последње две деценије 20. века.

Постојећа литература у овој области показује да су се током 90-их година прошлог века Нови Зеланд (1990.), затим Канада (1991.), Велика Британија (1992.), Шведска и Финска (1993.), Аустралија и Шпанија (1994.), пребациле на политику циљане инфлације као одабрани режим монетарне политике. Швајцарска национална банка је децембра 1999. године усвојила концепт циљања инфлације, а напустила режим монетарног таргетирања.

У општем смислу, под стратегијом циљане инфлације централна банка ће одредити циљ за стопу инфлације (обично низак), а затим ће подесити прилив новца када стварна инфлација одступа од циља (Mankiw, 2000). Менкјуа показује да су у свим земљама које су усвојиле инфлационо таргетирање централне банке оставиле извесну дозу дискреције кроз спровођење монетарне стратегије. Исти аутор истиче да је централној банци понекад дозвољено да своје циљеве за инфлацију, макар привремено, изостави и/или постави другачије, ако је у питању неки егзогени догађај (као што је нпр. појава шока), тако што ће да форсира инфлацију изван опсега који је претходно најављен. Менкјуа објашњава и да постављање циљане инфлације има политичку предност коју је лако објаснити јавности. То је зато што када централна

банка најављује циљане инфлације, јавност може лакше да процени да ли централна банка испуњава тај циљ. Стога повећавање транспарентности монетарне политике на тај начин чини гувернере централних банака одговорнијим за своје поступке.

Најважнији недостатак концепта инфлационог таргетирања који познати монетариста Фредерик Мишкин наводи на основу искустава економија које су га примењивале представљен је на следећи начин: “због неизвесног ефекта монетарне политике на инфлацију, монетарне власти не могу лако да контролишу инфлацију”. Још једна негативна страна концепта циљања инфлације је веома дуго кашњење утицаја монетарне политике на инфлацију (више од две године у високоиндустријализованим економијама). Дакле, у том случају мора да прође много времена пре него што земља може да процени успех монетарне политике у остваривању циљане стопе инфлације. Таргетирање инфлације захтева само две ствари-циљање и поверење. Циљање је једноставнији део. Најтежи део је придобијање поверења економских актера у привреди да ће централна банка учинити све што је неопходно за остваривање циља у средњем року или, представљено кроз формулу:

$$\text{Таргетирање инфлације} = \text{таргет} + \text{поверење}$$

Неколико других извора из области монетарне стратегије и политике показује да је најважнији интерес централне банке развијених економија у последњој деценији 20. века била жеља за стабилношћу цена. Један од главних разлога за то је кључни принцип монетарне политике циљања инфлације, а то је стабилност цена. То је и средство за постизање циља: да промовише одрживи економски раст (Mishkin and Posen, 1997). Мишкин и Посен су тврдили да стабилност цена захтева да монетарна политика буде оријентисана ка хоризонту његовог непосредног утицаја на инфлацију и привреду. Такође је важно напоменути да је отворена дебата да ли је инфлационо таргетирање правило или не. И заиста, Свенсон (Svensson) сматра таргетирање инфлације као правило монетарне политике. По овом економисти у пракси никада не треба то извести као строго циљање инфлације, већ увек као флексибилно циљање инфлације. Отуда циљ централне банке не треба да буде само стабилизовање инфлације око циљане стопе инфлације, већ треба стављати акценат на стабилизацију реалне економије. Флексибилно циљање инфлације, а тиме и постепени приступ монетарној политици, је концептуално оправдано углавном због неизвесности у вези са: а) деловањем и тренутним стањем у привреди, б) трансмисионим механизмом и

политичким параметрима и в) природом спољних шокова. Међутим, други економисти као што су Бернанке, Мишкин и Кинг показују да циљање инфлације у пракси није правило, али је оквир за монетарну политику. То је зато што технички инфлационо таргетирање не даје једноставне и механичке одговоре за оперативне циљеве централне банке.

Може се закључити да се монетарно таргетирање значајно разликовало од циљања инфлације, иако су оба оквира кроз монетарну политику имала исти крајњи циљ, а то је стабилност цена. Током времена концепт инфлационог таргетирања се показао као врло флексибилан оквир који је био отпоран на променљиве околности, укључујући и глобалне финансијске кризе. Литература из монетарне области до данашњих дана сугерише инфлационо таргетирање. Инфлационо таргетирање је било фаворизовано као оквир за монетарну политику у било којој земљи. Данас централне банке многих земаља практикују таргетирање инфлације, али дозвољавају себи дискрецију у спровођењу овакве стратегије монетарне политике. Централне банке би стога имале више дискреционо право ако би постојали циклични падови у привреди. Да парафразирамо Черчила, циљање инфлације је најгори од свих режима монетарне политике, осим свих осталих. Овим речима је дато право место и значај концепту инфлационог таргетирања које примењује већина централних банака у свету данас.

### **3.1.2. Примена монетарних таргета на супрот политици таргетирања инфлације**

Током већег дела 1970-их година, Фед дозвољавају брзу кредитну експанзију у складу са жељом владе у борби против незапослености и актуелним концептом монетарног таргетирања. Крајем 70-их година прошлог века су Федералне резерве, као резултат повећане забринутост за инфлацију преко FOMC-а, изабрале недељно праћење таргета M1, чиме се мења курс монетарне политике који је до тада важио преко таргетирања каматне стопе. Међутим, у пракси су стварне стопе монетарног раста углавном надмашивале циљане. Инфлација у САД је пала, али тек након што су САД доживеле рецесију 1981-82. године, која је резултирала изразитом незапосленошћу и негативном стопом раста БДП-а, најтежом до тада, (табела 6).

**Табела 6.** Реални раст БДП, инфлације и стопе незапослености, у САД у периоду 1979-1984. године

Година	Реални раст бруто домаћег производа	Инфлација	Стопа незапослености
1979.	2,5%	11,3%	5,9%
1980.	-0,5%	13,5%	7,2%
1981.	1,8%	10,3%	7,6%
1982.	-2,2%	6,2%	9,7%
1983.	3,9%	3,2%	9,6%
1984.	6,2%	4,3%	7,5%

**Извор:** U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis and U.S. Department of Commerce and Bureau of Labor Statistics, доступно на адреси сајра <http://www.huppi.com/kangaroo/6Economy.html>, доступно дана 08.06.2013.

Као одговор Фед-а на неповољна кретања макроекономских индикатора, монетарна институција дозвољава да се повећа новчана маса изнад њеног циља. Ова монетарна стратегија у САД је формално напуштена октобра 1982. године. Тада је дошло до значајног раста новчане масе, и то 1982. године за М1 8,7%, а 1983. године за М2 10,2%, (табела 7). Уопштено посматрано, циљање монетарних агрегата није било први приоритет Фед-а, већ се акценат стављао на смањивање инфлације и незапослености, првенствено преко кретања каматне стопе. Истина, стопа инфлације је пала са 13,5% 1980. године на 3,2% 1983. године, (табела 7). И стопа незапослености САД има тенденцију пада са 10,8% новембра 1982. године на 7,5% децембра 1984. године, (табела 7).

Постоје мишљења да се Фед или конкретно Пол Вокер, председник Федералних резерви, преко преузимања концепта монетарног таргетирања кроз успоравање стопе раста новчане масе заправо бранио од оптужби због тада актуелних високих каматних стопа. Ове тврдње су поткрепљене доказима јер су каматне стопе крајем 1979. године биле око 5%, да би до јуна 1982. године достигле ниво од 21,5% уз незапосленост која је порасла на скоро 10%. Овај период је у САД назван по тадашњем председнику САД, Реганова рецесија.

**Табела 7.** Таргетирани распон за М1, М2 и М3 и стварна стопа раста у САД 1981-1983. године

Година	Монетарни агрегат	Таргетирани распон	Стварна стопа раста	Остварење таргета
1981.	M1	3,5-6,0	2,5	Не
	M2	6,0-9,0	9,3	Не
	M3	6,5-9,5	12,3	Не
1982.	M1	2,5-5,5	8,7	Не
	M2	6,0-9,0	9,1	Не
	M3	6,5-9,5	9,9	Не
1983.	M1	4,0- 8,0	10,2	Не
	M2	7,0-10,0	12,1	Не
	M3	6,5-9,5	9,8	Не

**Извор:** Cargili F. Thomas (1988), The transition finance in Japan and the United States, Hoover Institution, Stanford University, p. 139

Током 70-их година су и друге развијене економије одабрале концепт монетарног таргетирања, међу којима и *Јапан* који је 1974. године имао инфлацију која је прелазила 20%, што је била највиша стопа до тада у послератној јапанској историји, након хаотичне хиперинфлације након Другог светског рата. Наиме, ублажавање монетарне политике у Јапану је 1971-72. године отишло предалеко кроз превише стимулација привреде и затезање монетарне политике у 1973. години, што је било прекасно. Инфлација мерена индексом цена била је већ изнад 10% у време избијања рата на Блиском истоку. Због све израженијих проблема са инфлацијом 1978. године, централна Банка Јапана почела је квартално да објављује “пројекцију” (циљ) монетарне стопе раста (M2+CDs). Тачније, јапанска централна банка је доста имитирала монетарну политику Фед-а. Истина, постојале су неке разлике у техничким детаљима монетарног планирања поменутих централних банака. Прво, Банка Јапана је као циљ имала M2 + депозитне сертификате, док је Фед имао као циљ само M1. Банка Јапана је веровала да је M1 нестабилна категорија по природи, тако да је тешко да циљате M1. Друго, америчке Федералне резерве су најављивале новчану масу недељно, док је јапанска монетарна најава долазила само једном месечно. Банка Јапана је тврдила да недељна најава циљања новчане масе може изазвати нервозне реакције на финансијском тржишту. Треће, Банка Јапана је објављивала своју статистику квартално. И четврто, једном изабрани циљ новчане масе најављен од стране централне банке САД важи око годину дана, док је прогноза коју је објављивала Банка

Јапана била сваког квартала.<sup>192</sup> Ипак, стоји констатација да је у периоду 1978-1988. године Јапан имао боље резултате у спровођењу монетарне политике циљања монетарног раста у односу на САД једноставно зато што је имао мање осцилације.

**Табела 8.** Пројектовани и остварени монетарни таргет (М2+ЦД) у Јапану 1978-1988. године

Година	Пројектовани монетарни таргет М2+ЦД (%)				Остварени монетарни таргет М2+ЦД (%)			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1978.	-	-	11,75	12,5	-	-	12,1	12,2
1979.	12,5	12,5	12,0	11,0	12,3	12,1	11,7	11,2
1980.	10,0	10,5	9,75	8,0	10,6	10,1	8,4	7,8
1981.	7,0	7,5	9,5	10,5	7,6	7,9	9,6	10,6
1982.	11,0	10,0	9,0	8,0	10,6	9,2	9,0	8,1
1983.	7,5	7,5	7,0	7,0	7,6	7,6	7,1	7,2
1984.	7,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,6	7,8	7,9
1985.	8,0	8,0	8,0	8,5	7,9	8,3	8,3	9,0
1986.	9,0	8,75	8,5	8,5	9,0	8,5	8,8	8,3
1987.	8,0	9,0	10,0	11,5	8,8	10,0	10,8	11,8
1988.	12,0	12,0	10,5	10,5	12,1	11,3	10,9	-

**Извор:** Ђуровић Тодоровић Јадранка, Марина Ђорђевић (2011), Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр. 86

Из табеле 8 се види да су прогнозе **Банке Јапана** биле врло акомодативне које је пратило неочекивано повећање или смањење стварне новчане масе у периоду 1978-1988. године. Другим речима “прогноза” тј. пројетовани монетарни таргет и остварени монетарни таргет није се понашао по строгом монетарном правилу. На то нам указују и велики шокови у привреди Јапана 1980. године, 1981. године и 1982. године када су стварни монетарни тергети високо изнад или испод пројекција. Због ових околности оснивач монетаризма Милтон Фридман је Банку Јапана тог периода назвао затвореним монетаристом.

**Канада** је пример за развијену економију у којој експеримент монетарног таргетирања није био нарочито успешан. Ова економија је почела са применом

<sup>192</sup> Takatoshi Ito (February 2010), “Great Inflation and Central Bank Independence in Japan”, NBER Working Paper No. 15726, National Bureau of economic research, Massachusetts, Cambridge, p. 1-47.



концепта монетарног таргетирања средином 1975. године, што је била реакција на високу инфлацију од 10,8% те исте године. У Канади је новац претерано растао у раним 70-им годинама и самим тим је узрок тадашње високе инфлације. Централна Банка Канаде се одлучила да циља раст M1, са почетним успехом у сузбијању инфлације, али је већ у периоду 1979-1982. године инфлација наставила да расте (1979-10,4%, 1980-10,6 и 1981-10,0%), упркос томе што је циљ везан за монетарни агрегат постигнут<sup>193</sup>, (табела 9). Због лоших резултата је стратегија таргетирања монетарних агрегата у Канади суспендована 1982. године.

**Табела 9.** Таргетирани и остварени раст M1 у Канади у периоду 1975-1981. године

Период	Таргетирани распон (у %)	Стварна стопа раста (у %)
1975. Q2 до марта 1976.	10-15%	11,0%
Март 1976. до 1977. Q2	8-12%	7,8%
Јун 1977. јуна 1978.	7-11%	9,2%
Јун 1978. до 1979. Q2	6-10%	8,0%
1979. Q2 до септ. 1980.	5-9%	6,2%
Септ 1980. до дец. 1981.	4-8%	1,3%

**Извор:** Sellon H. Gordon (April 1982), Monetary targets and inflation: The Canadian Experience, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 18

Уколико сагледамо позицију вођења монетарне политике у ери примене монетарног таргетирања у *Великој Британији*, треба рећи да је овој политици претходио крај периода кејнзијанског финог подешавања монетарне политике. Ова ситуација је натерала владу Велике Британије на оштре резове у јавној потрошњи- највеће у односу на било коју владу у послератном периоду. Насупрот томе, Банка Енглеске је између 1976. и 1985. године спроводила политику контроле прилива новца кроз политику таргетираног оквира новчане масе. Неформално таргетирање је у Великој Британији почело крајем 1973. године, док је формална примена почела јула 1976. године. Циљ за новчану масу је био M3, који је представљао одговор на кризу девизног курса из исте године и контролу инфлације ради стабилизације економије (инфлација је порасла изнад 26% 1975. године). Циљање новчане масе није текло без

<sup>193</sup> Sellon H. Gordon (April 1982), "Monetary targets and inflation: The Canadian Experience", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 17.

проблема зато што није било могуће у исто време контролисати прилив новца и стабилизovati курс. У периоду 1976-1987. године у Великој Британији су врло често монетарни агрегати премашивали своје циљеве. Инфлација је убрзавала свој раст, па се до 1980. године Британија суочила са стопом инфлације од 21%, тако да је било тешко одржати стопу монетарног раста у оквиру таргета од 7-11% уз каматну стопу која је износила 17% крајем те године.

Као и у САД перцепција инфлационе кризе довела је до промена у монетарној стратегији Велике Британије. У раним 80-тим годинама 20 века средњорочна финансијска стратегија у Великој Британији је предвидела постепено успоравање раста М3. Британска монетарна стратегија је наишла на технички проблем, као и друге две економије кроз однос између циљаног скупа новчане масе првенствено М3 и номиналног прихода, који је временом постао веома нестабилан. Услед тога Банка Енглеске је декомпоновала своју монетарну стратегију преусмеравајући циљање са М3 агрегата на ужи агрегат М0 (монетарна база). Циљани М3 је привремено био суспендован у октобру 1985. године, а дефинитивно 1987. године. Од 1987-1990. године раст М0 је био изузетно висок, јер су власти хтеле да зауставе апресијацију фунте. Тиме је овај концепт дефинитивно напуштен у Великој Британији.

Генерално узев концепт монетарног таргетирања у САД, Канади и Великој Британији су пратила:

- а) неозбилна приступања овом концепту израженог првенствено кроз премашивања дефинисаних таргета;
- б) нередовног најављивања монетарних агрегата и њиховог распореда;
- в) често прерађивање циљаних монетарних агрегата или њихово напуштање;
- г) нестабилност односа између монетарних агрегата и циљаних варијабли и др.

Евидентно је да су многе земље експериментисале са више од једног агрегата у потрази за поузданим односом, а већина изузев Немачке и Швајцарске, на крају су напуштале своје монетарне циљеве. Све ово је умањивало шансу за успех концепта монетарног таргетирања. Тиме је овај концепт дефинитивно суспендован у овим економијама.

За разлику од економија код којих концепт циљања монетарног раста није био нарочито успешан, имамо пример успешне примене режима монетарног таргетирања М3. Реч је о Бундесбанци **Немачке** која је овај режим примењивала у периоду од 1974. до 1983. године. Први пут је немачка Бундесбанка објавила свој таргет крајем 1974.

године са констатацијом да она није користила Фридманово правило константне стопе монетарног раста.

Бундесбанка Немачке је дозволила премашивање таргета за прве две до три године од постављеног циља за новчани раст уз истовремено истицање средњорочног циља за инфлацију од 4%. Овим чином је успостављена одлична комуникација са јавношћу, која је рад Немачке Бундесбанке чинила транспарентним и одговорним. Захваљујући томе инфлација у Немачкој сведена је на 1,5-2%.

Оно што посебно издвајамо ако сагледамо резултате просечног одступања новчаних агрегата од таргетне средње тачке у доле наведеним економијама, намеће се закључак да су најмање просечно одступање у посматраном периоду имале Канада, Немачка и САД, са монетарним таргетима нешто бољим код М2 у односу на М3. Највеће апсолутно одступање од таргетне средње тачке имала је Велика Британија (2,7%), нешто мање Аустралија (2,6%), Швајцарска (2,6%), а најмање Канада са 1,3% и Немачка са 1,8%. Међутим, кад је реч о пропорцији циљног опсега у годинама примене највећи циљни опсег имала је Канада 71,4%, потом следе остале развијене економије. У просеку, монетарни раст је одступао од средишта циља за око 2%. У том погледу, две земље су најозбиљније циљале монетарне агрегате и то Немачка и Швајцарска, које су боље од осталих, (табела 10).

**Табела 10.** Монетарни таргети и пројекције-компаративни приказ

Земља	Период	Просечно апсолутно одступање од таргетне средње тачке	Пропорција циљног опсега у годинама примене (%)
Аустралија	1977-1985. М3	2,6%	33,3
САД	1975-1996. М2	1,5%	63,6
САД	1975-1996. М3	1,8%	40,9
Канада	1976-1982. М1	1,3%	71,4
Велика Британија	1976-1996. М3 (1975-1983.) и М0 (1984-1996.)	2,7%	52,4
Немачка	1974-1983. Новац ЦБ (1975-1987.), М3 (1984-1998.)	1,8%	54,5
Швајцарска	1975-1996.	2,6%	47,6

**Извор:** Malcolm, Edey (1997), The Debate on Alternatives for Monetary Policy in Australia, Sidney, p. 52

Ако посматрамо оба концепта монетарне политике примарни циљ и једног и другог је стабилност цена изражена кроз остварену просечну годишњу стопу инфлације. Ако то размотримо највећи успех код примене концепта монетарног таргетирања у периоду 1976-1980. године имале су Немачка и Швајцарска са оствареном просечном инфлацијом од 3,1%. САД и Јапан у том периоду имају просек инфлације од 7,8%. У истом периоду убедљиво најлошије резултате у погледу остваривања просечне инфлације постигле су Уједињено Краљевство и Канада са оствареним просеком од 11,3%. У периоду 1981-1985. године код примене концепта монетарног таргетирања у остваривању просечне инфлације најбоље резултате имају Немачка и Швајцарска, док и даље лоше резултате имају Уједињено Краљевство и Канада. И задњи период код примене концепта монетарног таргетирања у погледу остваривања инфлације најбоље резултате имају Немачка и Швајцарска са просеком од 4,1%, а најлошије резултате Уједињено Краљевство и Канада са оствареним просеком од 6,1%. Боље резултате имају Канада и САД са просеком од 2,7%. Општа карактеристика код посматраних економија у периоду 1976-1990. године је силазни тренд за инфлацију.

Насупрот овоме код примене концепта инфлационог таргетирања (експлицитног и имплицитног типа) у периоду 1991-1996. године најбоље резултате имају САД и Јапан, са оствареним просеком инфлације од 2,2%. Затим следе Уједињено Краљевство, Канада и Аустралија са оствареним просеком инфлације од 2,6%. Насупрот њима најлошије резултате у погледу остваривања просечне годишње стопе инфлације у истом периоду имају Немачка и Швајцарска са просеком од 3,0%, (табела 11).

Из теоријског угла Бен Бернанке и др. (Bernanke и др., 1999) дефинишу “циљање инфлације” у смислу његових битних карактеристика: јавног оглашавања званичних квантитативних циљева (или циљних распона) за стопу инфлације током одређеног временског хоризонта. По овом монетаристи ово подразумева експлицитно признање да је примарни циљ монетарне стратегије циљања инфлације:

- а) ниска и стабилна инфлација;
- б) енергично настојање да централне банке комуницирају са јавношћу о својим циљевима и плановима за остваривање тих циљева и
- в) механизме да ојачају одговорност централне банке за постизање тих циљева.

**Табела 11.** Просечна годишња стопа инфлације у појединим економијама, 1976-1996. године

Држава /економија	Просечна годишња стопа			
	Концепт монетарног таргетирања			Концепт ИТ (експлицитан и имплицитан облик)
	1976-1980.	1981-1985.	1986-1990.	1991-1996.
Канада	8,8%	7,5%	4,5%	2,1%
Уједињено Краљевство	14,4%	7,2%	5,9%	3,2%
Аустралија	10,6%	8,3%	7,9%	2,5%
<b>Просек</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>2,6%</b>
САД	6,7%	5,5%	4,0	3,1%
Јапан	6,7%	2,8%	1,4%	1,2%
<b>Просек</b>	<b>7,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,2%</b>
Швајцарска	2,3%	4,3%	2,5%	2,8%
Немачка	4,0%	3,9%	1,4%	3,2%
<b>Просек</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>1,95</b>	<b>3,0%</b>

**Извор:** Dotsey, Michael (2006), A Review of Inflation Targeting in Developed Countries, Business Review, Federal reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p.4., [www.philadelphiafed.org](http://www.philadelphiafed.org) (13.02.2012.)

Насупрот њима како је Фредерик Мишкин објаснио (Mishkin, 2000), монетарно планирање-таргетирање подразумева ослањање на информације о кретању монетарних агрегата како би се спровела монетарна политика. У том циљу преко објављивања циљева монетарних агрегата постојали су механизми монетарне политике као одговор да се спрече значајна одступања од монетарних циљева. Због ових околности циљање инфлације генерално се сматра транспарентнијим и независнијим од других режима монетарне политике. Сам Марвин Кинг (King, 2005), некадашњи гувернер централне банке Енглеске, тврди да је циљање инфлације оквир за израду, где је комуникациона стратегија кључни предуслов концепта циљане инфлације.<sup>194</sup>

Са практичног аспекта у анализираним економијама стални неуспеси код достизања монетарних таргета исказани кроз упорну нестабилност у односу између монетарног раста и инфлације, су условили да овај концепт виртуелног монетарног планирања у већини индустријализованих економија буде напуштен. Конкретна примена концепта инфлационог таргетирања, преко увођења инфлационог таргетирања

<sup>194</sup> Hammond Gill (February 2012), “State of the art of inflation targeting”, Centre for Central banking studies CCBS Handbook, N0 29, Bank of England, London, p. 16.

је уследила као резултат неуспеха претходне монетарне политике 90-тих година прошлог века.

Као последица неуспеха односа новчане масе и инфлације, монетарне власти у многим развијеним економијама реконструисале су свој приступ монетарној политици током 1990-их година уводећи режиме који директно циљају стопу инфлације-или, слично, режими који стављају велики нагласак експлицитно и имплицитно на инфлацију. Дакле, иако се пракса монетарне политике донекле разликује од земље до земље у развијеним економијама, све оне су имале снажан фокус на одржавање ниске и стабилне инфлације.

Прва земља која је формално увела концепт циљане стопе инфлације (ИТ) је Нови Зеланд 1990. године, затим убрзо Канада 1991. године, Велика Британија 1992. године, Шведска, Финска и Аустралија 1993. године, као и низ других. Конкретно, Велика Британија, Шведска и Финска су усвојиле концепт инфлационог таргетирања након пропасти њихових фиксних девизних курсева, док су Канада, Нови Зеланд и Аустралија након периода дискреционе монетарне политике (без јасног оквира монетарне политике), саме напустиле монетарне циљеве. Овај монетарни приступ је обезбеђивао, у великом броју земаља, оквир за политику која је била успешна у смањивању инфлације, (табела 12).

**Табела 12.** Перформансе земаља које су прве примениле инфлационо таргетирање

Економија/ држава	Индекс цена	Датум увођења	Стопа инфлације са датумом увођења	Инфлационо таргетирање
Канада	CPI	Фебруар 1991.	6,2%	1-3% од 1995.
Уједињено Краљевство	CPI	Октобар 1992.	4,2%	2,5% или мање
Финска	CPI	Почетком 1993.	2,6%	2% од 1995.
Шведска	CPI	Почетком 1993.	4,8%	2±1% од 1995.
Аустралија	CPI	1993.	1,8%	Просек од 2-3%

**Извор:** <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, (03.04.2014.)

Свенсон, гувернер шведске централне банке, често је истицао да таргетирање инфлације не само да смањује варијабилност инфлације, већ смањује и варијансу раста или пада производње. По овом економисти, концепт инфлационог таргетирања

генерише стабилније номиналне вредности и подстиче веће реалне стопе раста преко побољшане инвестиционе климе. Уосталом, то показују и стопе инфлације водећих економија у свету, што је главни аргумент за подржавање овог концепта монетарне политике преко концепта потрошачких цена (CPI). Индекс потрошачких цена (CPI) је знатно бољи у периоду примене концепта инфлационог таргетирања (1996-2011.), него у периоду примене концепта монетарног таргетирања (1985-1995.). Најбоље резултате кроз индекс потрошачких цена (CPI) у периоду примене и монетарног и инфлационог таргетирања (1985-2011.), показују Јапан и Немачка, затим следе Канада и на крају САД, (табела 13).

**Табела 13.** Индекс потрошачких цена у изабраним развијеним економијама, 1985-2011. године

Земља (Држава)	Период 1985-1995.
Уједињено Краљевство	4,4%
САД	3,5%
Немачка	2,5%
Канада	3,4%
Период 1996-2011.	
Јапан	-0,1%
Уједињено Краљевство	2,5%
Немачка	1,5%
Канада	2,0
САД	2,5%
Збирни период 1985-2011.	
Јапан	0,5%
САД	2,9%
Немачка	1,9%
Уједињено Краљевство	3,0%
Канада	2,6%

**Извор:** Takehiro Sato (February 6, 2013) Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy, Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, Bank of Japan, Tokio, p. 22

И најновији концепт циљане инфлације и остварени десетогодишњи просек у развијеним економијама које су имале експлицитан и имплицитан облик инфлационог таргетирања то непобитно доказује, (табела 14).

**Табела 14.** Експлицитан и имплицитан облик циљане инфлације 2013. године и остварени десетогодишњи просек инфлације у одабраним развијеним економијама

Држава	Циљана инфлација 2013.	Десетогодишњи просек инфлације 2002-2012.
Експлицитан облик ИТ		
Уједињено Краљевство	2%	2,1%
Канада	2%	1,8%
Аустралија	2-3%	2,7%
Имплицитан облик ИТ		
Јапан	2%	-0,1%
САД	2%	2,1%

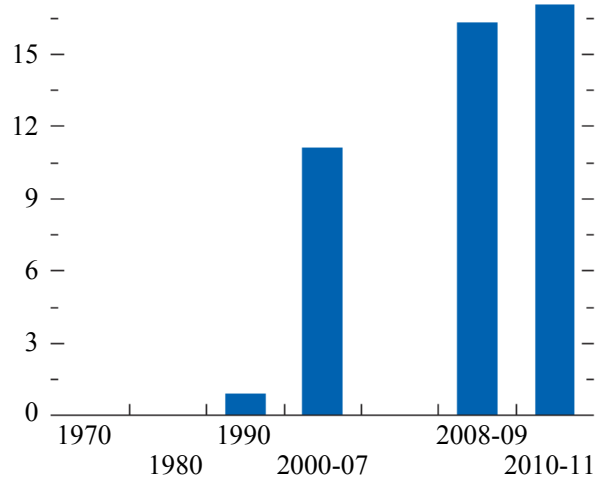
**Извор:** Monetary policy, Reserve bank of Australia, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.rba.gov.au/education/monetary-policy.html>, (06.06.2013.)

Према једном истраживању 27 економија у свету крајем 2011. године имало је режиме циљане инфлације, од којих су 9 индустријализоване и земље у развоју, као и 18 које имају пуноправни режим циљане инфлације.<sup>195</sup> САД нису на овој листи, али је Фед прихватио већину кључних карактеристика флексибилног циљања инфлације: обавезу да промовишу ниску и стабилну инфлацију на дуги рок, која укључује предвидиву, јасну, транспарентну и комуникативну монетарну политику. Све ово сугерише да ће неки облик циљања инфлације вероватно остати језгро Фед-ове монетарне политике на неодређено време у даљој перспективи. Уосталом, трендови раста примене концепта циљање инфлације су у сталној експанзији у развијеним економијама, што јасно приказује слика 7 у временском периоду од 1990-2011. године.

<sup>195</sup> Esteban Pérez, Caldenteu and Vernengo Matias (May 2013), “Is inflation targeting Operative in an Open Economy Setting?”, Political Economy Research Institute, Working paper series number 324, University Massachusetts Amherst, p. 2.



**Слика 7.** Трендови концепта циљане инфлације у тржишним привредама и привредама у развоју у периоду 1990-2011. године



**Извор:** World Economic and financial Surveys (October 2012), World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth” International monetary fund, Washington, стр. 146, [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) или [www.infbookstore.org](http://www.infbookstore.org) или [www.elibrary.inf.org](http://www.elibrary.inf.org), доступно дана 05.06.2013.

Сумирајући трендове примене концепта инфлационог таргетирања у тржишним и привредама у развоју јасно се види из слике 7 да је овај режим монетарне политике актуелизован током 90-тих година 20 века. Своју експанзију кроз успешно спровођење концепт таргетирања инфлације има у периоду 2000-2007. године када га као пуноправни режим примењује 11 земаља. У кризним годинама у свету 2008-2009. године овај режим примењује 16 земаља. И последњи посматрани период од 2010-2011. године таргетирање инфлације примењује 18 земаља.

До периода најновије глобалне финансијске кризе постигнут је консензус од стране монетариста широм света да је оптимална стопа инфлације око 2%. Централне банке развијених економија су током посматраног периода биле углавном близу тог циља. Међутим, актуелна финансијска криза која је задесила свет после 2007. године је оспорила уско дефинисање циљања инфлације. Стога концепт циљане стопе инфлације треба преформулисати кроз флексибилно инфлационо таргетирање које требамо користити сразмерно околностима у привреди.

### 3.1.3. Куда иде стратегија монетарне политике у развијеним економијама

Бернанке и Френкел (Bernanke, 2003, Frankel, 2012) су истицали да је циљање инфлације био златни стандард монетарне политике већине развијених економија све до почетка глобалне кризе 2007. године. Лекције из последње финансијске кризе не могу и не треба да нас воде даље од ценовне стабилности као примарног циља монетарне политике. Ипак, водећи економисти који нам долазе из праксе и теорије у другој деценији 21. века тврде да би циљање инфлације требало да буде прерађено, а не замењено. Заиста, финансијска криза која је иза нас је вероватно неуспех надзора, а не примењене монетарне политике инфлационог таргетирања. Отуда све централне банке водећих развијених економија треба да усвоје тзв. политику циљања инфлације којом ће се флексибилно управљати. Дакле, донекле измењен концепт инфлационог таргетирања данас је ту да би остао.

Марк Карни (Mark Carney), гувернер Банке Енглеске (некада и гувернер Банке Канаде), изузетно се залагао за промене актуелног режима монетарне политике. Он заступа став да концепт циљања инфлације делује онда када су економски услови бенигни. На основу досадашњег практичног искуства сматра да је концепт циљања инфлације и даље најбољи приступ за централне банке у Великој Британији и Канади. Поменуто земље треба да имају исти оквир монетарне политике преко флексибилног таргетирања инфлације од око 2%. Овај економиста истиче да би централне банке у одређеним околностима можда требало да примене привремено циљање номиналног БДП-а уместо планирања инфлације. По првом човеку Банке Енглеске ово би могло да буде око 5%. То би заправо требало да буде годишњи просек током низа година. Карнеј је указао да овакав, комбиновани концепт монетарне политике једноставно омогућава да инфлација на дуже време остане изнад прогнозираног циља. Годишњи раст трошкова живота је имао тенденцију да буде већи у последњих неколико година у Енглеској, захваљујући расту светских цена примарних производа, већем ПДВ-у и депресијацији фунте. Претпоставка је да ће, ако је инфлација под контролом, привреда имати нешто попут дугорочног тренда стопе раста, што је у региону 2-2,5%. Ако овом расту од 2,5% додамо инфлацију од 2%, онда би номинални БДП требало да порасте за, рецимо, 4,5% годишње. Поставља се питање да ли је то реално у околностима у којима се данас налази привреда Велике Британије.

Треба истаћи да је централна Банка Енглеске за последњих осам година доследно премашивала циљане стопе инфлације од 2% које је имала у дужем периоду. Инфлација ће највероватније остати изнад циља у наредне две године. Због тога је Банка Енглеске већ заузела “флексибилан приступ” циљаној стопи инфлације. Гувернер Банке Енглеске Марк Карнеј истиче да у одређеним околностима креатори монетарне политике можда морају да одустану од циљања инфлације и прихвате циљање номиналног БДП-а. Исто тако истиче да се ово мора прихватити искључиво као алтернатива. Адам Позен, актуелни директор Института за међународну економију “Петерсон”, тврди да се концептом гувернера Карнеја, али и званичника централне Банке Канаде, не предлаже радикалан раскид са концептом циљане инфлације од 2%, јер се дозвољавају привремене девијације у прилог привредном расту. Карнејев став је да понекад треба пустити да инфлација буде изнад циља, али не дуже него што је уобичајено. Овај економиста такође упозорава на ризике по кредибилитет ако инфлација оде предалеко или се пак томе прибегава пречесто.

Некадашњи банкар Голдман Сакс (Goldman Sachs) истиче Канаду као земљу у којој централна банка и влада сваких пет година разматрају оквир за циљање инфлације. Пре него што је крајем 2011. године обновила циљање инфлације од 2%, канадска централна банка је спровела истраживање о могућности циљања ниже стопе инфлације, о преласку на таргетирање нивоа цена и о финансијској стабилности као циљу монетарне политике. Ипак, она се определила против било које од наведених могућности и остала верна концепту циљања инфлације.

Нови аспект монетарне политике Аустралије, прожет кроз концепт циљања инфлације, бива примењен још 1993. године. Берни Фрејзер, бивши гувернер централне банке Аустралије, од почетка увођења овог режима се залагао за флексибилнији приступ концепту циљања инфлације. Његове речи су заправо одраз актуелне монетарне политике централне банке Аустралије данас. Он истиче да стопа инфлације може бити одржана у просеку од 2% до 3% током периода од неколико година, што је добар исход. У стварности је годишња инфлација у другом кварталу 2013. године била 1,2%, што је знатно испод циљног опсега централне банке Аустралије (RBA) од 2% до 3%. Циљ од 2-3% у Аустралији служи као “сидро” за инфлаторна очекивања и има фундаменталну улогу. Исто тако нема сумње да иновације у режиму циљања инфлације треба да буду тенденција монетарне политике Аустралије и то преко непотребне инфлације, истинског економског раста и ниже незапослености.

За разлику од раније поменутих развијених привреда, економије Јапана, САД и др. од 1979. године имају имплицитан облик инфлационог таргетирања. Ако се посматра Јапан у најновијем периоду, ову “промену” режима монетарне политике почетком 2013. године њихова економија посматра као акцију јапанске централне банке којом треба да подигне праг своје циљање инфлације са 1% на 2%, којом ће се управљати врло флексибилно у наредном периоду (нова циљана инфлација у Јапану уведена је 22. јануара 2013. године). Овај концепт монетарне политике Јапана је укључивао постизање стабилности цена на одрживој основи, а не само циљање инфлације. Прогнозе јапанске централне банке је да ће базна инфлација потрошачких цена достићи ниво од 1,4% у 2014-2015. години. У региону Азије Јапан се у последње две деценије заправо борио против дефлације, а не инфлације, односно пада цена. Овакав концепт имплицитног таргетирања инфлације у Јапану отвара пролаз ка смелом ублажавању монетарне политике у овој економији. Ово конкретно значи да, преко повећања понуде новца у циљу повећања монетарне базе да би инфлација била већа, Јапан треба да прибегне масовном штампању новца, што је можда још један изазов за ММФ. Јапански економисти и аналитичари сматрају да поменути нови циљеви неће бити тешко достижни у наредном периоду. На основу искуства Јапана може се закључити да је потребно око девет месеци до годину дана пре него што промене у монетарној политици почну да утичу на економију.

Фед су, као централна банка најјаче економије у свету, имале мандат да се од 1970. године баве пуном запосленосћу, али и ниском инфлацијом. У пракси је инфлација заправо увек била на првом месту. Међутим, почетком фебруара 2013. године смо имали пут ка остварењу двојних циљева Федералних резерви, који је омогућио да се инфлација привремено удаљи од циља од 2% (сада је 1,3%). Тачније, Федералне резерве су спремне да привремено наставе остварење једног циља на рачун другог, ако то околности захтевају. Економиста Голдман Сакс (Goldman Sachs) наводи да би циљање номиналног БДП-а до 2016. године резултирало стопом инфлације која је близу нуле, што је годину дана дуже него што је Фед предвидео. Све ово иде у прилог концепту прогнозираног циљања инфлације. Из перспективе водеће централне банке у свету, тренутни економски амбијент је практично без преседана, јер су водеће каматне стопе близу нуле већ доста дуго. До недавно је Фед био флексибилнији од већине централних банака водећих развијених економија, не само с обзиром на инфлацију, већ и на реални БДП када се утврђују каматне стопе. Ово је приближно Тејлором правилу које укључује циљање пондерисаног просека инфлације и реалног

БДП-а. Међутим, у јануару 2012. године, Фед је најавио да ће усвојити циљану стопу инфлације од 2%, и то на дуги рок. За сада нема на видику промене монетарне стратегије Федералних резерви, јер ће каматне стопе бити близу нуле бар до 2014. године ради подстицања привредног раста. Истина, одржива висока инфлација не би била добра ни за кога. Општа констатација је да ће време показати када ће се и да ли ће се каматне стопе опоравити, а самим тим ће се отворити друге опције монетарне политике у САД.

**Табела 15.** Перформансе инфлационог таргетирања у водећим развијеним економијама у 2013. години

Држава/ датум усвајања ИТ	Институција која поставља циљ	Таргет 2013.	Стварна годишња инфлација	Циљни хоризонт	Циљ мера
Експлицитан облик ИТ					
Уједињено Краљевство/ октобар 1992.	Владе	2%	2,8%	-У свим временима -циљна тачка је обично дугорочни циљ	НСРП
Канада/ фебруар 1991.	Владе и централне банке	2% (опсег 1-3%)	1,0%	Тренутни циљ проширен на шест до осам квартала; од 1-3% до 2016. године	НСРП
Аустралија/ 31. март 1993.	Владе и центране банке	2-3%	1,2%	Средњорочни али и дугорочни циљ, што оставља простора за флексибилност (за инфлацију испод или изнад мете)	НСРП
Имплицитан облик ИТ					
Јапан/ 2013.	Владе и централне банке	2%	0,5%	Циљ постављен до марта 2016. године (Раније није било временског оквира за њихово постизање.)	НСРП
САД/ 2012.	Централне банке	2%	1,3%	Дуже покренут	-Више покренутих циљева -Лична потрошња расходи индекс цена (РСЕРП)

**Извор:** Takehiro Sato (Bank of Japan Member of the Policy Board) “Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy” Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, February 6, 2013., Bank of England и остали websites централних банака

Дакле, сви ови ставови почев од челника централне банке Енглеске Мајка Карнија, Барнија Фрејзера, некадашњег гувернера централне банке Аустралије, Голдмана Сакса, званичника Фед-а и других су у ствари заинтересовани за преиспитивање мандата банке. Наведено сугерише да би могло да дође, ако не до циљања номиналног БДП-а, барем до још флексибилнијег тумачења инфлационог циља који оправдава задржавање инфлационе стопе на што нижем нивоу, и то на дуги рок. Отуда нема сумње да су пред нама иновације концепта циљања инфлације, а све ради смањења незапослености и већег привреног раста у развијеним економијама.

Да је сам концепт инфлационог таргетирања подесан за развијене економије потврдило нам је емпиријско истраживање Џонсона (Johnson, 2002) од пет панел студија инфлационог таргетирања (Аустралија, Канада, Нови Зеланд, Шведска и Уједињено Краљевство). Ово истраживање је доказало да најаву инфлације заправо снижава очекивану инфлацију. Мишкин и Шмит-Хебел (Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2007) закључују да инфлационо таргетирање у индустријски развијеним земљама помаже да се оствари нижа инфлација на дуги рок, као и нижа инфлација као одговор на шокове девизног курса. Роце (Rose, 2007) тврди да је концепт инфлационог таргетирања веома издржљив (дуготрајан) режим у односу на друге режиме.<sup>196</sup> Искуство многих развијених економија сугерише да је флексибилно планирање инфлације преживело тест велике глобалне финансијске кризе 2007-2009. године.

Теоријски приступи многих економиста су и за и против преформулисања концепта инфлационог таргетирања. Неки економисти као што су Оливер Бланхард (Olivier Blanchard, 2010) су предложили веће циљане инфлације-обично 4%. Ипак, ова идеја остаје анатема централним банкарима развијених економија. Према Бернанкеу (Ben Bernanke, 2010), Федерални комитет за отворено тржиште САД се једногласно противи повећању свог инфлационог циља, који би вероватно подразумевао много веће трошкове у односу на корист. Супротно мишљење је недавно у свом есеју изнео Бол (Ball, 2013), чиме долазимо до супротног закључка у односу на председника Федералних резерви Бернанкеа:

- а) циљана инфлација од 4% би ублажила ограничења монетарне политике, која произилазе из нулте границе каматне стопе, с тим да ће економски падови бити мање озбиљни и

---

<sup>196</sup> Aizenman Joshua, Hutchison Michael, Noy Ilan (December, 2008), "Inflation targeting and real Exchange Rates in Emerging Markets", Scholarship, Department of economics, University of Kalifornia, Santa Cruz, p. 4.

- б) ова важна предност ће доћи по минималној цени, јер 4% инфлација не штети економији у значајнијој мери. Ипак, општа је констатација да се монетарна политика у свету мења, а то пре свега илуструје пример Јапана који је предузео потез ради постизања циљане инфлације од 2% у наредне две године, са агресивном мешавином квантитативног попуштања и куповином дугорочних државних обвезница.

Међутим, глобална савремена финансијска криза је у водећим развијеним економијама указала на проблем који не може бити одложен нити игнорисан, а то је да стабилност цена не може да се третира одвојено од финансијске стабилности. Отуда је потребно наставити са сетом микропруденцијалних алата (нпр. кроз појачани банкарски надзор и регулацију), што би оставило простора централним банкама да се фокусирају и на инфлацију. Дакле, поред остварења инфлационог циља на средњи рок, централне банке су имплицитно или експлицитно прихватиле и други циљ-финансијску стабилност. Тиме централним банкама треба дати шири мандат, који укључује финансијску и макроекономску стабилност и добре перформансе као циљ за стабилност цена. Ниска и стабилна инфлација је неопходан, али не и довољан услов за финансијску стабилност. Због тога централне банке сада морају да користе шири опсег монетарне политике и сет пруденцијалних инструмената. Као резултат тога имамо приступ алтернативног двоструког мандата који комбинује експлицитан мандат централне банке посвећен стабилности цена са имплицитним мандатом посвећеним финансијској стабилности система у целини. Одговорност за одржавање финансијске стабилности може бити додељена централној банци или самосталном финансијском надзорном органу. У сваком случају, блиска координација између централне банке и других агенција доприноси обезбеђивању стабилности финансијских услова, што је од суштинског значаја. Бен Бернанке је у годинама пре кризе приметио да је финансијска стабилност постала млађи партнер централној банци у процесу монетарне политике, за разлику од традиционалних циљева који имају већу улогу.<sup>197</sup> Значајнија фокусираност на финансијску стабилност је вероватно највећа промена у циљевима централне банке после актуелне финансијске кризе у развијеним економијама.

---

<sup>197</sup> Yellen L. Janet (April 16, 2013), Panel Discussion on “*Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments*”, Where Do We Stand?, At the “*Rethinking Macro Policy II*”, a conference by the International Monetary Fund, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, podaci i informacije dostupni na adresi sajta <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.html>, dostupno dana 02.06.2013.

Не значи да је изабрана монетарна стратегија достигла савршени ниво после кога су све будуће промене искључене. Конкретно, централне банке водећих развијених економија се разликују у многим детаљима стратегије, нарочито у погледу природе мандата, комуникације и транспарентности. Промене које су се већ догодиле се не односе на стратегију. Оне укључују признање да ће централне банке у крајњој нужди бити зајмодавац и да се не може занемарити финансијска стабилност. Позивање на инструменте као што су независни микрофинансијски надзор и одговарајуће процедуре, као и макрофинансијски надзор са улогом централне банке, и у овим областима је свакако од веома битног значаја.<sup>198</sup> Овим добијамо одговор какве треба да буду посткризне монетарне политике централних банака у развијеним економијама.

## **3.2. Трансмисиони механизам и стратегија монетарне политике ЕЦБ**

### **3.2.1. Монетарна трансмисија у ЕУ**

Механизам трансмисије монетарне политике у ЕУ је процес који утиче на привреду уопште, а посебно на ниво цена. Савет ЕЦБ-а је одговоран за доношење одлука монетарне политике, а које имају за циљ одржавање стабилности цена на средњи рок. Трансмисиони механизам монетарне политике у ЕУ карактеришу дуг, неизванан и променљив временски заостатак. Нова емпиријска истраживања на ову тему показују да је просечна дужина кашњења (“*time lag*”) у великим, развијеним економијама виша и износи 25-50 месеци, док је у новим чланицама ЕУ 10-20 месеци, (табела 16).

Одговор за ова кретања у табели 16 која се манифестује као разлог који објашњава зашто је просечна дужина кашњења (*time lag*), исказана кроз велике варијације у великим развијеним економијама у односу на нове чланице ЕУ су: Прво, структурне карактеристике између развијених земаља могу да изазову истинске разлике у брзини преноса мера монетарне политике. Друго, карактеристика података и други аспекти методологије коришћени у студијама могу имати утицај на кашњење

---

<sup>198</sup> Reichlin Lucrezia and Baldwin Richard, 2013, “*Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*”, Centre for Economic Policy Research, London, p. 123-124.



мера монетарне политике у развијеним економијама у односу на пост-комунистичке привреде, сада нове чланице ЕУ.<sup>199</sup>

**Табела 16.** Просечно трансмисионо кашњење монетарне политике великих развијених економија и нових чланица ЕУ

Велике, развијене економије		Нове чланице ЕУ	
Економија	Просечно трансмисионо кашњење	Економија	Просечно трансмисионо кашњење
САД	42,2 месеца	Пољска	18,7 месеци
<b>Евروزона</b>	<b>48,4 месеца</b>	Ч. Република	14,8 месеци
Јапан	51,3 месеца	Мађарска	17,9 месеци
Немачка	33,4 месеца	Словачка	10,7 месеци
Велика Британија	40,4 месеца	Словенија	17,6 месеци
Француска	51,3 месеца		
Италија	26,6 месеци		

**Извор:** Havráne Tomáš, Rusnák Marek (April 2013), Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis, Economic Research Bulletin, Vol. 11, N0 1, p. 15

Треба имати у виду да је познавање разних преносних канала ограничено појавом шокова, као и технолошким и структурним променама. Стога је тешко предвидети тачан утицај монетарне политике на економију и ниво цена. Истина, основни циљ монетарне политике евросистема је одржавање стабилности цена. Макроекономисти су једногласни по питању ефеката монетарне политике на цене, и то на дужи рок. Цене би требало да опадају након повећања каматних стопа. Међутим, објављени резултати економија еврозоне често показују да су цена загонетка на кратки рок. С друге стране, резултати указују да је цена загонетка и на дужи период. У том контексту, могуће је идентификовати неколико важних карактеристика успешне монетарне политике. Монетарна политика ће, на пример, бити ефикаснија ако имамо чврсто сидро инфлационих очекивања. Таква стратегија је кључ за постизање високог степена кредибилитета, што је предуслов за утицај на очекивања тржишних учесника. У том смислу, монетарна политика мора бити окренута ка будућности. Тачније, монетарна политика треба да има средњорочну оријентацију да би био избегнут

<sup>199</sup> Havranek, Tomas, Rusnak, Marek (December 2013) Transmission Lags of monetary policy: A meta-Analysis, international Journal of Central Banking, Czech National Bank, Vol. 9, No. 4, p. 87.

претерани активизам и непотребна нестабилност на реалну економију. Снага монетарне политике зависи и од отворености привреде, просечног економског раста и нивоа независности централне банке.

На основу расположивих емпиријских студија закључујемо да утицај девизног курса може имати значајан ефекат у еврозони. Стога ће реаговање потрошачких цена на промене званичне каматне стопе централне банке зависити од ефеката ових промена на девизни курс. Примера ради, уколико је већа апресијација евра подстакнута променама каматне стопе, утолико је био већи пад инфлације. Међутим, проблем је у томе што ово није апсолутно аутономни ток, па централна банка не може у потпуности да контролише интензитет промена.<sup>200</sup>

Монетарна трансмисија у ЕУ може бити појашњена кроз више корака. Променом политике званичних каматних стопа, централна банка банкарском систему обезбеђује средства под измењеним условима. С обзиром на своју моћ кроз монопол над издавањем новца, централна банка може у потпуности одредити ову каматну стопу. Измена званичне каматне политике преко политике каматних стопа централне банке директно утиче на тржишне каматне стопе и, посредно, на активне и пасивне каматне стопе банкарског система. Уосталом, очекивања промене будућих званичних каматних стопа утичу на средњорочне и дугорочне каматне стопе. Конкретно, дугорочне каматне стопе зависе од тржишних очекивања о будућем току краткорочних каматних стопа, уз констатацију да каматне стопе новчаног тржишта немају директан утицај на дугорочне каматне стопе. Тачније, централна банка директно утиче на краткорочне каматне стопе, док утицај на дугорочне каматне стопе зависи од очекивања будућих трендова. Неке студије показују да је утицај монетарне политике на инвестиције, потрошњу и друге компоненете агрегатне тражње генерално под утицајем трошкова капитала, који су у тесној вези са каматним стопама.<sup>201</sup>

На крају, као и свака друга централна банка, и европски систем централних банака се суочава са значајним неизвесностима у окружењу. С тим у вези треба нагласити поузданост економских индикатора, економске структуре и монетарну политику трансмисионог механизма. Успешна монетарна политика стога мора да буде широко заснована, узимајући у обзир све релевантне информације за идентификацију

---

<sup>200</sup> Фуртула С., Марковић Д., 2010, “*Монетарни систем Европске уније*”, Економски факултет, Крагујевац, стр. 140.

<sup>201</sup> ЕЦБ, 2004, “*Monetary policy*”, European central bank, Frankfurt, p. 49.

фактора економских кретања, не ослањајући се искључиво на један модел економије. Тако нпр. промене у цени нафте или неке друге робе или контролисаних цена могу имати краткорочни, директан утицај на инфлацију. Исто тако дешавања у светској економији или у домену фискалне политике утичу на агрегатну тражњу и ниво цена. Због тога монетарна политика мора да контролише не само трансмисионе механизме већ и сва друга дешавања релевантна за будућу инфлацију.

Ако сагледамо практична дешавања кроз узорак и период од 1999. до децембра 2012. године (Matthias Neuenkirch, 2013),<sup>202</sup> кроз ефекте трансмисије монетарне политике појединих економија еврозоне главни резултат је следећи: истраживања последњих година указују да је у погледу реакција на пројектоване промене каматне стопе ЕЦБ је у Немачкој и Италији имала далеко јачи утицај него у Шпанији и Француској. Ако се пак осврнемо на стање пре увођења јединствене валуте евро 1999. године, евидентно је да је повећање каматних стопа имало тенденцију да смањује раст кредита у Француској, Немачкој, Италији и Шпанији.

Дугорочни ефекат монетарне политике је јачи у отворенијим привредама, у земљама у којима централна банка ужива већу независност и у земљама са нижим просечним економским растом. У просеку, у економијама еврозоне је после повећања каматних стопа пад цена прилично успорен. Конкретно, ефикасна комуникација побољшава управљање очекивањима о кретању каматне стопе. Истраживања потврђују да на територији еврозоне промена у комуникацији претходи променама краткорочне каматне стопе за око 14 месеци. Дакле, с обзиром на његов значај у процесу преноса и њен утицај на инфлацију и инфлаторна очекивања, можемо закључити да комуникација побољшава ефикасност монетарне политике.

Чињеница је да је остварена инфлација боље усидрена на тлу еврозоне него категорија инфлационих очекивања. У времену актуелне кризе је, генерално посматрано, укупан ефекат монетарне политике на (очекивану) инфлацију слабији. Ово је лоша вест за ЕЦБ, јер стимулисање реалне економије изгледа знатно теже током финансијске кризе и, што је још незгодније, ова установа нема много простора за даљи подстицај коришћењем конвенционалних политика на пример путем каматних стопа. Насупрот ЕЦБ, Федералне резерве користе комуникацију да би очекивања будуће циљане инфлације била ниска. Ако би користиле само традиционалне краткорочне

---

<sup>202</sup> Neuenkirch Matthias, 2013, "Monetary policy transmission in vector autoregressions: A new approach using central bank communication", Journal of banking & finance, N0 37, p. 4284-4285.

каматне стопе као једини индикатор, не би се успеле да открију “ублажавање” монетарне политике због његове пристрасности.

Међутим, сва ова запажања би ипак требало тумачити врло опрезно и са извесном дозом предострожности, али и предузимати мере у складу са новонасталим околностима кроз даља квантитативна попуштања у циљу повећања ликвидности, посебно економија које су на периферији евро зоне.

### **3.2.2. Стабилност цена као примарни циљ јединствене монетарне политике**

ЕЦБ *de jure* и *de facto* има јасан троструки мандат. Поред свог примарног мандата, који се огледа у чувању стабилности цена, ту је и запосленост. ЕЦБ има обавезу и да подржи уравнотежен привредни раст који прати пуну запосленост и друштвени напредак (члан 3. Уговора о ЕУ). Пре најновије глобалне финансијске и економске кризе, до лета 2007. године, примарни циљ монетарне политике ЕЦБ-а био је исказан кроз стабилност цена. Главни алат за постизање ценовне стабилности су каматне стопе на кратак рок. Овим је Европски систем централних банака стекао висок углед у еврозони, јер је стварна просечна стопа инфлације у дужем периоду била веома близу 2% (“испод, али близу 2% инфлације на средњи рок”), као и дугорочна инфлациона очекивања која су била усидрена на том нивоу.

Дакле, основна функција Европског система централних банака (ESCB) је преузета из члана 127. Уговора о функционисању ЕУ према коме је примарни циљ Европског система централних банака да одржава стабилност цена. У уговору није наведена нумеричка дефиниција стабилности цена, али је постављена од стране Управног одбора ЕЦБ-а. У остваривању очувања стабилности цена, Европски систем централних банака делује потпуно независно од било које европске институције, органа, агенција и влада држава чланица. Критичари су истицали да би дефлаторна ситуација с негативном инфлацијом задовољила задати критеријум стабилности цена, ЕЦБ је објавила, тј. објаснила да инфлација подразумева само позитивну инфлацију, па би стабилност цена као циљ требало тумачити као инфлацију у распону од 0-2%. Раст цена у задатом распону од 0-2% од стране ЕЦБ-а делује као циљ или боље рећи делује као таргетирање инфлације. Међутим, ЕЦБ на то није гледала као на стратегију таргетирање инфлације. Притом је ЕЦБ користила термин “референтна вредност” пре него термин “циљ” када описује своју стратегију кроз праћење нивоа цена. Практичну потврду тога имамо кроз варијације стабилности цена на простору еврозоне у јулу

2013. године, где, на пример, Холандија има инфлацију од 3,1%, Естонија 3,9%, Румунија 3,4%, Шведска 1,7%, Литванија 0,8%, Шпанија 1,9%, Аустрија 2,1%..., са достигнутом перфектном стабилношћу цена у Немачкој у претходних 12-13 година на просечном нивоу од око 1,55%, или са укупном просечном инфлацијом на простору еврозоне у претходном десетогодишњем периоду од 1,97%, (табела 17).<sup>203</sup>

**Табела 17.** Годишња инфлација (%) у јулу 2013. године, у изабраним земљама ЕУ

Економија	у %
Грчка	-0,5
Данска	0,4
Шведска	0,8
Пољска	0,9
Француска	1,2
Италија	1,2
Белгија	1,6
Немачка	1,9
Шпанија	1,9
Аустрија	2,1
Финска	2,5
Словенија	2,8
Холандија	3,1
Румунија	3,4
Естонија	3,9

**Извор:** Eurostat или доступно на адреси сајта <http://ec.europa.eu/eurostat>, доступно дана 13.06.2013.

ЕЦБ је желела да искористи предности обе стратегије монетарне политике, а истовремено није желела да се стриктно посвети ни стратегији монетарног таргетирања ни стратегији таргетирања инфлације. Управо због ових околности можда је ово заправо био покушај да се одговорност за стабилност цена Европског система централних банака на јединственом монетарном простору еврозоне, једноставно смањи.

У последње време се са назнакама глобалне економске и финансијске кризе из 2007. године, и интензивирањем кризе евра из 2010. године, мења ситуација у погледу

<sup>203</sup> Euro area annual inflation stable at 1,6%, July 2013, Eurostat, the statistical office of the European Union, N0 123, Frankfurt, 16. avgust 2013, p. 1-3.

проширивања посматрања примарног циља монетарне политике ЕЦБ-а на јединственом простору еврозоне. Самим тим су задаци ЕЦБ знатно проширени, делимично кроз сопствену иницијативу, а делом путем закона који су усвојени од стране држава чланица ЕУ у односу према монетарној политици и др. Током кризе је улога ЕЦБ знатно проширена изван њеног основног мандата. Нпр. ESCB је усвојио опсежне мере како би подржао финансијску стабилност преко монетарног трансмисионог механизма, пружајући банкама довољно ликвидности под измењеним правилима преко лансирања транше државних обвезница. ЕЦБ је увела активне програме куповине, мада у много мањем обиму од нпр. америчког Фед-а или Јапанске банке. Циљ ових програма је био ублажавање финансијских услова за кредитне институције и компаније. Овим се охрабрују кредитне институције да одржавају и проширују кредитирање својих клијената.

Европски стабилизациони механизми и спасилачки фондови за еврообласт су имали оснивачки капитал од 80 милијарди евра средином 2013. године, чиме постају међународна финансијска институција са највише уплаћеног капитала широм света. Правила која су усвојена средином 2013. године су правила директне докапитализације од стране ESM-а. Обриси плана као капацитета за кредитирање од 500 милијарди евра (651 милијарди \$), су договорени од стране министара финансија еврозоне средином 2013. године кроз европски стабилизациони механизам за докапитализацију, који ће кредитори директно добити. Међутим, ова мера је ограничена за сада на 60 милијарди евра. У пуном капацитету ће профункционисати тек када ЕЦБ преузме “ефективну контролу” банака у уједињеној европској валутној унији, уз сагласност 27 земаља чланица. Истина, отпорност на неке кључне одредбе ове мере међу земљама чланица ЕМУ је и даље јака. Такође, ЕЦБ је пристао да се понаша као својеврсни агент на секундарном европском финансијском тржишту. Тако, на пример, нацрт SSM<sup>204</sup> Уредбе ЕЦБ захтева одвојен однос између могуће финансијске супервизије од монетарне политике ЕЦБ-а. Ипак, у монетарној литератури не постоји јединствен став да те две функције треба да буду одвојене. Није необично да централне банке буду задужене за преузимање надзорне одговорности. Као доказ за то имамо да четрнаест од осамнаест централних банака на јединственом простору еврозоне има улогу у надзору. Председник ЕЦБ-а Марио Драги чак наглашава: “... јачи надзор олакшава вођење монетарне политике”. Један од разлога за то је што банкарски систем игра пресудну

---

<sup>204</sup> Надзорни супервизорски механизам.

улогу у трансмисији монетарне политике кроз подстицаје у привреди и стога у постизању циља централне банке. Ово је посебно значајно у време криза, када је банкарски систем под хроничним стресом.<sup>205</sup>

Ово комбиновање монетарних и надзорних функција одражава чињеницу да је, за монетарне власти еврозоне на њеном јединственом простору, финансијска стабилност очигледно кључ. То потврђује и Годхарт (Goodhart, 2000) кроз став да више штете може нанети одсуство централно банке као надзорника него као старатеља стабилности цена. Додатни ризик по овоме економисти је могућност да централна банка изгуби независност и постане политички заробљена. Отуда стабилан финансијски систем са независном централном банком и здравим и солвентним банкама подржава несметану трансмисију монетарне политике и на крају доприноси макроекономској стабилности. Ово је посебно важно за еврозону, где банке и играју кључну улогу у обезбеђивању финансијских средстава за реалну економију, пре свега за мала и средња предузећа. Насупрот томе, финансијска неравнотежа може бити озбиљна претња за стабилност цена. Ако, међутим, настане сукоб између ова два циља, јасно је да мандат ЕЦБ-а не оставља дискреционо право. Дакле, основна обавеза ЕЦБ-а остаје да обезбеди стабилност цена испод, али близу 2%, (табела 18).

Истина, ЕЦБ је у периоду од 2003. године евалуирала своју монетарну стратегију и поставила нову стратегију вођења монетарне политике уз постојање квантитативног циља за инфлацију за коју сматра да је компатабилна са стабилношћу цена која ће се и даље заснивати на дешавањима са растом новчане масе (М3). Главне измене су да се стопа инфлације сада више посматра као пожељна стратегија за подручје еврозоне у целини, па и даље треба да буде близу 2% на средњи рок, док се кроз претходну стратегију из 1998. године сматрало да је максимална дозвољена висина инфлације 2%. Ова наизглед мала промена се сматра довољном да се избегне опасност од дефлације у еврозони. Формулација “на средњи рок” указује да монетарна политика не може извршити фино подешавање у ценама или инфлацији у кратким хоризонтима од неколико месеци. Промене иду и у смеру посматрања значаја новчане масе на дуги рок, где референтне вредности понуде новца неће бити ревидиране сваке године. У периоду последње глобалне финансијске кризе ЕЦБ је дуго била

---

<sup>205</sup> Darvas Zsolt, Merler Silvia, “*The European central bank in the age of banking union*”, p. 10 или доступно на адреси сајта <http://www.bruegal.org/publications/publication-detail/publication/79...>, доступно дана 21.04.2014.

критикована јер се фокусира на новчану масу, а то је очигледно реликт монетарне стратегије Бундесбанке. Треба рећи да у условима финансијских иновација и у условима ниске инфлације, подаци о кретању новчане масе нису погодни да буду сигнал будуће инфлације. То је потврђивала и ранија анализа, као и резултати до којих су дошли Герлах и Свенсон (Stefan Gerlach и Ларс Е.О. Svenson, децембар 2000), који су доказали да је новац као индикатор евростема био доста инфериоран показатељ будуће инфлације у периоду од 1980-2000. године.<sup>206</sup>

**Табела 18.** Међународно поређење циљева водећих централних банака у свету кроз стабилност цена

Земља	Индекс цена (Price index)	Нумеричке вредности	Дефиниција/циљ
<b>ЕЦБ</b>	<b>НЦР</b>	<b>Испод, али близу 2%</b>	<b>Квантитативна дефиниција</b>
САД	Није дефинисан фокус на језгро РСЕ	Нема бројчану вредност, али са претпоставком мете од 2% са распонем који зависи од гувернеровог говора	Квантитативно дефинисан Циљ
Уједињено Краљевство	CPI	2% инфлација	Тачкасти циљ
Јапан	CPI	Приближно испод 2% са највише око 1%	“Разумевање”
Швајцарска	CPI	Испод 2%	Квантитативно дефинисан циљ
Шведска	CPI	2% Инфлација Кретање марже од ±1%	Опсег, циљ
Норвешка	CPI Фокус на језгро инфлације	Приближно 2 ½% (тј. маргина флукуација од ±1%)	Опсег, циљ
Канада	CPI	2% Инфлација уз Контролни опсег од 1-3%	Опсег, циљ
Аустралија	CPI	2-3%	Опсег, циљ
Нови Зеланд	CPI	1-3%	Опсег, циљ

**Напомена:**

- Индекс потрошачких цена (Consumer Price Index) мери промене општег нивоа цена роба и услуга током времена, које домаћинства купују за задовољавање својих потреба;
- РСЕ - издатак по становнику;

<sup>206</sup> Gerlach Stefan and Svensson E O Lars, “Money and inflation in teh Euro Area: A case for monetary indicators?”, NBER Working papers No 8025, National Bureau of Economic research, Massa chusetts Avenue, Cambridge, December 2000, p. 2.



- НИСР - Хармонизовани индекс потрошачких цена обухвата индекс потрошачких цена роба и услуга које домаћинства купују за задовољавање својих личних потреба, односно корпе робе широке потрошње и услуга које купују репрезентативна домаћинства еврозоне;
- према НИСР класификацији то су: производи за исхрану и пиће, дуван, артикли одеће и обуће, услуге становања, намештај, покућство и текуће одржавање стана, услуге здравства, транспорт, комуникације, рекреација и култура, образовање, ресторани и хотели и остале робе и услуге;
- CPI - Мери промене у трошковима фиксне корпе роба и услуга које домаћинства троше за своје потребе.

**Извор:** Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto.: "The single monetary policy of the ECB", Johann Wolfgang Goethe University "The Changing European Economic and Monetary Union" MIEP and MMF-Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, 16th may 2013, p. 9

Поставља се питање шта ЕЦБ у време најновије глобалне финансијске кризе треба да ради. Одговор на то је да се направи јасна промена монетарне политике, а да циљ може бити да се инфлација стави под контролу кроз тзв. стратегију симетричног циљања инфлације. Стратегија ЕЦБ-а треба да буде усвајање симетричног инфлационог циља, омогућавајући одступања око овог циља, уместо формулисања апсолутног горњег плафона за инфлацију који је важио од 1998. године. То би био јасан сигнал да је ЕЦБ снажно посвећена избегавању дефлације, што се дешава 2013. године у појединим економијама (Грчка -0,5% и др.), као што је и циљ да се избегне инфлација. Дефиниција која је сада актуелна на простору еврозоне је прилично двосмислена јер није јасно постављена доња граница инфлације, а асиметрична је јер се доња и горња граница инфлационог таргета објављују са различитом прецизношћу. Наиме, како тврде неки економисти, Свенсон нпр., горња граница је дефинисана прецизно, а доња доста непрецизно. По овом економисти, дефиниција ценовне стабилности треба да буде унапређена ако се инфлаторни таргет дефинише у једној тачки или ако се прецизно одреде и доња и горња граница инфлаторног коридора. Овај економиста тврди да ће експлицитна и симетрична тачка код циљања инфлације од 1,5%, 2% или 2,5% бити боља и да ће обезбедити бољи ослонац за инфлаторна очекивања. Он такође тврди да све док је циљна вредност јасно најављена није битно да ли је опсег постављен (Svensson 2003). Било је предлога да се утврди опсег за инфлацију у износу од 1%-2% или 1%-3%. Трећа алтернатива била је инфлација у једној цифри, где је предложен износ од 2,5%.<sup>207</sup>

<sup>207</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., (Ниш 2011) "Монетарна стратегија", op. cit. стр. 166.

Период најновије глобалне економске кризе је показао да је само ниска и стабилна инфлација сама по себи недовољна да обезбеди стабилан и издржљив економски раст. То конкретно показује стопа раста БДП-а на простору еврозоне, где се очекује да ће она порастати у 2013. години само за 0,3% и 1,4% у 2014. години, што представља слаб опоравак у односу на пад од -0,5% у 2012. години. Интересантно је да је у кризним годинама 2007-2009. године израженија негативна стопа раста код старих чланица ЕУ у односу на нове чланице. Повољније су стопе прогнозирумог привредног раста код нових чланица ЕУ него код старих чланица. Уосталом, показатељи БДП-а посматраних економија еврозоне заправо то потврђују, (табела 19).

Стабилност цена је показала да није довољан услов за финансијску стабилност, док недостатак финансијске стабилности може имати само негативне ефекте на стабилност цена. Марио Драги (Mario Draghi, 2012), председник ЕЦБ-а, истиче да, ако у кризним временима линија монетарне политике и финансијског надзора постаје мање јасна, у таквој нагодби ће инфлација, финансијска стабилност и стабилност цена ићи у истом смеру, али ће то довести до конфликта. Монетарни дизбаланси су повезани са финансијском неравнотежом. Управо због ових околности 14 од 18 централних банака у еврозони због тога има улогу у надзору, али и неколико великих централних банака у другим деловима света.<sup>208</sup>

Актуелни финансијски дебаланси који су били карактеристика рецесивних привреда развијених економија у скоријем периоду су обично означени као посебна карактеристика макроекономских параметара појединих земаља. Када је у питању монетарна политика, она може да настави да се фокусира на стабилност цена као, на пример, кроз литературу описано флексибилно циљање инфлације. Отуда финансијску стабилност треба узети у обзир посредно, и уградити је кроз одлуке монетарне политике у тој мери да очекивани изгледи за инфлацију не утичу негативно на реалну активност (Adrian and Hyun Song Shin, 2008).<sup>209</sup> Свакако да стабилан финансијски и привредни систем монетарној политици може донети само корист.

---

<sup>208</sup> Darvas Zsolt, Merler Silvia, 2013, "The European Central bank in the age of banking union", Bruegel policy contribution, Issue 13, p. 10.

<sup>209</sup> Adrian Tobias and Hyun Song Shin, 2008, "Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy", 2008, Jackson Hole Economic Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 287-334.

**Табела 19.** Стопа раста БДП у земљама ЕУ, 2004-2011. године  
са прогнозом раста 2012-2014. године

Годишњи % промене	2004-2011.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
<b>ЕУ</b>	1,2	2,6	2,1	3,3	3,2	0,3	-4,3	2,1	1,5	-0,3	0,6	1,7
<b>ЕУ 15</b>	1,0	2,4	1,9	3,1	3,0	0,1	-4,4	2,1	1,4	-0,4	0,5	1,6
Еврозона	1,0	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,4	2,1	1,5	-0,5	0,3	1,4
Аустрија	1,7	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,1	2,7	0,8	1,3	2,0
Белгија	1,4	3,3	1,8	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,4	1,8	-0,3	0,5	1,5
Данска	0,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	0,8	1,1	1,2	1,3
Финска	1,4	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,3	2,5	1,7	1,2	1,6
Француска	0,9	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,1	0,3	1,1
Немачка	1,5	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4,2	3,0	0,8	1,0	1,8
Грчка	-0,5	4,4	2,3	5,5	3,0	-0,2	-3,3	-3,5	-6,9	-6,1	-1,8	0,6
Ирска	1,3	4,4	5,9	5,4	5,4	-2,1	-5,5	-0,8	1,4	0,5	1,7	2,4
Италија	0,0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-2,4	-0,3	1,4
Луксембург	2,3	4,4	5,3	4,9	6,6	-0,7	-4,1	2,9	1,7	-0,1	0,9	2,0
Холандија	1,4	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,6	1,0	-0,5	0,7	1,4
Португалија	0,2	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,7	-3,2	-2,2	0,2
Шпанија	1,2	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,6	-1,4	0,8
Шведска	2,2	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,0	6,6	3,9	1,7	1,8	2,8
В. Британија	0,9	2,9	2,8	2,6	3,6	-1,0	-4,0	1,8	0,9	-0,3	1,2	2,3
<b>Нове чланице ЕУ</b>	3,3	5,6	4,8	6,5	6,0	4,1	-3,6	2,3	3,1	1,2	2,0	2,9
Бугарска	3,1	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	1,0	2,0	3,5
Кипар	2,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-1,2	0,5	1,3
Р. Чешка	3,1	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,7	-0,9	1,1	2,0
Естонија	2,5	6,3	8,9	10,1	7,5	-4,2	-14,1	2,5	1,7	-0,9	1,1	2,0
Мађарска	0,7	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,6	-1,0	0,6	2,2
Летонија	1,6	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	4,0	4,0	4,0
Литванија	2,7	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,5	5,9	3,0	3,0	3,0
Малта	2,4	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	-0,7	1,1	1,8
Пољска	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,6	2,6	3,5
Румунија	2,7	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	1,0	2,3	3,0
Словачка	4,7	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,2	2,4	2,0	2,6
Словенија	1,9	4,4	4,0	5,8	7,0	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,0	0,5	2,2
<b>Еврозона</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>

Извор: IMF Global Outlook, 2013, p. 2

### 3.2.3. Хибридна стратегија ЕЦБ-а

Од 1999. године ЕЦБ води јединствену монетарну политику. ЕЦБ-а је усвојила стратегију хибридне монетарне политике, што има много заједничког са стратегијом монетарног таргетирања коју је користила немачка Бундесбанка, али такође има и одлике таргетирања инфлације као крајњег циља. Међутим, по неким ауторима, ЕЦБ је чак изричито у тврдњи да она не примењује стратегију инфлационог таргетирања. Исто тако ЕЦБ за монетарне агрегате користи израз најаве “референтне вредности”, кроз истакнуту улогу за новац, а не “таргет”. Концепт стратегије монетарне политике ЕЦБ укључује концепт заснован на “широко заснованој процени о изгледима за кретање цена [...] помоћу широког спектра економских и финансијских варијабли”. Због ових околности стратегију монетарне политике прихватамо као хибрид јер обухвата и инфлационо и монетарно таргетирање. Јегер (Jeger, 2002) с правом истиче да се стратегија ЕЦБ-а може посматрати као модификована верзија планирања инфлације, где централна банка треба да избегава прецизну вредност или опсег за средњорочне стопе инфлације, док коришћењем експлицитног номиналног сидра (референтна вредност за раст М3) у облику код очекивања инфлације на дуги рок.<sup>210</sup> Досадашња искуства развијених економија показују да само таргетирање монетарних агрегата није довољно за управљање монетарном политиком, чак ни у економијама које имају једноцифрену инфлацију. ЕЦБ истовремено употребљава прогнозирану инфлацију као интермедијарни таргет. Политика стабилности цена подразумева инфлациони опсег близу, али испод 2%. Мада ова констатација звучи као инфлациони циљ код ЕЦБ-а, није јасно да ли је овај опсег инфлациони таргет.

Истина, како год назвали ову политику, ова стратегија је била веома успешна на територији еврозоне. Као прилог томе стоји чињеница да је инфлација стабилизована око задате вредности на одрживој основи у претходном периоду. Као потврду ових речи имамо ситуацију да је стопа инфлације у ЕУ у просеку била 2,24% у периоду од 1991. до 2013. године, достижући највиши ниво од 5% у јулу 1991. године и рекордно низак ниво од -0.70% у јулу 2009. године. Овим је потврђена чињеница да је концепт циљања инфлације скоро неприкосновени концепт стратегије монетарне политике пре најновије глобалне финансијске и економске кризе у свету. Након кризе овај поглед је

---

<sup>210</sup> Bordes Christian., Clerc Laurent, (March 2004), “*Price stability and the ECB’s monetary policy strategy*”, Banque de France, N. 109, Paris, p. 12 или доступно на адреси сајта: [www.banque-France.fr](http://www.banque-France.fr)

донекле померен. Добра вест је да су очекивања инфлације од учесника на тржишту пет година унапред и даље усидрена на 2% на територији еврозоне.

Сама ЕЦБ током целог периода функционисања даје већу тежину улози новца у својој стратегији монетарне политике у односу на већину, ако не и свих, великих централних банака у свету. Овим препознајемо знатан утицај квантитативне теорије новца и конкретно Милтона Фридмана кроз допринос у формулисању стратегије. Главна синтагма монетарне политике Милтона Фридмана означава цене у лику каматне стопе, али не и количине, као и монетарне агрегате који су алфа и омега монетарне политике.<sup>211</sup>

Ако пропратимо практична дешавања на територији еврозоне, евидентно је да М3 убрзава раст, што је углавном резултат преконоћних позајмица. Ово указује на неликвидност привреде еврозоне. Суверена дужничка криза, која је карактеристика еврозоне у кризном периоду, утицала је на динамику кредита и на монетарне агрегате. Уосталом, неконвенционална монетарна политика подржава раст новца у виду кредитирања од стране банака и владе, (табела 20).

**Табела 20.** Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте

	М1			М2-М1	М3-М2	М3		
	Новац у оптицају (готов новцац)	Преконоћни депозити	Е-новац					
2008.	13,4	1,5	72,3	3,5	13,8	3,3	7,7	
2009.	6,3	13,6	46,4	12,3	-8,9	-11,4	-0,2	
2010.	5,0	4,3	42,1	4,4	-0,4	-8,1	1,1	
2011.	6,2	1,1	26,1	1,9	1,9	-0,9	1,7	
2012.	2,4	7,3	30,6	6,4	2,1	-6,5	3,5	
2013.	Април	3,4	9,8	18,3	8,7	0,1	-13,8	3,2
	Мај	2,6	9,6	19,7	8,3	0,0	-15,6	2,9
	Јун	2,1	8,8	17,7	7,6	0,1	-17,3	2,4
	Јул	2,4	8,1	15,6	7,1	0,2	-17,7	2,2
	Август	2,7	7,6	17,2	6,8	0,4	-16,3	2,3

<sup>211</sup> Stephen G. Hall, P.A.V.B. Swamy (Maj/June 2012), Milton Friedman, the Demand for Money, and the ECB's monetary policy strategy, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 94(3), p. 153.

				M1	M2-M1	M3-M2	M3
	Новац у оптицају (готов новац)	Преконоћни депозити	Е-новац				
2008.	1,0	0,6	1,5	5,6	0,5	7,7	1,0
2009.	0,5	5,1	5,7	-4,1	-1,8	-0,2	0,5
2010.	0,4	1,7	2,2	-0,2	-0,9	1,1	0,4
2011.	0,5	0,5	1,0	0,8	-0,1	1,7	0,5
2012.	0,2	3,1	3,3	0,8	-0,6	3,5	0,2
2013.	Април	0,3	4,1	4,4	0,1	-1,2	0,3
	Мај	0,2	4,0	4,2	0,0	-1,4	0,2
	Јун	0,2	3,7	3,9	0,1	-1,5	0,2
	Јул	0,2	3,4	3,6	0,1	-1,5	0,2
	Август	0,2	3,2	3,5	0,2	-1,4	0,2

**Извор:** ECB, Statistics pocket book, Oktober, Frankfurt, 2013, p. 25

Оно што се да још уочити из табеле 20 је континуирано присутна неизвесност и неликвидност на финансијском тржишту и привреди еврозоне у периоду 2008. године до августа 2013. године. Банкарски субјекти у зони евра евидентно је ослањају се највише на преконоћне позајмице, изузев 2011. године, све у циљу подстицања ликвидности привреде евро зоне. Сагледавајући податке о количини новца у оптицају у посматраном периоду 2008-2013. године, прелиминарном показатељу инфлације, показали су да укупан новац у оптицају има силазни тренд као доказ актуелне рестриктивне монетарне политике ради смањења инфлације у еврозони.

Референтна вредност за широки монетарни агрегат М3 се односи на стопу раста М3. Ова референтна вредност у посматраном периоду је природни “Benčmarking” за анализу садржаја информација монетарних кретања. Она је доста стабилна категорија 2013. године. Ова референтна вредност је доста компатибилна са стабилношћу цена у средњем року. На почетку кризне 2008. године категорија М3 је била доста висока што се поклапало са експанзивном монетарном политиком ЕЦБ која је била један од узрочника пораста инфлације у еврозони.

Наредну 2009. годину су обележиле мере монетарне политике које су узроковале негативну референтну вредност М3 као директне последице смањење новца у оптицају. Током 2010. и 2011. године на основу понашања агрегата М3 указују на стабилизацију опште ликвидности у привреди еврозоне што је смањивало ризике за

стабилност цена. Наредне две године 2012. и 2013. обележила је даља стабилизација агрегата МЗ што је указивало на делимично побољшање ликвидности привреде.

У суштини, централне банке имају за циљ да кроз цене одреде краткорочне тржишне каматне стопе на тржишту новца и тако утичу на трошкове међубанкарског кредитирања. Кроз различите канале преноса желе да циљају реалну економску активност и, на крају, преко потрошачких цена и инфлацију. Након банкрота Леман Брадерса (Lehman Brothers), и касније кризе поверења, све главне централне банке, па и ЕЦБ, су смањиле своје водеће каматне стопе све док нису стигле до нулте границе. Иновативне и нестандартне мере за борбу против кризе поверења у финансијском сектору после ове кризе су имале за циљ да оживе реалну економију путем кредитног канала. Изузетак је био привремени пораст главне стопе за рефинансирање ЕЦБ-а у 2011. години, непосредно пре заоштравања европске дужничке кризе, што је довело до преиспитивања политике каматних стопа.

У монетарној политици је на сцени приступ који подразумева полако подизање каматних стопа, када је економија у опасности од “прегревања”, и брзо смањење стопе, када је економија неликвидна. Кључне каматне стопе великих светских банака и ЕЦБ-а су достигле доњу границу, нулу, чиме је способност монетарних власти за даље смањење реалних каматних стопа прилично ограничена. Централне банке су због наведеног морале да предузму више иновативних мера. Ту су, на пример, различити програми тржишта хартија од вредности путем директних интервенција, уз стриктну одвојеност монетарне од фискалне политике. ЕЦБ је употребила фино подешавање преко операција на отвореном тржишту како би стерилизовала ликвидност стимулативним куповинама. Уосталом, операције на отвореном тржишту имају централну улогу у спровођењу монетарне политике евросистема. Користе се за циљање каматних стопа и ликвидности финансијског тржишта у еврозони. Поред тога, ове операције обезбеђују кључне информације о учесницима на тржишту, као и будуће монетарне политике ЕЦБ-а. На сцени је, на пример, била актуелна акција пласирања углавном државних обвезница на тржиште земаља европске периферије попут Португалије, Италије, Ирске, Грчке и Шпаније. Куповине обвезница су биле строго ограничене на секундарна тржишта, без директног финансирања фискалног дефицита. У најновијем периоду ЕЦБ је изабрала да дизајнира своју монетарну политику у корист држава на периферији еврозоне, са ширим циљем обезбеђивања одрживости монетарне уније. Судбина ЕЦБ-а је нераскидиво везана за судбину евра. Да је ЕЦБ у овим кризним временима одбила да делује као зајмодавац у последњој инстанци, то би био

крај заједничке валуте и крај ЕМС (Krugman, 2012: 166).<sup>212</sup> Као пример овај економиста наводи оне који виде тренутни ниво незапослености у Шпанији кроз ефекте економија које немају сопствену валуту. Важно је да запамтимо да је отварање нових радних места у Шпанији било знатно теже онда када је Шпанија имала своју валуту (1980-1999.) него од када је поменута држава члан еврозоне (1999-2013.).

Експанзивна монетарна политика подржава реалну економију и успешно спречава светску рецесију. Када су инфлациона очекивања била добро усидрена, није било значајног повећања инфлације. Шема функционисања ЕЦБ-а у најновијим кризним временима требало је да укључује куповину неограничених количина државних обвезница. ЕЦБ ће заправо учинити све што је потребно да сачува евро. Ако упоредимо две водеће банке у свету кроз понашање у условима глобалне финансијске кризе и употребе основног алата монетарне политике камате, имамо следеће: Фед је почео да подиже каматне стопе знатно раније, већ у јуну 2004. године, док је ЕЦБ чекала децембар 2005. године и наставила је да то чини до јула 2008. године. У Европи је тек после банкротства Леман Брадерса ЕЦБ одлучила да смањи своју референтну стопу на 3,75%, што је у поређењу са референтном стопом Федералних резерви од 1,5%, знатно мање.

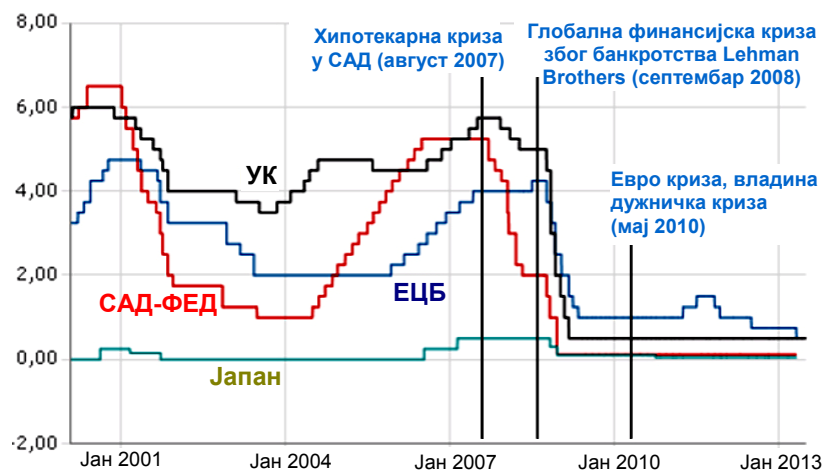
Водећи економисти ЕЦБ-а предвиђају да ће и у будућности монетарна политика остати акомодативна у кризним временима онолико дуго колико је потребно. Очекује се да ће ЕЦБ-ова кључна каматна стопа остати на садашњем или чак нижем нивоу током дужег временског периода. Традиционално, одлуке Федералног комитета за отворено тржиште подстичу и друге централне банке у свету да је следе. Практична дешавања почетком 2013. године то и потврђују: каматна стопа на федерална средства 0-0,25%, референтна стопа Банке Јапана 0-0,1%, референтна каматна стопа Велике Британије 0,5%. ЕЦБ-ова главна каматна стопа рефинансирања износи 0,5%, (слика 8).

---

<sup>212</sup> Krugman Paul R., 2012, "End this depression now!" New York: W.W. Norton & Co, p. 72.



Слика 8. Актуелне репо каматне стопе у изабраним економијама у периоду 2001-2013. године



Извор: Piazzolo, Marc (11. September 2013), Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity? Stellenbosch University p. 4

### 3.2.4. Економска и монетарна анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а

Стратегија монетарне политике евросистема садржи кључни елемент који се изражава преко квантитативне дефиниције стабилности цена, а који има за циљ да стопа инфлације буде испод, али близу 2% на средњи рок. Остали делови монетарне стратегије чине оно што се назива политика два стуба који су међусобно комплементарни. Један стуб, “монетарне анализе”, садржи оно што се назива анализа уз помоћ монетарних индикатора. Монетарна анализа (МА) се фокусира на дужи рок, експлоатишући, дугорочно гледано, везу између новца и цена. Монетарна анализа служи углавном као средство провере, из средње ка дугорочној перспективи, краткорочних и средњорочних монетарних индикатора важних за монетарну политику. ЕЦБ придаје велики значај монетарним агрегатима и томе како расту, али и проценама раста М1, М2, а посебно М3. И то је јединствено међу великим системима централних банка у свету. Ужи агрегати, као што је М1, могу да садрже неке информације о реалним активностима. Слично томе, промене у кредитима које су у приватном сектору могу бити информативног карактера о финансијским условима. Конкретно, преко монетарних и финансијских институција и кроз билансе стања могу да се обезбеде додатне информације о окружењу. Осим тога, анализа новца и кредита рано

може обезбедити информације о развоју финансијске нестабилности. Ово је од значаја јер би временом појава финансијских дизбаланса или цена имовине могла имати дестабилизирајући ефекат на активности и, на крају, утицати на цене. Уосталом, монетарна анализа може промовисати дугорочнију перспективу која може помоћи у превазилажењу кратковидности политике. Истина, дебата и контроверзе међу аналитичарима око корисности монетарне анализе су престале да постоје тек у скорије време.

Поставља се питање зашто Европски систем централних банака тако ради.

Разлог први: На средњи и дуги рок су монетарни раст и инфлација тесно повезани.

Разлог други: Кредитна анализа и анализа ликвидности омогућавају ЕЦБ-у да јасније види утицаје разних шокова.

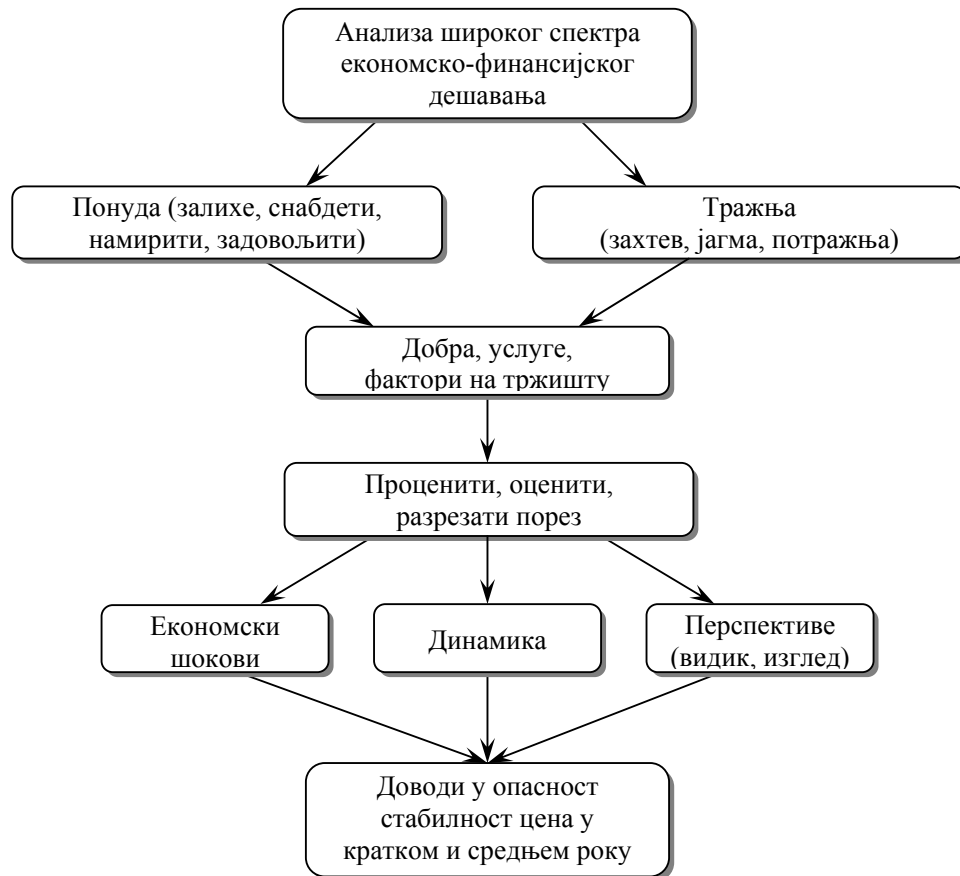
Други стуб економске анализе служи да се идентификују ризици за стабилност цена у краткорочном и средњорочном периоду. Економска анализа узима у обзир чињеницу да је кретање цена на кратак и средњи рок углавном под утицајем од стране интеракција понуде и тражње роба, услуга и тржишта фактора, (слика 9). Кроз економску анализу, ЕЦБ редовно проверава, између осталог, следеће:

- дешавања у укупној производњи на страни понуде;
- тражњу и услове на тржишту рада;
- широк спектар цена и трошковне индикаторе;
- кретање фискалне политике и
- биланс плаћања у зони евра.

Економска анализа обухвата још и анализу цене имовине и финансијске приносе. У том смеру финансијске променљиве се анализирају да би се извукле информације о очекивањима на финансијском тржишту, укључујући и очекивано будуће кретање цена. Као пример навешћемо цене обвезница, зараде, девизни курс, криве приноса, различите мере реалне активности, индикаторе фискалне политике, ценовне и трошковне индикаторе и извештаје о привреди и потрошњи. Економска анализа користи различите технике, а све у циљу да треба извући имплицитна очекивања будућих кретања цена са тржишта. Економској анализи стоје на располагању и макроекономске пројекције. Те пројекције обухватају прогнозе ЕЦБ и особља Евросистема које користе разноврсне аналитичке моделе и емпиријске анализе. Ради подизања квалитета економских анализа, пројекције ће помоћи да се синтетизује

велики број економских података ради бољих економских доказа. За то се користе различити извори података. И на крају врше се процене економске перспективе и на кратак рок осцилације око тренда присутне инфлације.

Слика 9. Економска анализа стратегије монетарне политике ЕЦБ-а



**Извор:** Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto, “The single monetary policy of the ECB”, Johann Wolfgang Goethe University “The Changing European Economic and Monetary Union” MIEP and MMF-Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, 16th May 2013, p. 36

Економисти Арестис, Бофингер, Кларида и др. (Arestis et al. 2002, Bofinger 1999, Clarida et al), истичу да таргетирање инфлације доводи до стабилизације производње, уколико се шокови јављају на страни тражње.<sup>213</sup> Међутим, ситуација је много

<sup>213</sup> Bofinger P., 1999, “The conduct of Monetary Policy by the European central Bank”, Briefing Paper for the Monetary Subcommittee of the European parliament, Brussels, а детаљније о томе видети: Arestis Philip,

сложенија ако су шокови на страни понуде, јер тада долази до пада производње и раста цена. У таквој ситуацији ЕЦБ неће одмах приступити рестриктивној монетарној политици како би се снизиле цене, већ ће инфлаторни притисак смањивати постепено. Ово је прави приступ, како истиче економиста Свенсон (Svensson E O Lars, 1997), јер ЕЦБ брине и о стабилизацији производње.<sup>214</sup> И на ову стратегију монетарне политике има замерки, те се зато предлаже да нова стратегија буде заснована на једном стубу, за чију реализацију ће се користити информације о кретању монетарних и кредитних агрегата МА.

У прилог томе ако пропратимо поједина теоријска истраживања она показују да инфлација има позитиван утицај на економију, јер омогућава флексибилнија прилагођавања у реалним зарадама. (Akerlof и остали, 1996).<sup>215</sup> Међутим, у условима када се бележи раст стопе инфлације изнад номиналних зарада, долази до њиховог реалног пада (Akerlof и остали, 2000). Бројна истраживања указују и да би стопа инфлације требало да се таргетира на ниво од 2-3%. У противном, ако се инсистира на стопи испод 2%, то ће довести до раста структурне незапослености (Wyplosz, 2001). У извештајима француског Савета за економске анализе, Артус и Виплоз (Artus and Wyplosz, 2002) наводе да је циљана инфлација ЕЦБ-а од 2% прениска и да је циљни опсег преузак. Они препоручују усвајање опсега од 1% до 4%. То у низу својих радова подржава и Свенсон (2002, 2003), где тврди да је дефиниција стабилности цена двосмислена и асиметрична. Он тврди да је експлицитна и симетрична тачка циљане инфлације од 1,5%, 2% или 2,5% и да ће обезбедити бољи ослонац за инфлаторна очекивања. Он такође тврди да, све док је циљна вредност јасно најављена, није битно да ли је опсег овакав или онакав, (Свенсон, 2002).

Значајни аргумент за одбрану ових ставова је чињеница да је од старта централне банке ЕУ 1. јануара 1999. године хармонизовани индекс потрошачких цена (НЦР) све до 2006. године је у више од 60% времена био ван таргета.<sup>216</sup> У истом периоду је стопа монетарног раста надмашивала циљани ниво од 4,5% у више од

---

Mouratidis Kostas (oktober 2002), Is there a trade Off Between Inflation and Output-Gap in the EMU Countries Output-Gap in the EMU Countries, Working paper N0 359, p. 1-14.

<sup>214</sup> Svensson E. O. Lars, 1997, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", European Economic Review, 4, p. 1111-146.

<sup>215</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, op. cit. стр. 167., а о томе опширније у раду Akerlof G., Dickens W., Perry G., 1996, *The macroeconomic of low inflation, Brooking papers on economic Activity*, N1.

<sup>216</sup> Испод, али близу 2%.

половине времена.<sup>217</sup> М1 је у истом периоду до 2006. године растао знатно брже од М3. Кризне 2007-2009. године стопа раста М3 је евидентно виша у више од половине периода од М1, све до прве половине 2009. године када М3 доживљава пад. Насупрот њему позиција М1 расте од краја првог квартала 2009. све до краја 2009. године. Од тада М1 пада до краја првог квартала 2010. године, насупрот агрегату М3 који расте. До октобра 2012. године М1 расте на нешто вишем ниво од М3. Позиције раста или пада М1 и М3 у посматраном периоду су ишле у прилог вођења акомодативне или рестриктивне политике у зависности од привредних околности на територији евро зоне, (слика 10).

Слика 10. Кретање монетарних агрегата М1 и М3 у еврозони, 2002-2012. године



Извор: <http://www.investing.com/analysis/de-unemployment-will-germany-a...>, доступно дана 22.04.2014.

Ако узмемо у обзир понашање НЦР-а у кризној 2007. години кроз четвртину посматраног периода долази до премашивања зацртаног таргета. Посебно је интересантна 2008. година где имамо знатно премашивање постављених таргета у 100% посматраног времена. Следећу 2009. годину, обележили су дефлаторни трендови,

<sup>217</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, op. cit. стр. 167., а о томе опширније у раду Wyplosz, С., 2001, "Do we Know How Low Should Inflation be?" In A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan and B. Winkler, Why price stability?, First ECB Central banking Conference, European Central Bank, стр. 15-33.

док је у 2010. години на почетку забележена дефлација, а ова година је позната да није премашиван постављени таргет, изузев последњег месеца исте године. Наредну 2011. годину је обележило знатно премашивање таргета током целе године. Ова ситуација је кулминирала 2012. године када током целе године имамо премашивање задатих таргета НИСР. Следеће 2013. године имамо стабилнију ситуацију током већег дела посматраног периода и појаву током задња три месеца дефлаторних трендова, (табела 21).

**Табела 21.** Динамика хармонизованог индекса потрошачких цена (НИСР) на простору еврозоне 2000-2013. године

Месец	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Јануар	1,9%	2,0%	2,6%	2,1%	1,9%	1,9%	2,4%	1,8%	3,2%	1,1%	0,9%	2,3%	2,7%	2,0%
Фебруар	1,9%	1,9%	2,5%	2,4%	1,6%	2,1%	2,3%	1,8%	3,3%	1,2%	0,8%	2,4%	2,7%	1,8%
Март	1,9%	2,2%	2,5%	2,5%	1,7%	2,1%	2,2%	1,9%	3,6%	0,6%	1,6%	2,7%	2,7%	1,7%
Април	1,7%	2,7%	2,3%	2,3%	2,9%	2,1%	2,5%	1,9%	3,3%	0,6%	1,6%	2,8%	2,6%	1,2%
Мај	1,7%	3,1%	2,0%	1,8%	2,5%	2,0%	2,5%	1,9%	3,7%	0,0%	1,7%	2,7%	2,4%	1,4%
Јун	2,1%	2,8%	1,9%	2,1%	2,4%	2,1%	2,5%	1,9%	4,0%	-0,1%	1,5%	2,7%	2,4%	1,6%
Јул	2,0%	2,6%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,4%	1,8%	4,0%	-0,6%	1,7%	2,6%	2,4%	1,6%
Август	2,0%	2,3%	2,1%	2,1%	2,3%	2,2%	2,3%	1,7%	3,8%	-0,2%	1,6%	2,5%	2,6%	1,3%
Септембар	2,5%	2,2%	2,1%	2,2%	2,1%	2,6%	1,7%	2,1%	3,6%	-0,3%	1,9%	3,0%	2,6%	1,1%
Октобар	2,4%	2,2%	2,3%	2,0%	2,4%	2,5%	1,6%	2,6%	3,2%	-0,1%	1,9%	3,0%	2,5%	0,7%
Новембар	2,5%	2,9%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%	1,9%	3,1%	2,1%	0,5%	1,9%	3,0%	2,2%	0,9%
Децембар	2,5%	2,0%	2,3%	2,0%	2,4%	2,2%	1,9%	3,1%	1,6%	0,9%	2,2%	2,7%	2,2%	0,8%

**Извор:** <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, доступно дана (21.04.2014.)

Ако се осврнемо на практична дешавања кроз поглед монетарне и економске анализе на територији еврозоне, и то на средњи рок, имамо следећу ситуацију: не видимо ризик за финансијску стабилност јединственог простора еврозоне која произилази из садашњег ниског нивоа каматних стопа за рефинансирање ЕЦБ-а и краткорочних и дугорочних каматних стопа, које би оправдале мере монетарне политике на европском нивоу. Штавише, средњорочни изгледи за инфлацију преко потрошачких цена на јединственом монетарном простору еврозоне су и даље слаби. Монетарна политика ће и даље остати акомодативна, све док је потребно. Уосталом,

управни савет ЕЦБ-а очекује да ће кључне каматне стопе остати на постојећем нивоу у дужем временском периоду.

Иначе, данас а и у блиској будућности постоји тенденција пристрасности ка дефлаторним тенденцијама у евро зони што значи промоцију нижег привредног раста и ниже инфлације на овом простору. То значи да постоје притисци који воде нижој тражњи и нижој инфлацији. Дакле, ЕЦБ има концепт циљане стопе инфлације, али нема експлицитну мету за незапосленост или економски раст у ЕУ. Као доказ за то имамо негативне стопе раста у 2012. и 2013. години и да је стопа незапослености порасла на више од 12% 2013. године. Уз све ово било је мало акција да се повећа агрегатна тражња. И у будућности на територији еврозоне се очекују слични трендови, (табела 22).

**Табела 22.** Остварене и прогнозиране вредности кључних варијабли еврозоне, 2012-2017. године

Година	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Стопа инфлације (потрошачке цене)	2,5	<b>1,6</b>	1,5	1,4	1,4	1,4
Стопа незапослености (ниво)	11,4	<b>12,4</b>	12,7	12,4	12,0	11,6
Главна рефинансирајућа стопа ЕЦБ (%)	0,9	<b>0,6</b>	0,5	0,5	0,5	0,7
Краткорочне каматне стопе (%)	0,6	<b>0,2</b>	0,3	0,3	0,3	0,6
Дугорочне каматне стопе (%)	4,0	<b>2,9</b>	3,0	3,3	3,7	4,0
Просек раста БДП-а евро зоне	-0,5	<b>-0,6</b>	0,9	1,4	1,5	1,6

**Напомена:** Прогнозе су дате за 2014, 2015, 2016 и 2017. годину.

**Извор:** Eurozone Forecast, Published in collaboration with Oxford Economics, Ernst & Young Quality in Everything We Do, UK company, London, June 2013, p. 9-43

Као практичну потврду актуелне теме, али на микро нивоу можемо посматрати и кроз призму економске и монетарне анализе на средњи рок, засноване на емпиријским показатељима економија чланица еврозоне у тренутку посматрања крајем трећег квартала 2013. године. Актуелна економска ситуација је у већини земаља еврозоне генерално побољшана у односу на други квартал 2013. године, али је и даље “лоша” у Француској, Грчкој, Италији, Португалији, Шпанији и Кипру. Поређења ради, процене тренутне економске ситуације у Белгији, Ирској, Финској, Холандији и Словенији су мало боље. У Аустрији и Словачкој су процене тренутне економске

ситуације испод задовољавајућег стања. Немачка и Естонија су једине земље у којима су економски стручњаци задовољни актуелном економском ситуацијом. Немачка ће наставити да расте више и снажније него друге економије еврозоне са растом БДП од 0,6% 2013. године, 1,7% у 2014. и даље 2015. године. Са јавним дугом изнад 80% БДП-а, влада Немачке ће одржавати мудру фискалну позицију. Овакву политику ће пратити реални раст плата, што ће пратити раст потрошње.

Монетарном анализом је установљено да немачка економија има далеко највећи позитиван допринос расту количине новца у еврозони. Врло сличну стратегију је користила Бундесбанка Немачке. ЕЦБ не користи М3 као таргет већ као референтну вредност. То значи да ако раст монетарног агрегата превазилази референтну вредност, она може, али и не мора, да предузме акцију смањења овог агрегата. Конкретно, такву ситуацију имамо у последњих неколико година на простору еврозоне, а посебно у Немачкој. Последњих неколико година далеко највећи допринос расту М3 је из Немачке. Француска и група мањих земаља су такође дале допринос, али супротно кроз смањење раста М3 агрегата. Кредитни раст је тренутно нарочито слаб у земљама у којима је позајмљивање посебно порасло у годинама пре почетка кризе. Овакво стање произвело је однос неизмирених кредита приватног сектора у БДП-у у овим земљама периферијама ЕУ. Конкретно, 2012. године позитиван раст количине новца је вођен у централним земљама еврозоне, док је слаба кредитна активност евидентирана пре свега у периферним економијама еврозоне-Шпанији, Португалији и Ирској, што се одражава на тренутни пад кредита у приватном сектору. Тако је, на пример, до четвртог квартала 2012. године годишња стопа раста Немачке доприносу М3 на подручју еврозоне порасла на 8,7%, до чак 14,7% у случају М1. Поређења ради, сви остали у еврозони су имали ниже једноцифрене стопе. Разлози за повећање немачког доприноса М3 агрегату су нарочито фонд ноћних депозита (позајмица), који је, без сумње, у Немачкој велики, (табела 23).<sup>218</sup>

---

<sup>218</sup> Differences in money and credit growth in the euro area and in individual euro-area countries, (july 2013), Deutsche Bundesbank Monthly Report, Frankfurt Am Main, p. 47-49.



**Табела 23.** Макроекономски резултати и пројекције  
немачке привреде у периоду 2012-2017. године

Немачка	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017
Стопа незапослености	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,0%	4,8
Раст БДП	0,9%	0,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,5%
Фиксне Инвестиције	-1,9%	-1,2%	4,2%	3,8%	3,2%	2,8%
Јавни дуг/БДП	81,9%	80,7%	80,3%	80,6%	80,7%	80,9%
Реалне плате	раст	раст	раст	раст	раст	раст
Приватна потрошња	0,7%	1%	1,2 раст	1,3%	1,2%	1,2%
Потрошачке цене (инфлација)	2,1%	1,9%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%

Извор: [http://twitter.com/#!/EU\\_Eurostat](http://twitter.com/#!/EU_Eurostat) (14.10.2013.)

### 3.3. Услови и ограничења стратегије монетарне политике Фед-а

#### 3.3.1. Утврђивање таргета у монетарној политици Фед-а-искуства и поуке

Монетарна политика Фед-а (Федералних резерви) укључује директиве, политику, изјаве и акције које утичу на доступност цена новца и кредита. Управни одбор Федералних резерви и Савезни комитет за отворено тржиште (FOMC) имају мандат да дугорочно одрже раст монетарних и кредитних агрегата сразмерно економији, уз дугорочни потенцијал за повећање производње, при чему треба да промовишу максимално запошљавање, стабилне цене и умерене дугорочне каматне стопе. Савезни комитет за отворено тржиште (FOMC) циља каматне стопе како би се постигао “двоструки циљ”-максимално повећање запослености и смањење инфлације. FOMC заправо циља каматне стопе, а банке међусобно преговарају и утврђују преконоћне стопе задуживања. FOMC управља новцем, куповином државних обвезница (када убацује новац у банкарски систем) или их продаје (када провлачи новац из система). Комитет се састаје осам пута годишње у вези са каматним стопама, али понекад одржава посебне састанке ако ванредне околности то налажу. Када комитет жели да подржи економски раст, он своју циљну стопу поставља ниско. Када

ФОМС жели да смањи инфлацију, он то ради супротно: подигне каматне стопе како би био обуздан раст. Ови циљеви су прописани 1977. године на основу амандмана Закона о Федералним резервама.

Током 60-их година и 70-их година прошлог века Фед је таргетирао каматну стопу и више био наклоњен кејнзијанским принципима. Крајем 70-их година америчке Федералне резерве се суочавају са инфлацијом тако да се мења стратегија монетарне политике. Тиме се значајна пажња поклања регулисању понуде новца, а мање каматним стопама. Овим се курс монетарне политике окреће монетаризму. Фед је крајем 1982. године истакао М1 као циљ за монетарну политику. У периоду од 1975. до 1984. године стварне стопе монетарног раста су у већинском периоду надмашивале циљане, (табела 23). Фед је престао да најављује кретање опсега за М1 у 1987. години, (табела 24).

**Табела 24.** Таргетирана и остварена стопа раста М1, САД у периоду 1975-1984. године (квартално)

Година	Таргетирани распон (%)	Стварна стопа раста (%)
4Q75-4Q76.	4,5-7,5	5,8
4Q76-4Q77.	4,5-6,5	7,9
4Q77-4Q78.	4,0-6,5	7,2
4Q78-4Q79.	4,5-7,5	6,8
4Q79-4Q80.	4,0-6,5	6,9
4Q80-4Q81.	3,5-6,0	2,4
4Q81-4Q82.	2,5-5,5	9,0
4Q82-4Q83.	4,0-8,0	10,3
2Q83-4Q83.	5,0-9,0	7,4
4Q83-4Q84.	4,0-8,0	5,2

**Извор:** Broodus Alfred, Goofriew Marvin (November-December 1984), Base driftand the long run growth of M1: Experience from a decade of monetary policy, Economic review, p. 7

Занимљиво је да је Фед деценијама објављивао податке о кретању новчане масе, а дуги низ година је постављао циљеве за раст новчане масе. Међутим, у протекле две деценије велики број догађаја је покварио однос између раста новчане масе и резултата привреде САД. У јулу 2000. године Федералне резерве објављују да више не постављају распоне за раст новчане масе. Са историјског аспекта посматрано, главна

каматна стопа Фед-а је обично била између 2-5%. То је заправо због тога што су Федералне резерве дошле до закључка да здрава економија најбоље функционише са циљаном инфлацијом од 2% (стопа базне инфлације). Као резултат тога у САД је последњу четвртину века пред финансијску кризу 2008. године обележио период ниске инфлације и релативно стабилан раст, што су прекинула само два периода релативно благе рецесије. Генерално посматрано, Федералне резерве су неколико деценија доследно спроводиле антиинфлациону политику.

Прва рецесија је у САД трајала шеснаест месеци (од новембра 1973. до марта 1975. године). У 1973. години инфлација је скоро утростручена са 3,9% на 9,6%. Фед је удвостручио каматне стопе од 5,75% до максимума од 11%. Међутим, инфлација је остала на двоцифреном нивоу све до априла 1975. године. Федералне резерве су наставиле подизање главне каматне стопе до 13. јула 1974. године, а затим је драматично снизиле на ниво од 7,5% јануара 1975. године. Ове нагле промене у стратегији монетарне политике су познате као “*stop-go*” монетарна политика. Искуство Фед-а у овом периоду сугерише да су инфлаторна очекивања критичан фактор у спровођењу монетарне стратегије.

ОПЕК је окривљен за четвороструко повећање цена у периоду од неколико месеци у 1973. години. Међутим, није само то изазвало рецесију. Неколико фактора је томе допринело. Прво, САД су се удаљиле од златног стандарда и штампале више новца. Овај период је окарактерисан као време где је “превише долара јурило сувише мало робе”. Друго, председник Никсон је покренуо контролу плата и цена. Превисоке плате су натерале предузећа да отпуштају раднике. Резултат је био стагфлација и три узастопна квартала негативног раста БДП-а и то: у Q3 1974: -3,9% (-3,8%); 1973, у Q4-1,6% (-1,6%); 1973, у Q1 1975: -4,8% (-4,7%). Незапосленост је достигла врхунац од 9% у мају 1975. године. Два месеца након рецесије она је технички завршена.

Друга рецесија је покренута када су Фед под председавањем Пола Вокера (Paul Volcker, 1979-1987.) усвојиле чврсту монетарну политику крајем 1979. године, као одговор на високу инфлацију. То је резултирало дубоком рецесијом 1981-1982. године. Као резултат тога, од септембра 1982. до јуна 1983. године имамо високу незапосленост, више од 10%. БДП је био негативан у 6 од 12 квартала. Фед су подигле каматне стопе федералних фондова на преко 20% у циљу борбе против инфлације, која је пала са нивоа од 13,5% 1980. године на 1,9% у 1986. години. На врхунцу кризе почетком 80-их година прошлог века инфлација је износила 13,5% а стопа незапослености 9,7%.

У последње две деценије 20. века инфлација је достигла просек од око 5% на годишњем нивоу. Већим делом председавања Фед-ом Алана Гринспена (Alan Greenspan, 1987-2006.), “маестра” економије САД, инфлација је била стабилна и кретала се у распону од 2% до 4%, уз континуиран привредни раст и задовољавајућу стопу незапослености. Током прве половине 2000. године стопа незапослености је била испод 5%.

Период од 2000-2008. године је обележила просечна стопа инфлације од 2,4%. Најнижа главна каматна стопа Фед-а је пала на око 1% у 2002. години. У периоду од 2002. до 2005. године Федералне резерве су предуго држале главну каматну стопу доста ниско. И на крају акомодативну монетарну политику под вођством председника управног одбора Федералних резерви Бена Бернанкеа (Ben Bernanke, од 2006. до данас), прати чињеница да економска активност расте умереним темпом, изузев 2008-2009. године, уз чињеницу да Фед губи свој циљани проценат инфлације од 2%, 2012. године, (табела 25 и слика 11).

**Табела 25.** Динамика инфлације и бруто домаћег производа у САД у периоду 1960-2012. године

Година	Стопа инфлације-СРІ	Стопа раста БДП-а у сталним ценама
1960.	1,92	2,6
1970.	3,36	0,2
1980.	11,68	-0,2
1990.	5,50	1,90
1991.	1,67	-0,10
2000.	3,00	4,10
2001.	3,73	1,00
2002.	1,14	1,80
2000-2007. (просек)	2,40	1,90
2008.	4,28	-0,30
2009.	0,03	-2,80
2010.	2,63	2,50
2011.	1,63	1,80
2012.	2,93	2,80

**Напомена:** Индекс СРІ.

**Извор:** Ауторски приказ на основу података “The statistics portal” а на основу извештаја Бироа за економске анализе (BEA) и US Department of Commerce или доступно на адреси сајта [http://statista.com/graphic/1/188165/annual-gdpgrowthinflation\\_rate-of-the-united-states-since-1990-2012](http://statista.com/graphic/1/188165/annual-gdpgrowthinflation_rate-of-the-united-states-since-1990-2012), доступно дана 05.05.2013.

**Слика 11.** Стопа инфлације и незапослености у току мандата три председника Америчких Федералних Резерви



**Извор:** Ауторски приказ

Укупно посматрано економисти овај период, који је трајао последње три деценије, називају “великом умереношћу” у САД. Као потврду тога имамо податак да је стопа привредног раста САД у периоду 1947-2013. године била у просеку од 3,23%. Истина, у кризним годинама (2007-2009.) САД је пратила виша стопа незапослености, највиша 10% децембра 2010. године, уз релативно задовољавајућу стопу инфлације у посматраном периоду, (табела 26).

**Табела 26.** Стопа незапослености и стопа инфлације у САД у периоду 2006-2009. године

Година	Стопа незапослености	Годишња инфлација
2006.	4,6%	2,5%
2007.	4,6%	4,1%
2008. јун	5,5%	5,0%
2008. децембар	7,2%	0,1%
2009. јун	9,5%	-1,2%
2009. децембар	10,0%	2,8%

**Извор:** Mishkin S. Frederic (2012), Macroeconomics policy and practice, Columbia University, p. 302

Алтернатива актуелном мандату у условима постеконomsке и постфинансијске кризе је да Фед замени свој двоструки мандат исказан кроз запосленост и стабилност цена, једним мандатом а то је ценовна стабилност. Овај предлог често иде заједно са предлогом за Фед, коме треба дати да циљ монетарне политике буде исказан кроз тзв. нумерички циљану стопу инфлације. Федералне резерве ће онда бити у обавези да остваре свој циљ на сталној основи. Неки званичници Фед-а сматрају да Федералне резерве треба да буду мање фокусиране на краткорочне прогнозе инфлације, с тим да треба вратити инфлацију до циља од 2% на дуги рок.

И најновије студије иду у сличном смеру сугеришући да би Федералне резерве утицале значајно на економски раст, чак и ако инфлација буде преко 2% “на одређено време”. Почетком 2012. године FOMC је најавио дугорочни циљ за инфлацију од 2%. FOMC верује да ће експлицитни инфлациони таргет помоћи да се задрже дугорочна инфлаторна очекивања чврсто усидрена, чиме се постиже стабилност цена и умерена дугорочна каматна стопа и јача способност Комитета за промовисање максималне запослености у светлу значајних економских поремећаја. Чак и пре званичног објављивања, многи економисти су дуго сматрали да је Фед имао режим циљања инфлације. Једна од новина је да би требало размотрити питање гарантовања одржавања каматне стопе Фед-а који је на историјски ниском нивоу, док је стопа незапослености и даље изнад 6,5%.

Истина, монетарна политика Федералних резерви САД је знатно ближа концепту флексибилног циљања инфлације као оквира монетарне политике кроз низ корака спроведених у последњих десет година. Као потврду тога имамо податак да Фед фаворизује транспарентну монетарну политику, јавне циљеве више и боље комуникације, са кораком даље почетком 2012. године, при чему ова установа најављује циљеве за инфлацију и незапосленост на препоруку FOMC-а. Иначе, подаци показују да “америчка јавност” тренутно очекује да ће стопа инфлације током наредне године у просеку бити мања од 2%. Десетогодишње очекивање је у ствари 1,38% годишње. Актуелна неуралгична тачка за Фед у посткризним условима је да има две алтернативе и то: да незапосленост смањује као свој таргет или да незапосленост има свој “праг” као доњу границу. Економски модел ове студије показују да је праг смањења незапослености, уз побољшање економских перформанси, да незапосленост достигне 5,5%. Све ове пројекције се делимично слажу са проценама FOMC-а, СВО-а и ММФ-а, (табела 27).

**Табела 27.** Пројекције БДП-а и стопе незапослености FOMC-а, CBO-а и MMФ-а за САД, 2013-2014. године

(у %)

FOMC	Пројекције стопе незапослености		Пројекције БДП	
	2013.	2014.	2013.	2014.
	7,3-7,5	6,5-3,5	2,3-2,8	2,9-3,4
CBO	7,9	7,8	1,9	3,0
MMФ	-	-	1,9	3,0

**Извор:** Board of Governors of the Federal Reserve System, Minutes of March 12 FOMC Meeting, Projection Materials, at <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>, and International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2013, Table 1.1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>. and CBO Budget and Economic Outlook, February 2013, at <http://www.cbo.gov/publication/43907>, доступно дана 18.04.2013.

### 3.2. Инструменти монетарне политике Фед-а

У погледу остваривања циљева макроекономске политике, Федералне резерве САД имају на располагању три главна инструмента монетарне политике и то: операције на отвореном тржишту, дисконтну стопу/политику дисконтног прозора и обавезне резерве.

Операције на отвореном тржишту су најзначајнији инструмент монетарне политике, који је први пут уведен 1922. године и тада га је Фед прогласио својим основним инструментом. Овај инструмент се иначе у већој мери користи од 1914. године. На почетку су ове операције биле изузете из монетарне политике и подређене жељи да се подстакне развој њујоршког тржишта новца (вештачко, административно форсирање раста тржишта како би се парирало тада водећем лондонском тржишту). Преокрет који је настао маја 1922. године, када је овај инструмент постао примарни алат монетарне политике, резултирао је тиме да су државне ХОВ чиниле 61,5% хартија у Фед-овом портфељу. Прве операције у 1922. години сигнализирају почетак нове ере у оквиру активности Фед-а. Агресивна акција да се заустави рецесија у привреди САД 1923. године кроз велику куповину државних хартија од вредности је била јасан доказ моћи операција на отвореном тржишту да се утиче на доступност кредита у банкарском систему. Од тада у наредним годинама учешће државних хартија од вредности у Фед-овом портфељу САД-а износи од 50% до 95%. Током велике

економске кризе 1934. и 1935. године учешће државних хартија постаје доминантно у Фед-овом портфељу и износи 100%, (табела 28).

**Табела 28.** Учешће државних хартија од вредности у Фед-овом портфељу у периоду 1915-1935. године

На крају године	Државне хартије од вредности	
	Милиони долара	Као % од укупног броја
1915.	16,0	19,8
1916.	55,0	31,2
1917.	122,0	31,4
1918.	238,0	45,5
1919.	300,5	80,8
1920.	287,4	60,6
1921.	234,1	61,8
1922.	433,4	61,5
1923.	133,6	27,5
1924.	540,2	58,3
1925.	374,6	50,2
1926.	314,8	45,2
1927.	560,0	64,4
1928.	197,2	31,1
1930.	686,1	70,4
1931.	774,6	78,3
1932.	1.851,1	99,8
1933.	2.435,3	95,7
1934.	2.430,3	100,0
1935.	2.430,3	100,0

**Извор:** Marshall D, “Origins of the use of Treasury debt in open market operations: Lessons for the present”, Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q/2002, *Economic Perspectives* p. 48

Као што се види из табеле 28, до 1934. године тај проценат се попео на 100%, чиме је Фед директно подредио монетарну политику САД потребама фискалне политике кејнзијанског типа. За разлику од времена када је Фед куповао/продавао хартије од вредности на слободном тржишту, ова пракса је убрзо напуштена. Тиме Фед добија властитог брокера (део FOMC-а, као посебног правног лица 1935. године), који има привилегију састављања спискова са овлашћеним партнерима са којима Фед тргује.



Иначе, савремена методологија рада FOMC-а подразумева да се он састаје сваких шест недеља да би одредио циљ каматне стопе федералних фондова, а понекад се састаје и, “*ad hoc*” ако жели да промени свој циљ између редовних састанака. FOMC се састоји од седам Фед-ових гувернера, председника њујоршког Фед-а, и четири од једанаест регионалних председника банака који се бирају на ротирајућој основи. Ово значи да се више не могу сви тржишни учесници наћи у улози купца/продавца хартија од вредности од Фед-а, чак и ако то желе. У случају да се у оптицају јави вишак новца, Федералне резерве ће преко FOMC-а продајом хартија од вредности практично “извући” један део новца из оптицаја. Супротно, ако се јави потреба за већом количином новца, куповином хартија од вредности, Федералне резерве преко FOMC-а пуштају један део новца у оптицај. Када Федералне резерве купују хипотекарне хартије од вредности, купују их по тржишним ценама од приватних установа попут инвестиционих банака. Када Федералне резерве државне хартије од вредности купе од америчког Министарства финансија, када се први пут појаве на аукцији, новац ће ићи влади САД. У већини случајева, међутим, Федералне резерве купују државне хартије од вредности на отвореном тржишту, због чега се таква куповина назива операцијом на отвореном тржишту.

Ако пропратимо реакције Фед-а кроз спровођење операција на отвореном тржишту, хронолишки кроз историју, имамо следећи редослед битних дешавања. Прва велика агресивна акција Фед-а под руководством Бенџамина Стронга (Benjamin Strong, 1914-1928.), да се заустави рецесија у 1923. години је била употребљена кроз велику куповину државних хартија од вредности, кроз главни циљ подстицања привредног раста. Током велике депресије у САД 1930-1933. године, Фед повећава понуду банака куповином јавног дуга путем операција на отвореном тржишту. У интервјуу из 1999. године, добитник Нобелове награде за економију Милтон Фридман наводи да су Федералне резерве дефинитивно изазвале Велику депресију. Као потвдру таквих понашања имамо и резултат конфузне монетарне политике која се испољавала на једној страни кроз форсирање експанзивне монетарне политике изражене преко јачања операција на отвореном тржишту путем куповине хартија од вредности од стране Фед-а, а с друге стране кроз одустајање од такве политике појединих резервних банака САД. Као резултат Велике депресије 1930. године, Конгрес САД је по први пут дао овлашћење да Фед мења стопе обавезне резерве и да регулише берзанске маргине.

Врло интересантан начин понашања Фед-ових операција на отвореном тржишту имамо током другог светског рата када се ова монетарна установа формално обавезала

да одржава ниске каматне стопе на државне обвезнице 1942. године, након што су САД ушле у други светски рат. Тиме је Фед током другог светског рата, подредио своје пословање помагању владе САД. Током другог светског рата Фед се концентрисао на одржавање “ниске” каматне стопе како би могао да прода довољно обвезница за финансирање рата. Фед је тада био приморан да се одрекне контроле над великом количином свог портфеља и новчаном масом.

Нова кејнзијанска економска филозофија тог времена усмеравала је понашање операција на отвореном тржишту, кроз значај ниских каматних стопа хартија за промоцију инвестиција, запошљавања, и опоравак од рата, са резултатом да је за око деценију постало готово дужност Федералних резерви, а то је оно што се понекад назива “ниска каматна стопа стандард народа САД”.

После рата као образложење за Федералне резерве и наставак куповине операцијама на отвореном тржишту је била жеља трезора да се каматама држи 250 милијарди долара јавног дуга и страх од послератне депресије, на основу кејнзијанског начина понашања економије. Касније, имамо ситуацију да након почетка корејског и вијетнамског рата Фед продаје хартије од вредности чиме задржава ниске каматне стопе на државне хартије од вредности као директну подршку финансирању ових ратова.

Истина, Фед је потврдио поново своју независност 1951. године, постигавши споразум са Трезором да политика Федералних резерви преко операција на отвореном тржишту не треба да се подреди финансирању трезора. После тога, каматне стопе су се више слободно формирале, а Федералне резерве су могле поново користити операције на отвореном тржишту и имале већу слободу да подигну дисконтне стопе. Доказ за то имамо током 1950-их година, пуштајући каматне стопе да нађу природни ниво кад год је то могуће, али и користећи кредитне контроле да обуздају шпекулативне нападе у 1953, 1956-1957, 1959-1960. и да се смањи рецесија и незапосленост у 1954, 1958, 1960. и касније. Ипак, за разлику од већине других земаља у којима је централна банка пажљиво контролисана од стране владе, систем Федералних резерви ужива независност у остваривању своје главне функције кроз контролу новчане масе.

Током првих послератних деценија, Фед користи операције на отвореном тржишту и дисконтну стопу како би утицао на краткорочне каматне стопе и каматну стопу Федералних резерви, која се појавила као преферирани оперативни циљ. Као резултат смо имали ниску и стабилну инфлацију од 1950-их и раних 1960-их година. Међутим, већ од средине 1960-их година, инфлација у САД је почела да се пење на

горе. Током 1970-их инфлација је постала редовна карактеристика америчког живота, са годишњим повећањем индекса потрошачких цена (CPI), који су редовно прелазили 10%.

Конгрес је дао овлашћење 1966. године да Фед-у купи дуг америчких агенција, као што су стамбена предузећа која влада спонзорише као одговор на кредитне кризе, те године. Испрва, FOMC ограничава своје активности у агенцији за хартије од вредности на краткорочне уговоре о поновном откупу, али Конгрес САД притиска Фед да спроведе потпуну куповину. Фед понекад експлицитно прети законодавством утврђивањем куповина и смањивањем законске независности Федералних резерви. Године 1971. године, FOMC попушта и почиње потпуну куповину дуга стамбених предузећа које је влада спонзорисала. Оно што је било евидентно понекад је да су Федералне резерве путем операција на отвореном тржишту имале тенденцију да се увек приклањају изабраним званичницима, или су присиљаване да то ураде по питању монетарне и укупне економске политике. Као доказ за то имамо ситуације да Федералне резерве редовно извештавају Конгрес САД и морају да одговоре на питања и решавају питања важних за Горњи и Доњи Дом и Сенат.

Прави тест за ефекат спровођења операција на отвореном тржишту у том периоду имали смо кроз појаву рецесије у САД 1969. године, кроз понашање Фед-а. Фед тада повећава куповину хартија од вредности путем операција на отвореном тржишту у циљу стимулације потрошње. Средином 60-их година 20. века креатори монетарне политике су суочени са констатцијом да је постигнут компромис на дуги рок између инфлације и незапослености. Ово веровање их је довело да следе веома експанзивну монетарну политику путем операција на отвореном тржишту у том периоду. Међутим, то је имало контра ефекат што је изазвало још већу инфлацију, коју је администрација председника Никсона настојала да обузда контролом плата и цена кроз програм економске стабилизације. Иначе, овакав програм је само делимично укротио инфлацију, која је ипак пала средином 1970-их. У истом периоду каматне стопе су порасле на историјски максимум средином 1970-их година. Међутим, цене су поново почеле да се убрзавају до тачке да је до краја те деценије, обуздавање инфлације заменило смањење незапослености као примарног привредног приоритета Картерове администрације. Политика Фед-а је настављена у истом обрасцу кроз даљу куповину хартија од вредности путем операција, али је криза достигла свој врхунац кроз инфлацију у периоду 1979-1981. године. Тадашњи председник Федералних резерви САД Пол Вокер 1979. године се одлучује да уместо циљања каматне стопе

користи M1 као свој циљ. Међутим, до октобра 1982. године циљање M1 је окончано, јер је однос између M1 и номиналног БДП-а поремећен, те је од стране Федералних резерви (FOMC-а), дефинитивно напуштен 1986. године. Даљи покушај циљања раста ширих монетарних агрегата M2 и M3 је био безуспешан, па је и он напуштен до краја 1993. године.

Упркос бројним сугестијама из администрације САД од 1987-1991. године да је монетарна политика сувише рестриктивна, председник САД, Буш и поред свега је Алана Гринспена поново поставио за председника Одбора гувернера Фед-а. У циљу да се обузда инфлација Фед појачава акције операција на отвореном тржишту у САД почетком 90-тих. Овим оне добијају нову улогу на финансијском тржишту кроз издато саопштење тадашњег гувернера Алана Гринспена кроз спремност да оне служе пре свега као извор ликвидности и подршке економском и финансијском систему. Од тада, Фед је користио монетарну политику и операције на отвореном тржишту разноврсно. То значи да када је требало 1989. године, попуштањем монетарних стега тј. смањењем дисконтне стопе Фед је повећао понуду новца путем операција на отвореном тржишту и учинио је рецесију мање оштром него што би то могла бити. Насупрот овоме, претходне 1988. године је прибегао оштрој рестрикцији смањењем понуде новца путем операција на отвореном тржишту. Оно што је карактеристично је да се каматна стопа на Федералне резерве углавном смањивала у кризним условима и обратно. То потврђују и позитивни исходи у погледу кретања главне каматне стопе за САД у Персијском рату и трошкови уједињења две Немачке.

Импресивни резултати које је Фед постигао путем операција на отвореном тржишту крајем 80-тих важе и за 90-те године. Већ 1996. године у условима успоравања привредне активности Фед је те године све мање био спреман да посегне за рестриктивним мерама монетарне политике. Међутим, у страху од инфлаторних очекивања Фед 1997. године ипак прибегава рестрикцији понуде новца путем операција на отвореном тржишту. Све ово указује на монетаристичку ноту актуелног гувернера САД, Алана Гринспена који скоро увек и само реагује на инфлацију, али не и на успоравање привредног раста. Током 90-тих за Фед и друге централне банке у свету важило је правило да је лакше спречити инфлацију него је смањити када се она отргне контроли. Алан Гринспен је такође добио високе оцене за повећање транспарентности политике Фед-а. У 1994. години, он је почео најављивати циљеве за каматну стопу на Федералне резерве, јавно на састанцима FOMC-а. Већ од 1998. године, он је почео објављивати још више детаља са састанака FOMC-а. Гринспенов

мандат обележен је углавном смањивањем инфлације, нижом незапосленošћу и најдужом мирнодопском економском експанзијом у историји САД.

Историјски гледано, Федералне резерве су користиле операције на отвореном тржишту за подешавање снабдевања новцем банкарског сектора и како да задрже стопу на федералне фондове. Операције на отвореном тржишту су се одвијале у релацијама каматних стопа по којој депозитне институције позајмљују средства резерве другим депозитних институцијама тзв. преконоћне позајмице-око циља утврђеног од стране FOMC-а. Исто тако стоји чињеница да у пракси Федералне резерве никада нису напуштале политику циљања каматне стопе, првенствено путем политике операција на отвореном тржишту, али с друге стране, никада нису ни прихватиле ригорозну примену истинског монетаризма.

Током 2000-тих FOMC је акцијама путем операција на отвореном тржишту био посвећен постизању средњорочне стабилности цена и деловао је у складу са тим циљем. Бен Бернанке актуелни председник Фед-а се залагао током прве половине 2000-те године за агресивну стимулативну монетарну политику путем операција на отвореном тржишту у циљу регулисања понуде новца у складу са циљаном инфлацијом од 3-4%. Дакле, по њему рецепт за монетарну политику тада је био да она треба да буде више стимулативна, што указује да већу тежину треба дати запошљавању од стабилности цена. У САД, рецесија у 2001. години и спор опоравак “гура” инфлацију близу нуле у 2003. години Као одговор, Федералне резерве спуштају каматну стопу на федералне фондове до 1,0%. Овим Фед води комотну монетарну политику и у складу с тим имамо понашање FOMC-а, преко операција на отвореном тржишту. Економисти спекулишу да би даље слабљење привреде САД могло изазвати да федералне интересне стопе буду на нули. Ипак, како се испоставило, економски раст у САД се повећао. Фед није имао бриге око нулте доње границе главне каматне стопе САД, све до глобалне финансијске кризе 2008. године.

Од почетка глобалне финансијске кризе па све до 2011. године у постпериоду ове кризе, по Бену Бернанкеу монетарна политика је моћан алат, али она не може да реши проблеме са којима се суочава економија САД. У условима високе незапослености у САД током 2008. године, Фед-ов конвенционални алат кроз каматну стопу на Федералне резерве је био близу нуле, па се ова установа морала окренути ка избору различитих неконвенционалних монетарних политика. Ова недавна финансијска криза је дефинитивно потврдила да операције на отвореном тржишту саме не могу бити довољне за испуњавање законског мандата Фед-а. Федералне резерве су

током кризне 2007-2009. године све до данашњих дана, одговориле тако што су ставиле своја средства на располагање депозитним институцијама (пре свега пословним банкама), кроз куповине путем операције на отвореном тржишту хартија америчког трезора и хипотекарних хартија од вредности (популарно познате као “квантитативно ублажавање релација у привреди”) и кроз кредитне олакшице. Поред тога, Фед је створио низ додатних начина за кредите доступне ширем спектру финансијских институција, као и кредите небанкарским финансијским посредницима. Ове иновације су биле без преседана у необичним и ванредним околностима какве су задесиле САД током најновије глобалне финансијске кризе.

Посматрано кроз историју интервенције Федералних резерви су већински биле ограничене на банкарски систем САД. FOMC не врши директну продају хартија од вредности, већ издаје директиве Њујоршкој банци за Федералне резерве. Постоје два типа операција на отвореном тржишту:

1. директна куповина и продаја и
2. куповина хартија од вредности према споразуму о реоткупу и продаја хартија уз обавезу поновног откупа, тзв. обрнути репо.

У директној продаји и куповини хартија од вредности Фед купује или продаје хартије од вредности на отвореном тржишту без икаквих даљих обавеза у вези са трансакцијама. То заправо значи да ако Фед купи хартије од вредности, он није обавезан да их прода изворном продавцу. И обратно, ако Фед прода хартије од вредности, тада купац те хартије од вредности није у обавези да их поново прода Фед-у.

У овиму споразуму о реоткупу, Фед купује хартије од вредности, а дилер се притом обавезује да ће поново откупити те исте хартије одређеног дана и по одређеној цени. Обратно, обрнуте репо трансакције иду заједно са интересом Фед-а, као алат за контролу краткорочне каматне стопе када је централна банка спремна да нормализује стопе на врло кратак рок, а које су у складу и у оквиру задатака монетарне политике. Преко обрнутих репо трансакција Фед продаје хартије од вредности дилеру обавезујући се притом да ће их поновно откупити одређеног дана и по одређеној цени, што заправо представља кредит који дилер одобрава Фед-у. Кроз концепт обрнутих репо трансакција укључују се америчке филијале страних банака, фондови тржишта новца и хипотекарне агенције Фани Меј и Фреди Мек. Федералне резерве обично

реализују репо и обрнуте трансакције за мање од 14 дана (најчешће 7 дана), а обрнуте репо трансакције за 7 дана.

У САД су се најчешће користиле репо и обрнуте репо трансакције на кратак рок у сврху привременог мењања понуде новца депозитних установа. Ако пропратимо практична дешавања у САД у периоду од 1996-2010. године, тј. финансирање од америчких примарних дилера које укључују америчку владу, федералну агенцију, корпоративну и федералну агенцију за МБС хартије, растући примат заузимају репо трансакције над обрнутим репо трансакцијама све до 2008. године. Од 2009. године присутан је силазни тренд у маси укупних трансакција репо и обрнути репо, али са констатацијом да репо трансакције и даље заузимају доминантно место.

**Табела 29.** Однос репо и обрнутих репо трансакција САД у периоду 1996-2010. године  
(у милијардима долара)

Година	Репо трансакције	%	Обрнуте репо трансакције	%
1996.	900	56,25	700	43,75
1997.	1.100	53,66	950	46,34
1998.	1.250	54,35	1.050	45,65
1999.	1.200	55,30	970	44,70
2000.	1.220	53,98	1.040	46,02
2001.	1.850	61,46	1.160	38,54
2002.	2.100	54,55	1.750	45,45
2003.	2.250	58,44	1.600	41,56
2004.	2.940	60,74	1.900	39,26
2005.	3.130	61,98	1.920	38,02
2006.	3.260	64,68	1.780	35,32
2007.	3.900	62,31	2.359	37,69
2008.	3.950	60,86	2.540	39,14
2009.	2.400	63,16	1.400	36,84
2010. Q1	2.350	61,68	1.460	38,32
2010. Q2	2.450	57,65	1.800	42,35

**Извор:** SIFMA

*Политика дисконтног шалтера* је други инструмент монетарне политике који је често коришћен у САД. Тачније, дисконтна каматна стопа на кредите је терет пословних банака и других депозитних институција на кредите које добијају уз

кредитне олакшице од регионалних банки Федералних резерви. Током година транзиција регионалних кредитних тржишта на националном тржишту кредита је постепено произвела националну дисконтну стопу САД која је постала јединствена. Основна сврха дисконтног кредитирања је да се обезбеди краткорочна финансијска стабилност како би се спречио колапс финансијских институција које су доживљавале кризу ликвидности. Отуда систем Федералних резерви утврђује дисконтну стопу на примарне кредите. То је каматна стопа на кредите које банке чланице позајмљују директно од Фед-а. Ова стопа је утврђена на близу 100 базних поена више изнад циљане каматне стопе федералних фондова. Идеја је да се подстакну банке да траже алтернативне изворе финансирања пре употребе “опције” као што је примарна дисконтна стопа кроз форму примарног кредита. Каматна стопа за примарни кредит је 100 базних поена изнад циљне каматне стопе федералних фондова и њу називамо *примарном дисконтном стопом*.

У оквиру програма усвојеног 2003. године, примарна кредитна стопа се утврђује најмање на сваких 14 дана и одређује се од стране Управног одбора Федералних резерви. Очекује се да ће примарне кредите велике банке врло брзо вратити. За веће банке рок је крај следећег радног дана. Истина, трајно расположиви есконтни кредит је доступан добрим и здравим банкама којима се дозвољава да се задужују колико желе. Друга врста кредита су тзв. *секундарни кредити*, који су постављени на 50 базних поена изнад есконтне стопе на примарне кредите и доступни су само банкама које не испуњавају услове за примарни кредит. Банке се обраћају за секундарни кредит ако су неликвидне на кратак рок и/или ако имају дугорочне потешкоће које саме не могу да превазиђу, при чему се не очекује да ће брзо вратити кредит. И трећа врста кредита путем политике “дисконтног прозора” су *сезонски кредити*. Ови кредити су намењени банкама које имају сезонске флукуације у депозитима у периодима годишњих одмора, као и банкама које су везане за кредитирање пољопривреде. Каматна стопа на ове кредите је обично везана за просечну каматну стопу на федералне фондове.

Оно што је интересно да су повластице дисконтног прозора (*discount window*) до 80-тих година 20. века могле користити само чланице банкарског система Фед-а, које су морале да издвајају обавезну резерву на депозите, по стопама који је прописивао Одбор гувернера. Након усвајања Закона о дерегулацији депозитних институција и монетарној контроли 1980. године, настаје прекретница, дакле банке регистроване од стране федералних држава, морају да издвајају обавезне резерве, где на погодности операција дисконта могу рачунати и те банке.



Пре јануара 2003. године политика “дисконтног шалтера”, састојала се од кредита за прилагођавање и кредитних и проширено сезонских кредитних програма. Уобичајена каматна стопа на кредит за прилагођавање била је мања од каматне стопе Федералних резерви, обично од 25 до 50 базних поена током 1990-тих. За решавање неспремности банака да се задужују, Борд Федералних резерви заменио је постојеће кредите за прилагођавање и проширене кредитне програме са основним и средњим кредитним програмима, почев од јануара 2003. године, задржавајући сезонске кредитне олакшице. Промене у политици “дисконтног шалтера” десиле су се више пута у последњих неколико година. На пример, Фед је либерализовао “политику дисконтног шалтера” кроз попусте у очекивању могућих промена са ликвидношћу у привреди. Од 1. октобра 1999. године до 7. априла 2000. године су успоставиле посебну базу ликвидности, без потребе да се кредит тражи на неком другом месту. Након напада на Пентагон и светски трговински сентар у септембру 2001. године, Федералне резерве су поново охрабриле депозитне институције којима је потребан кредит због проблема неликвидности да позајме преко “дисконтног шалтера”. Током финансијске кризе која је почела у лето 2007. године неколико корекција је направљено да се подстакну институције да позајмљују од “дисконтног шалтера”. То је укључивало продужење максималног рока у пакету основног кредитног програма за 30 дана у августу 2007. године, а затим на 90 дана у марту 2008. године. Од марта 2010. године максимални рок на попуст код кредита на шалтерским кредитима је смањен.

Ако пропатимо практична дешавања у САД током велике глобалне финансијске кризе политику дисконтног шалтера са више од 30 000 попушта у време кризе 2007-2009. године користило је 20% малих америчких банака и 60% великих. Максималан износ у доларима на један дан путем политике дисконтног шалтер износио је 60 милијарди америчких долара. Банке “Bank of America” и “Wells Fargo” су користиле ову позајмицу у износу од 50 милијарди долара. Следећи највећи дневни кумулативни износ позајмице имали су Dexia (37 милијарди долара), JP Morgan Chase, Barclays и Derfa (око 30 милијарди долара сваки). То усталом показују и новчана средства која су “убризгавана” путем политике дисконтног шалтера у преткризном периоду 2003-2006. године која су мања и у кризном периоду 2007-2009. године која су знатно виша, (табела 30).

**Табела 30.** Ликвидност “убризгавана” од стране Федералних резерви  
путем политике дисконтног шалтера, 2003-2009. године

Година	У доларима
2003-2006.	170 милиона долара (просек сваке недеље) или укупно 30,8 милијарди долара
Август 2007-децембар 2009.	Више од 30 000 попушта путем дисконтног шалтера у износу од 15 билиона долара

**Извор:** Berger N. Alen, Black K. Lamont, Bouwman H.S. Christa, Jenifer L. Dlugosz (July 2013), The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs: “Pushing on a String? ”, Technical report, Working Paper, p. 2

И трећи инструмент монетарне политике који је доступан систему Федералних резерви обезбеђује банкама доступан извор ликвидности који недостаје националном банкарском систему. Банке су имале обавезу да држе у резерви различите проценте у зависности од њихових депозита по виђењу. *Систем обавезних резерви* у САД је врло јак инструмент регулације који је уведен давне 1927. године са циљем да се неутрализује ефекат великог прилива злата из Европе. У почетку су обавезне резерве примењиване само на банке чланице Фед система. Од 80-их година 20. века уводи се обавеза примене обавезних резерви за све депозитне институције (кредитне уније, штедионице, штедно-кредитне задруге и друго.). Истина, у пракси монетарног система САД овај инструмент је био најмање присутан и коришћен.

Почетком прошлог века Федералне резерве су постале савезник банкарског система ширећи своју оригиналну реактивну улогу последњег повериоца и гаранта ликвидности банкарског система. Овај инструмент монетарне политике је као и финансијски систем током времена еволуирао тако да су од 1931. године Федералне резерве напустиле став да су резерве потребан или користан извор ликвидности. Мењајући своју улогу, банке држе резерве код Федералних резерви како би био онемогућен прираст нових кредита и њихова претерана експанзија. Међутим, у временима финансијских криза и паника банкарског система, упркос присуству обавезних резерви, постало је очигледно да сви ови захтеви од обавезних резерви заиста имају ограничену корист као гарант ликвидности. Уместо тога, улога обавезних резерви данас је еволуирала тако да се она више посматра као допунски инструмент монетарне политике, који појачава ефекте операција на отвореном тржишту и дисконтне политике. Самим тим концепт обавезних резерви помаже Федералним резервама у постизању примарних циљева.

У новијој историји су обавезне резерве, као користан помоћни инструмент монетарне политике САД, имале значајне импликације на ефикасност примарног алата Федералних резерви, операција на отвореном тржишту. Током већег дела 1970-их, Фед је дозволио брзу кредитну експанзију у складу са жељом владе у борби против незапослености. Међутим, са све већом инфлацијом централна банка је поштрила монетарну политику крајем 70-тих година прошлог века. У том контексту у циљу поштравања монетарне политике средином 1970-их трошкови чланства у Фед-у почели су да надмашују користи за многе банке. Банкарски профити су били смањени за веће стопе обавезне резерве у циљу пролонгирања рестрикције понуде актуелне монетарне политике. Истина ова политика је успешно успорила раст новчане масе, али је покренула оштру рецесију у 1980-им годинама коју је пратила висока незапосленост од 9,7% 1982. године и 9,6% 1983. године. Наметање више обавезне резерве било је посебно корисно у касним 1970-им, када су Федералне резерве рестриктивном и агресивном политиком покушале да сузбију ширење новца и кредита и на тај начин олакшале притисак на цене.

Управо супротно се дешавало у раним 80-им годинама нпр., када су операције на отвореном тржишту усмерене ка подстицању и контроли на кратак рок прилично прецизног монетарног агрегата М1, обавезне резерве су биле тако дизајниране да је циљ било побољшање општих монетарних и кредитних услова уз побољшање стабилности цена. Монетарним законом из 1980-их "*Monetary control act*" и уредбе Управног одбора Федералних резерви, операције на отвореном тржишту и тадашње стопе обавезних резерви налазиле су се на истом задатку, у сузбијању рецесије и незапослености која је била тада актуелна у САД.

Као резултат 1990-их година прошлог века долази до смањења стопе обавезних резерви у САД. Постојале су две главне промене обавезних резерви. Први случај се догодио 13. децембра 1990. године, када су стопе обавезних резерви смањене на нето трансакционе депозите (орочене и штедне депозите и нето еврообавезе од 3% на нулу). Други случај се догодио 2. априла 1992. године, када су обавезне резерве на трансакционе депозите смањене са 12% на 10%. У монетарној политици САД је у претходном периоду ретко долазило до корекције стопе обавезних резерви. Уосталом, повећање стопе обавезних резерви углавном је доводило до повећања каматне стопе федералних фондова и обрнуто. Тај тренд је настављен до данас. Фед је користио ову политику корекција обавезних резерви углавном у условима тешке рецесије и инфлације. Као доказ томе стоји нпр. смањење нивоа обавезних резерви 1990. што је

довело до смањења оптерећења биланса банака са 11,5 милијарди долара децембра 1990. године на 8,5 милијарди долара априла 1992. године. Смањење стопе обавезних резерви је било тако дизајнирано да банкарски сектор САД постави у што бољој позицији кроз проширење кредитног потенцијала. Уосталом, смањење стопе обавезних резерви смањило је трошкове и стимулисало банкарско позајмљивање у САД. Као доказ за то имамо домете сатисфакције за банкарски сектор САД, које је произвело актуелно смањење стопе обавезних резерви 1990-1992. године. Иначе, у посматраном периоду смањење по основу стопе обавезних резерви било је знатно више од ефекта смањења камата, (табела 31).

**Табела 31.** Ефекат смањења обавезних резерви и камата на федералне фондове на билансе банкарског система 1990-1992. године

Период	Смањење ефекта обавезних резерви на билансе банака (у милијардама долара)	Каматна стопа на Федералне фондове	Ефекат смањења камата (у милионима долара)
Децембар 1990.	11,5	7,0	800
Април 1992.	8,5	4,0	350

**Извор:** Joshua N. Feinman, Christoph Hinkelmann (June 1993), Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform, Bulletin, Federal Reserve, Washington, p. 581

У САД је крајем 1990-их и почетком 2000. године структура обавезних резерви наведена још у Закону о монетарној контроли из 1980-их година. Органи Федералних резерви су били ограничени овим прописима а тиме и неравноправим третманом који је донео овај закон малим, средњим и великим банкама у САД. Конкретно, оно што се дешавало током рецесионог периода од 2001. до 2003. године, када је незапосленост била највећа 2003. године од чак 6,0%, је да су у САД само највеће банке имале обавезну резерву од 10%. С друге стране све депозитне институције су у обавези да имају обавезну резерву од 3% у односу на 42,8 милиона долара у нето трансакционим рачунима, а 10% на нето трансакционе рачуне банке изнад 42,8 милиона долара. У то време није постојала обавезна резерва на орочене и штедне депозите.

Колики је ефекат на привреду те 2001. године можемо закључити кроз обим трансакционих депозита који су држале све депозитне институције САД тог тренутка, а које су биле “заробљене” код Фед-а. Тај износ од 566,5 милијарди долара је био заиста

велики као предмет “опорезивања” преко обавезних резерви. Можемо констатовати да су чак и мале промене стопе обавезних резерви могле да имају релативно велики утицај на кретање новчане масе, а и тиме утицај на инфлацију у привреди САД, (табела 32).

**Табела 32.** Резерве депозитних институција САД јуна 2001. године

Резерве депозитних институција САД	у US доларима
Обавезне резерве	36,9 милијарди
Резерве биланса Фед-а	7,1 милијарди
Нето трансакциони депозити	566,5 милијарди

**Извор:** Federal Reserve Statistical Releases (avgust 30, 2001) H.3 and H.6 или доступно на адреси сајта <http://federalreserve.govreleases/H3/20010830/> and <http://federalreserve.govreleases/H6/20010830/>, доступно дана 20.05.2010.

Постоји неколико разлога због којих обавезне резерве у САД нису често мењане, од којих је најважније да су операције на отвореном тржишту много прецизније средство за спровођење монетарне политике. На пример, када централна банка купује 10 милијарди долара у хартијама од вредности за свој портфолио, додаје 10 милијарди долара банкарских резерви. Утицај промена код обавезних резерви је тешко проценити. Свака промена обавезних резерви има потенцијал да утиче на хиљаде депозитних институција на различите начине, у зависности од депозитне базе сваке институције. Тако нпр. промене стопе обавезне резерве обично доводе до промена у ценама за неке банкарске услуге, јер су неке банкарске тарифе и кредити утврђени на основу обавезне резерве. Уосталом, темпо промена обавезних резерви коначно утиче на профитабилност банкарског сектора.

Још је Милтон Фридман пре четири деценије предлагао да се као противмера скривеног опорезивања депозитним институцијама уведе камата на средства која држе код Фед-а. Међутим, Борд Федералних резерви је тек од 6. октобра 2008. године као меру против скривеног опорезивања банкарског сектора путем обавезне резерве увео каматну стопу на та средства. На средства које банке држе на рачуну код Фед-а је у току 2011. године плаћао каматну стопу од 1,25% на годишњем нивоу. Ова нова политика је посебно важна сада када Фед држи више од 1 билиона долара у укупним резервама од депозитних институција у протекле три године, 2012-2013. године. Сам

процент основице за обрачун обавезних резерви показује актуелну ситуацију у банкарском сектору САД, по питању обавезних резерви, (табела 33).

**Табела 33.** Обавезна резерва Фед-а 2014. године

Основица за обрачун	Обавезна резерва	
	Процент	Датум примене
Нето трансакциони депозити		
0 до 13.3 милиона долара	0	23.01.2014.
Од 13,3 милиона долара до 89.0 милиона долара	3	23.01.2014.
Преко 89 милиона	10	23.01.2014.
Орочени јавни депозити	0	27.12.1990.
Евровалутне обавезе	0	27.12.1990.

Извор: <http://www.federalreserve.gov/apps/reportforms/default.aspx>

### 3.3.3. Толерантна монетарна политика Фед-а у време финансијских криза

Кад је реч о стратегији коју примењује Фед, треба рећи да се кроз новију историју иста одвијала у релацијама када су Фед званичници у претходним финансијским кризама давали већу тежину циљаној каматној стопи Федералних резерви која је “јурила” инфлацију. У последњем најновијем периоду имамо Фед-ову монетарну стратегију кроз ситуацију да у времену глобалне финансијске кризе камате више “не јуре” инфлацију, већ су на сцени алтернативни модели подршке финансијском систему. Ти модели су нпр. квантитавне олакшице (КЕ) од стране Федералних резерви. Истина, инфлација као кључни индикатор стратегије монетарне политике Фед-а у САД је сувише укореењена и стално се прелама у њеној историји. Уосталом, кроз монетарну историју САД, на овај или онај начин, на сцени је углавном доста толерантна стратегија монетарне политике Фед-а. Типичан пример за то су чланови владе САД, Фед званичници и администрација председника Никсона, који су тврдили да је Фед већим делом 70-их година спроводио монетарну политику која није била осетљива на политичке притиске за већи раст новца, што доказују ниже, једноцифрене каматне стопе од око 5-8%. Као доказ за то имамо и да главна каматна стопа Фед-а пада 1976. године упркос томе што су инфлација и незапосленост у

порасту. Ова ситуација представља потпуно одступање од логике монетарне праксе кроз приступ толерантне монетарне политике Фед-а током посматраног периода.

Иначе, овај период у САД многи економисти зову и делимична пристрасност ка инфлацији од стране Фед-а. Федералне резерве стимулишу запошљавање “у покрету” до времена када јавност постаје забринута због растуће инфлације. Након тога Фед агресивном каматном политиком покреће циклус којим инфлација иде надоле. “Велика инфлација” је достигла врхунац од 27% средином 1970-их, а у просеку је износила 13% годишње током целе те деценије.<sup>219</sup> Скоро до краја 70-их година била је присутна доза скептицизма да би само монетарна политика могла да контролише инфлацију. Чак је и Артур Бернс, ондашњи председник Управног одбора Федералних резерви од 1970. до 1978. године, био доста песимистичан по овом питању. Опрезност економиста у САД се испоставила исправном, а као доказ имамо да је у раним 1970-им раст производних капацитета привреде успорен. По неким рачунима, покушај Федералних резерви да убрза економски опоравак тзв. *ad hoc* монетарном политиком на крају је резултирао деценијом високе инфлације. Сигурно да је овој ситуацији допринела на неки начин и толерантна монетарна политика Фед-а, током ових кризних година.

Прекретницу представља долазак Пола Вокера за председника Управног одбора Федералних резерви, који је у августу 1979. године био одлучан да предузме агресивну акцију против инфлације, првенствено путем главне каматне стопе Фед-а као оријентира. Главна каматна стопа је 1979. године порасла за 3% и износила је 11,79%. У том стилу је ишла и стопа Федералних резерви 1981. године када је достигла свој највиши ниво од чак 16,38%. Заправо тек крајем 1970-их је Фед под новим председником Полом Вокером “затегео” монетарну политику да би инфлација пала. Чак и након обарања инфлације средином 1980-их, дугорочне каматне стопе су и даље биле релативно високе.

Као подстрек изабраној монетарној политици од средине 80-тих година најмањи раст каматних стопа на десетогодишње државне обвезнице смо имали када је инфлација била најнижа, и обратно. Ондашњим трендом монетарне политике у 80-тим планирано је било да се стави већи нагласак на контролу новца у борби против инфлације, а као конкретан прилог овој политици имали смо најмањи раст каматних стопа на десетогодишње обвезнице у посматране три деценије, (табела 34).

---

<sup>219</sup> King Mervyn, 2005, “*Inflation targeting debate*”, National Bureau of economic research-Studies in Business Cycles, The University of Chicago Press, Vol. 32, Chicago and London, p. 11.

**Табела 34.** Тренд раста/пада каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице САД у периоду 1960-1980. године

Година	Каматне стопе на десетогодишње државне обвезнице (interest rate on ten-year Treasuries), (у %)	Инфлација (CPI)
Средина 80-их	4 (раст)	3,55
Средином 70-их	10 (раст)	9,19
Средина 60-их	8 (раст)	1,58

**Извор:** <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/yieldmethod.aspx>, доступно дана 20.02.2013.

Иначе, историја монетарне стратегије САД показује да са растом инфлације следи виша номинална каматна стопа. Ова изузетно оштра монетарна политика крајем 70-тих изазвала је велику рецесију, да би је после две године само продубила. Истина, и овде запажамо смер толерантности монетарне политике Фед-ове стратегије које поткрепљујемо врло честим сменама у оперативним процедурама, а који је подразумевао већу спремност да се прихвати колебљивост главне каматне стопе која се преливала на краткорочне каматне стопе.

Деценијама су банкари у САД мислили да је монетарна политика била најефикаснија када је јавност била “мутно” свесна стратегије која се користи. Као потврду тога имамо податак да се ипак прикривала изабрана актуелна монетарна стратегија, било да је реч о примени толерантне или рестриктивне монетарне политике. И овде запажамо извесну дозу толерантности на овакво понашање Фед-а од стране законодавне, а посебно извршне власти Фед-а, током низа деценија, па до данашњих дана. Као доказ за то имамо практично понашање Комитета за операције на отвореном тржишту. FOMC није давао изјаве до 1999. године. То нам непосредно указује и најновије истраживање кроз ниво комуникација и одлучивања Фед-а на пример посматрано кроз период објављивања записника, кроз упоредни преглед са најважнијим банкама у свету 2007. године, који је актуелан до данас, (табела 35).

Карактеристично је да смо кроз примењену монетарну стратегију Фед-а у време финансијских криза, па и последње глобалне финансијске кризе, имали висок степен монетарне стимулације, а тиме и толерантне монетарне политике Фед-а. Наравно, у основи, ове ниске каматне стопе Фед-а произилазе из ниске дугорочне стопе, а присутна су очекивања да ће краткорочне каматне стопе остати ниске за дужи



временски период. Посао америчке монетарне политике, у складу са савезним Законом о Федералним резервама, јесте да обезбеди монетарне и финансијске услове за максималну подршку запошљавању, као и стабилне цене. Као што смо напоменули раније, Фед има експлицитни двоструки мандат. Монетарна политика има за циљ да на тај начин постави краткорочне стопе, тако да обим штедње буде једнак потражњи за улагање, на начин који олакшава америчкој привреди да достигне максималну запосленост и стабилност цена. Овим је потврђена јасно артикулисана и пре свега толерантна монетарна политика у условима криза и рецесија која је исказана и у академским радовима Кругмана (Krugman, 1998), Егертсон, Вудфорда (Eggertsson and Woodford, 2003), Вернинга (Werning, 2011) и других-да се обезбеди високо акомодативна монетарна политика сада и на дужи временски период у будућности.

**Табела 35.** Комуникација и одлучивање међу најважнијим банкама у свету 2007. године

	FOMC (САД)	ЕЦБ (ЕУ)	ВОС (Канада)	ВОЕ (Уједињено Краљевство)
Број чланова Одбора	12	18	6	9
Објављивање	Одмах	Одмах	Одмах	Одмах
Објављивање гласања	Одмах	Не	Не	за минут
Записник објављен	Три недеље после састанка	Не	Не	Две недеље после састанка

**Извор:** Mayes G. David, Toporowski Jan (2007), Open market operations and Financial markets, Routledge Taylor and Francis group, Abingdon, p. 91

Оно што можемо истаћи као поуку из досадашњих финансијских криза у САД јесте да се инфлација може контролисати од стране монетарне политике, али је на дужи рок стопа незапослености и привредног раста одређена пре свега немонетарним факторима. Са аспекта данашњих услова, у САД, по нашем мишљењу, FOMC мора вагати предности и ризике одржавања актуелне толерантне монетарне политике Фед-а које истина гаји деценијама, уз признање да стил ове монетарне политике, доприноси финансијској неравнотежи и нестабилности.

Уосталом, пред нама је списак историјских радњи кретања курса каматних стопа предузетих од стране Фед-а и FOMC-а, који доказује смер толерантне монетарне политике и ниских каматних стопа током низа деценија примене у САД од 1955-2014.

године. FOMC контролише понуду кредита банкама и продаје/или купује хартије од вредности управљајући каматном стопом Федералних резерви у складу за актуелним задацима монетарне политике. Конкретно, Фед циља каматну стопу. Ово зависи од тога да ли се у економији убрзава инфлација или је присутно успоравање привреде (рецесија). Конкретно, просечна каматна стопа на Федералне резерве током посматраног периода је била 5,28% уз просечну инфлацију од 3,90%, (табела 36).<sup>220</sup>

**Табела 36.** Курс каматне стопе Федералних резерви САД и стопе инфлације кроз историју у периоду 1955-2014. године

Год.	Каматна стопа	Инфлација	Год.	Каматна стопа	Инфлација	Год.	Каматна стопа	Инфлација	Год.	Каматна стопа	Инфлација
1955.	1,79	0,4	1972.	4,43	3,6	1989.	9,22	5,2	2006.	4,96	2,1
1956.	2,73	3,0	1973.	8,73	9,4	1990.	8,10	5,7	2007.	5,02	4,3
1957.	3,11	3,6	1974.	10,50	11,8	1991.	5,69	2,6	2008.	1,93	0,03
1958.	1,57	1,4	1975.	5,82	6,7	1992.	3,52	3,3	2009.	0,16	2,63
1959.	3,31	1,0	1976.	5,05	5,2	1993.	3,02	2,5	2010.	0,18	1,63
1960.	3,22	1,7	1977.	5,54	6,8	1994.	4,20	2,8	2011.	0,10	2,93
1961.	1,96	0,7	1978.	7,93	9,3	1995.	5,84	2,7	2012.	0,14	1,59
1962.	2,71	1,3	1979.	11,19	13,9	1996.	5,30	3,0	2013.	0,10	1,61
1963.	3,18	1,6	1980.	13,36	11,8	1997.	5,46	1,6	Јан-јун 2014	0,08	1,73
1964.	3,50	1,0	1981.	16,38	8,4	1998.	5,35	1,7			
1965.	4,07	1,9	1982.	12,26	3,7	1999.	4,97	2,7			
1966.	5,11	3,5	1983.	9,09	4,2	2000.	6,24	3,7			
1967.	4,22	3,6	1984.	10,23	3,5	2001.	3,89	1,1			
1968.	5,66	4,4	1985.	8,10	3,9	2002.	1,67	2,6			
1969.	8,20	6,2	1986.	6,81	11,5	2003.	1,13	1,9			
1970.	7,18	5,3	1987.	6,66	4,0	2004.	1,35	3,0			
1971.	4,66	3,3	1988.	7,57	4,7	2005.	3,21	4,0			

**Извор:** Подаци доступни на адреси сајра <http://www.forecast-chart.com/forecast-inflation-rate.html>, доступно дана 28.12.2013.

<sup>220</sup> Напомена: Ефекат кашњења (time lag) у САД кроз утицај на економију преко каматне стопе на федералне резерве може да потраје 12 до 18 месеци. Да би циљана каматна стопа могла да се планира толико унапред, Федералне резерве запошљавају 450 експерата, од којих је половину чине економисти.

### 3.3.4. Монетарна стратегија Фед-а у условима глобалне финансијске кризе

Када је глобална економска и финансијска криза погодила привреду САД 2007. године, привреда је имала снажан привредни раст. Бен Бернанке је, као актуелни председник Управног одбора Фед-а, у првом моменту предузео “акомодативну” монетарну политику снижавањем каматне стопе за пола процентна поена јуна 2007. године са 5,25% на 4,75% септембра 2007. године, упркос расту инфлације. Ова акција монетарне политике је била веома неубичајена с обзиром да смо имали јаку економију, а с друге стране растућу инфлацију. У прошлости би Фед обично почеле спроводити тзв. лабавију политику тек када би привредни раст значајно успорио или привреда ушла у рецесију. Фед је смањивао каматну стопу како се у САД финансијска криза погоршавала. Карактеристична је појава која се догодила на врхунцу финансијске кризе крајем 2008. године када су Федералне резерве смањиле стопу федералних фондова у распону од 0,00 до 0,25% на најнижи ниво, (табела 37). Тренд регулисања каматних стопа од стране FOMC-а као агенције Федералних резерви је настављена у истом темпу, јер је задржао своју циљну стопу за преконоћне позајмице између банака (*Federal Funds Rate*) у опсегу од 0,00-0,25%. Иначе, у јануару 2012. године Фед је експлицитно увео 2% (+1/2) циљану инфлацију и повезао будућу каматну стопу са стопом незапослености у САД.

Табела 37. Каматна стопа на Федералне резерве 2007-2008. године

Период	
29.06.2007.	5,25
18.09.2007.	4,75
31.10.2007.	4,50
11.12. 2007.	4,25
22.01.2008.	3,50
30.01.2008.	3,00
18.03.2008.	2,25
30.04.2008.	2,00
8.10.2008.	1,50
29.10.2008.	1,00
16.12.2008.	0,00-0,25

Извор: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm)

Овим путем је канал каматне стопе у периоду 2007-2009. године затворен од стране Фед-а, али, с друге стране, Фед је покушао да додатно стимулише агрегатну тражњу путем тзв. квантитавних олакшица (КЕ), као директна подршка актуелној акомодативној монетарној политици. Уосталом, главна одлика стратегије монетарне политике, где је историјски повећањем камата поништавана већа инфлација, је ствар прошлости. Данас у условима где је главна каматна стопа достигла доњу границу, Фед води такву стратегију монетарне политике где путем алтернативних метода ублажава пад потрошње и запослености кроз додатни монетарни подстицај куповином дугорочних хартија од вредности, нарочито државних и хипотекарних хартија од вредности (MBS)<sup>221</sup>, које издаје влада и агенација за гаранцију хартија подржаних хипотеком. А када није постигнут опоравак какав се очекивао, Фед је повећао куповину активе, са темпом од 85 милијарди долара месечно, што је имало за последицу раст биланса стања Фед-а. Све ово је за последицу имало смањење дугорочних каматних стопа, као и оних на хипотеке за куповину кућа и рефинансирање.

Због свих ових околности Федералне резерве у условима последње финансијске кризе делују у традиционалној улози као провајдер ликвидности и последњег уточишта банкарског система. Федералне резерве без преседана спроводе повећање свог кредитног капацитета да би обезбедиле ликвидност на финансијским тржиштима кроз пласмане банкарским институцијама. Да би подстакао додатно задуживање, Фед поставља рокове привремених аукција у којима се кредити пласирају по стопи утврђеној конкурентним аукцијама. Ово је омогућило банкама да се задужеју по стопи мањој од есконтне стопе, а утврђене на аукцијама и све то без затезне камате. Терминске аукције (*Term Auction Facility*) су почеле са износом од 20 милијарди долара, али како се криза погоршавала, Фед су подигле ове износе на преко 400 милијарди долара. У циљу подршке економском опоравку САД, амерички Конгрес и Бушова администрација су донеле закон у 2008. години. Његова најважнија одредба је стварање Трезора имовине кроз реалан план (*Treasury Asset Relief Plan-TARP*). Администрација је овластила трезор да потроши 700 милијарди долара за куповину хипотекарних средстава из проблематичних финансијских институција или да убризга капитал у банкарске институције. Поред тога, закон је привремено подигао износ осигураног депозита на савезном нивоу од 100.000 долара на 250.000 долара како би се

---

<sup>221</sup> Mortgage-backed security.

ограничило подизање новца из банака, а посебно осигурали новопримљени депозити.<sup>222</sup>

Практичну потврду акција које је спроводио Фед имамо кроз промоције куповине комерцијалних папира Фед-а. До краја 2008. године Федералне резерве су купиле 300 милијарди долара државних хартија од вредности, око 170 милијарди дуга агенција и 1,25 билиона долара агенције MBS. У том процесу је “убризгано” око 1,2 билиона долара резерви у финансијски систем САД. Током 2010. године Фед купује 600 милијарди долара углавном краткорочних обвезница које издаје САД. У циљу подршке ликвидности банкарског система и привреде, исти тренд је настављен 2011. године кроз продужење рочне структуре средстава Фед-а. Све у свему, од почетка кризе до 2013. године, Федералне резерве су “убризгале” око 2,5 билиона долара ликвидности у финансијски систем САД кроз куповину хипотекарних хартија од вредности, дуга агенција и обвезница и др. Ова цифра ће порастати изнад 3 билиона долара, како се процењује да ће бити почетком 2014. године. За период од 2007. до 2009. године доминантан удео чине обвезнице које издаје САД, а од 2008. до 2009. године доминантан удео чине програми за ликвидност и сл. У периоду од 2009. године до половине 2013. године доминантан удео чине обвезнице које издаје САД и куповина хипотекарних хартија од вредности, док мањи део чине дугови агенција, програми за ликвидност и остало, (табела 38).<sup>223</sup>

**Табела 38.** Квантитативни програми Фед-а у периоду 2008-2012. године

Новембар 2008.	Фед купује 175 милијарди долара дужничких хартије од вредности агенција, 300 милијарди долара америчких државних обвезница и 1,25 билиона долара агенције MBS
Новембар 2010.	Фед врши куповину 600 милијарди долара углавном краткорочних обвезница које издаје САД
Септембар 2011.	Продужење рочне структуре средстава Федералних резерви
Септембар 2012.	Фед купује 40 милијарди долара хипотекарних хартија од вредности агенције и 45 милијарди долара дугорочних обвезница

**Извор:** The Federal Reserve's exit strategy: How will it unfold (jun 13, 2013), TD Economics на основу података Борда Федералних резерви или доступно на адреси сајта [www.td.com/economics](http://www.td.com/economics), доступно дана 18.07.2013., р. 1-3

<sup>222</sup> Mishkin S. Frederic, 2012, “*Macroeconomics policy and practice*”, Addison-Wesley, Boston, p. 381-384.

<sup>223</sup> Подаци преузети из Борда Федералних резерви.

Како се предвиђа у наредним годинама Фед ће манипулисати подршком економском расту услед повећања потенцијала за инфлацију. То ће се постићи акомодативном монетарном политиком уз могућност да Фед неће почети да сужавају своје куповине обвезница најраније до 2015. године, јер је економски опоравак привреде САД евидентан, али ипак скроман. У претходном периоду дошло је до преседана кроз повећање биланса Федералних резерви, који је настао кроз куповину активе. Тај новац није генерисао инфлаторни притисак због економског вишка, релативно доброг стања на тржишту кредита и инфлаторних очекивања која су била добро усидрена. Међутим, иако се економска ситуација у САД побољшава, то се може брзо променити. Укратко, ризик од инфлације у средњем року је увек присутан. Истина, централна банка САД има непоколебљиво опредељење за стабилност цена. Фед званичници су у више наврата приметили да њихова способност утиче на запошљавање и зависи од стабилности инфлаторних очекивања и репутације Федералних резерви. Уосталом, актуелни трендови и прогнозе економских индикатора САД, то показују, (табела 39).

**Табела 39.** Актуелни трендови и економске прогнозе кретања кључних варијабли САД у периоду 2010-2016. године

(у %)

Индикатор	Актуелни			Прогноза			
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
<b>Бруто домаћи производ</b>	\$14.779	\$15.052	\$15.471	\$15.688	\$15.808	\$16.444	\$16.444
Стопа раста	2,5	1,8	2,8	1,4	0,8	1,9	2,0
<b>Стопа незапослености</b>	9,6	8,9	8,1	7,4	7,2	7,6	7,8
<b>Потрошачке цене, 1982.</b>	218,1	224,9	229,6	233,0	238,2	245,7	255,1
Стопа раста	1,6	3,1	2,1	1,5	2,2	3,1	3,8

**Извор:** <http://www.e-forecasting.com/Estore.htm>, доступно дана 17. новембар 2013.

## **IV ПЕРФОРМАНСЕ МОНЕТАРНИХ СТРАТЕГИЈА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ**

Пратећи монетарну историју, основна одлика изабраних монетарних стратегија од краја 80-тих година 20. века до 2013. године су представљене кроз перформансе деловања централних банака економија у транзицији. У том контексту коришћена су искуства разних економија у транзицији кроз (не)адекватност стратегије монетарног таргетирања, таргетирања номиналног дохотка/БДП, таргетирања инфлације и коегзистенције и некоегзистенције таргетирања девизног курса и инфлације. Специфичности модела изабраног концепта девизног курса произвеле су валутне кризе у појединим економијама, првенствено Латинске Америке и Азије. Дискусија у погледу монетарних стратегија се развијала кроз анализу независности централних банака у функцији контролисања инфлације, коју је пратио концепт циљања инфлације у изабраним економијама. Посебно су истакнута ограничења и предности маневарског простора монетарне стратегије коју је пратио избор валутног одбора и евроизације као начина монетарног осамостаљивања. У том контексту анализирани су различитости изабраних монетарних стратегија, те је њихова основна одлика да не постоји универзални шаблон за монетарну стратегију због околности које постоје у тим економијама. Истина, искуство показује да у земљама у транзицији најбољи макроекономски индикатори у периоду 2000-2012. године су постигнути у економијама које су одабрале концепт валутних одбора или евроизацију и/или чврстих девизних курсева, па тек онда остали.

## 4.1. Историјска искуства са разноврсним стратегијима монетарне политике у земљама у транзицији

### 4.1.1. Адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у транзицији

Већина економиста изражава сумњу у адекватност стратегије монетарног таргетирања у земљама у транзицији. Разлоге за то првенствено треба тражити у неизбежној нестабилности тражње новца током транзиционог периода и у могућности пробијања зацртаног девизног курса током стабилизације засноване на монетарном агрегату. Искуства појединих земаља (Перуа или Мексика, нпр.) илуструју тешкоће које нестабилност односа новац-инфлација ствара монетарном таргетирању, што не значи да монетарни таргети немају улогу у спровођењу монетарне политике.<sup>224</sup>

У Перуу је током 90-их година концепт стабилизације путем примене режима монетарног таргетирања био заснован на новцу, уз пуну координацију централне банке и Министарства финансија Перуа. Кључни елементи перуанске стабилизације били су слободно пливајући девизни курсеви, уз пуну конвертибилност валуте. То је значило: а) стабилност цена као циљ; б) кредите влади или држави, који су иначе били забрањени; в) немогућност постојања вишеструких курсева; г) елиминисање плафона у кретању каматних стопа и д) једнократна прилагођавања административних цена.

Стабилизациони програм Перуа је прошао кроз три фазе. Прва фаза почиње августа 1990. и траје до краја 1992. године, а инфлација је са нивоа од 7649,7% сведена на 56,7%. Овакав резултат је постигнут захваљујући чврстој контроли јавне потрошње од стране Комитета за управљање државним новцем, значајним реформама пореског система и одлучним процесом приватизације. У овој фази перуанске монетарне власти користе стопу промене у примарном новцу као зависне варијабле. Друга фаза је трајала од 1993. до краја 1996. године. Кључно место у овој фази стабилизације припада централној банци, за коју је јануара 1993. године уведен правни оквир кроз давање више независности, односно слободе овој монетарној институцији. Циљ перуанске централне банке је стабилност цена, па се у том смислу од 1994. године објављује таргет за годишњу стопу инфлације. Од тада перуанска централна банка користи стопу

---

<sup>224</sup> Лакић С., 2006, “Инструментарјум монетарног менаџмента”, Економски факултет, Подгорица, стр. 156.



раста новца као интермедијарни циљ. Треба истаћи да су операције на отвореном тржишту главни инструмент централне банке.

Захваљујући овим активностима Централне банке Перуа, инфлација је са 56,7% у 1992. години оборена на 11,8% у 1996. години. Последња фаза монетарног таргетирања је почела 1997. године, када је инфлација имала једноцифрени ниво од 6,5%, и достигла је 2001. године, висину од -0,1%. Резултати показују да је остварена стопа инфлације у овој земљи одступала само 1996. и 2001. године када концепт монетарног таргетирања није резултирао жељеном инфлацијом, (табела 40).

**Табела 40.** Остварена инфлација и таргетирани распон у Перуу 1990-2001. године

(у %)

Година	Инфлација (крај године)	Таргетирани распон
1990.	7.649,7	-
1991.	139,2	-
1992.	56,7	-
1993.	39,5	-
1994.	15,4	15-20
1995.	10,2	9-11
1996.	11,8	9,5-11,5
1997.	6,5	8-10
1998.	6,0	7,5-9,0
1999.	3,7	5-6
2000.	3,9	3,5-4
2001.	-0,1	-

**Извор:** Corbo, Vittorio, Hebbel, Schmidt Klaus (Septembre 2001), Inflation targeting in Latin America, NO 105, Banco Central de Chile, Santjago De Chile, str. 53

Коефицијенти јаза инфлације, који су значајно мањи од један, ипак указују на акомодативно понашање монетарних власти Перуа. На основу наведених резултата можемо закључити да монетарни орган није у потпуности посвећен главном циљу. Уосталом, иако је од краја 1993. године перуанска централна банка користила процену тражње за новцем, никада га није саопштавала јавности. Била је свесна колебаљивости примарног новца у доларизованој економији какав је био Перу. Упркос резултатима које су оствариле перуанске монетарне власти, оне нису објављивале таргет за монетарне агрегате нити било какво правило као могуће сидро за очекивану

инфлацију. Овим би се перуанска монетарна политика могла означити као дискрециона и није била другачија од високоиндустријализованих економија, које нису користиле инфлационо таргетирање.

*Словенија* може послужити као врло интересантан пример примене концепта монетарног таргетирања због тога што је реч о европској земљи која је бивша чланица заједничке државе, Социјалистичке Федеративне Републике Југославије (СФРЈ). У примени концепта монетарног таргетирања у Словенији су се издвојила три периода. Треба нагласити да је Словенија из бивше Југославије наследила хиперинфлацију. После проглашења независности 1991. године уведена је нова валута, толар, што је требало да допринесе стабилизацији цена. Стабилизациона политика је била базирана на остваривању средњег циља за М1, док је новац био оперативни циљ. Стратегија је успешно спроведена кроз довођење инфлације на једноцифрени ниво. Истина, фискална политика је у великој мери допринела таквом исходу кроз регистроване вишкове буџета у периоду 1993-1996. године. Конкретно, приликом спровођења монетарне политике, Централна банка Словеније је у првом периоду (1994-1995. године) таргетирала примарни новац. Контролом примарног новца Банка Словеније прибегава стерилизацији вишка ликвидности продајом записа Централне банке. Треба рећи да су каматне стопе у том периоду биле административно постављене. Други период се спроводи 1996. године, када се врши циљање монетарног агрегата М1, док трећи период почиње годину дана касније, када се у улози номиналног сидра налази агрегат М3. Јасан циљ Банке Словеније у том периоду је прво М1 па М3, иако је користила примарни новац као оперативни циљ. Да би побољшала кредибилитет своје политике, Банка Словеније (БС) је почела да јавно објављује своје циљеве за М3 у 1997. години. Циљ је био постављен у смислу релативно широког спектра годишњег раста у последњем кварталу М3 за текућу годину. Овако широко постављена маргина обезбедила је задовољавајући степен дискреције Банке Словеније, све у циљу смањења инфлације и побољшања спољне конкурентности. Банка Словеније користила је монетарне агрегате да би сачувала унутрашњу равнотежу, а кроз интервенције у девизној политици одржавала је екстерну равнотежу.

Сагледавајући циљане и остварене стопе раста М3 у периоду 1997-2001. године, долазимо до закључка да није дошло до одступања ових параметара, изузев у 2001. години када циљани таргет М3 одступа од остварене стопе. Смањење инфлације је било евидентно 1998. године када доживљава најнижу вредност, док је М3 почела да опада тек у другој половини 1998. године. Понашање М3 је било под утицајем промена

у свом саставу компонената толара (удео девиза у МЗ је опао за 33,1% у 1996. години до 23,8% у 1999. години). На ово треба додати депресијацију девизног курса током 1997-1998. године и шок узрокован повећањем ПДВ (порез на додату вредност). Смањење инфлације је било евидентно у периоду 1997-2001. године, али уз релативно висок једноцифрени ниво, (табела 41). Крајем 2001. године у Словенији долази до промене монетарне стратегије, која је била ближа концепту таргетирања инфлације јер је почело објављивање средњорочног циља (4% до краја 2003. године).

**Табела 41.** Циљана и остварена стопа раста МЗ и стопа инфлације у периоду 1997-2001. године у Словенији

Година таргетирања	Циљана стопа раста МЗ	Остварена стопа раста МЗ	Стопа инфлације
1997.	14-22%	20,9%	9,4%
1998.	18-26%	20,1%	6,5%
1999.	16-24%	16,0%	8,0%
2000.	12-18%	16,3%	8,9%
2001.	11-17%	23,9%	7,0%

**Извор:** Буровић Тодоровић Јадранка, Ђорђевић Марина (2011), Монетарна стратегија, Економски факултет, Ниш, стр. 90., and Monthlu Bulletin (2002), varjous issues and IMAD Spring and Autumn reports, Bank of Slovenia, Ljubljana, str. 26

Уопштено посматрано, таргетирање монетарних агрегата у Словенији није дало жељене резултате и доживело је неуспех. Монетарно таргетирање није озбиљно спроведено, тако да није имало шансе за успех. Такође је настављена и растућа нестабилност између циљаних и остварених монетарних агрегата и првенствено инфлације или дохотка.

#### **4.1.2. Искуства концепта таргетираног номиналног БДП у транзиционим земљама**

Када су монетарни агрегати још почетком 80-их година 20. века постали непоуздани, између осталог и због финансијских иновација, дошло је до већег интересовања за концепт таргетираног номиналног БДП-а, посебно у развијеним економијама. Познати су и случајеви када се концепт таргетираног номиналног БДП-а

предлаже као алтернатива у корпоративно структурираним транзиционим земљама. Дакле, концепт циљања, таргетирања номиналног БДП-а значи да централна банка бира ниво номиналног дохотка или стопу раста као свој интермедијарни таргет и одлучује о акцијама своје монетарне политике на основу поређења између таргета и оствареног кретања нивоа номиналног БДП-а. Данас велики број истакнутих економиста предлаже удаљавање од инфлационог таргетирања у корист номиналног БДП-а. Међу запаженим економистима који овај концепт стављају у први план у најновијем посткризном периоду су: Ромер (2011), Самнер (2012), Франкел (2012), Рен-Луис (2013), Мајкл Вудфорд (2012), Кемп (2012), Гудхарт (2013) и др. Више-мање провизорна подршка за алтернативу циљања номиналног БДП-а понуђена је и од стране нобеловца Пола Кругмана (2011). Уосталом, истакнуте централне банке у свету (првенствено Фед, енглеска централна банка и Банка Канаде), такође имају изразито квалификовану подршку за идеју усвајања концепта циљања номиналног БДП-а. Да подсетимо, више речи о томе било је у првом делу кроз теоријска схватања о примени концепта циљања номиналног БДП-а, који се углавном односио на развијене економије.

Примену концепта таргетирања номиналног БДП-а у транзиционим економијама прати неколико проблема. Врховној монетарној установи је тешко да контролише номинални доходак с обзиром на дуга и променљива временска кашњења ефеката монетарне политике на ниво цена и реални аутпут (енг. *output*), што у економији представља произведену укупну вредност свих добара и услуга. Отуда транзиционе економије имају озбиљне проблеме приликом остваривања овог задатка. Номинални доходак би требало да буде предмет значајне ревизије података, који се опет разликују за ниво цена и аутпут. Ово је главна примедба код алтернативе сидра циљања номиналног БДП-а у неразвијеним транзиционим економијама.

Уосталом, сматра се да би таргетирање номиналног дохотка могло да доведе до погрешне интерпретације коначног циља централне банке или владе и министарства финансија. Уколико је монетарна политика централне банке транспарентна и независна, оваква ситуација би могла да буде избегнута. Ова стратегија би могла да доведе до краткорочног неодређеног неподударања између цене и обима, чиме се ствара неизвесност у вези са инфлационим перформансама економије. Оваква ситуација се може претворити и у предност, јер утиче на партнере који одређују зараде и цене да повећају међусобну координацију.

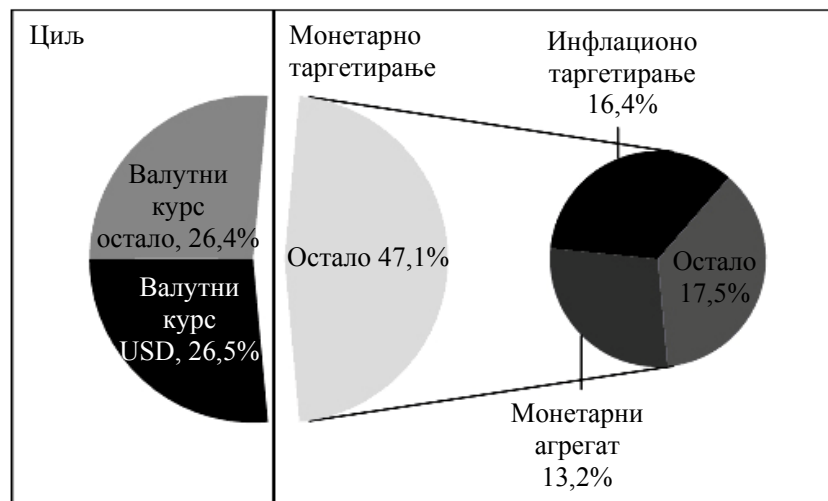
Универзални оперативни изазови присутни су не само код развијених, већ и код неразвијених транзиционих економија, што свакако утиче на монетарну политику.

Треба нагласити да се у већини земаља подаци о инфлацији износе на месечном нивоу, док су подаци о БДП-у доступни на кварталној основи. Штавише, подаци о БДП-у обично стижу са значајним закашњењем, уз значајне и негативне импликације за вођење далекосежне монетарне политике. Коначно, подаци о БДП-у су склонији ревизији у односу на податке о инфлацији. Тиме се повећава ризик за појаву погрешне информације о стању у привреди. Такође треба нагласити да таргетирање номиналног БДП-а може замрачити крајњу одговорност за економске резултате и тиме смањити одговорност независних монетарних власти. Дакле, усвајање овог концепта умањује одговорност централне банке и подрива политичку основу за независну политику каматних стопа. Коначно, неизвесност креатора монетарне политике и политичка осетљивост преко реалног раста потенцијала привреде могли би значајно угрозити ефикасност циљања номиналног дохотка у пракси. Уосталом, имплементација циљањог БДП-а захтева процену дугорочног раста потенцијала привреде, што је немогуће извести. Због свега наведеног, овај стратешки избор се препоручује корпоративним земљама у транзицији које су унапредовале, а тешко се може прихватити као алтернатива за неразвијене транзиционе економије.

#### **4.1.3. Коегзистенције таргетирања девизног курса и циљања инфлације у земљама у транзицији**

Већина чланица ММФ-а користи циљање девизног курса. Како економска теорија сугерише, оне имају тенденцију да егзистирају код малих отворених економија које данас стварају 20% светског БДП-а и углавном циљају амерички долар (мада је ова тенденција у паду током последњих неколико година). Уосталом, ако упоредимо податке ММФ-а из 2010. године, земље са мање развијеним финансијским тржиштима (М2/БДП просек 0,3) имају тенденцију да користе монетарни агрегат као сидро. Земље са развијеним финансијским тржиштима (М2/БДП просек 0,6) имају тенденцију да циљају инфлацију. И коначно, економије са високим нивоом кредибилитета, као што су чланице ЕУ, САД и Јапан, користе више других типова циљева.

Слика 12. Девизни курс и монетарно таргетирање



**Извор:** Jefferis Keith (2013), Exchange Rate Policy and Monetary Policy Implementation, IGC, International Growth Centre, p. 4., a na osnovu podataka Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2010

Оно што се да уочити крајем 2010. године као свој таргет већина земаља у свету користи циљање девизног курса везујући га првенствено за амерички долар и то 26,5%, али и за друге валуте 26,4%. Инфлационо таргетирање користи 16,4% земаља по класификацији ММФ-а. Монетарни агрегат користи 13,2% чланица ММФ-а. И на крају 17,5% чланица ММФ-а користи разне комбинације горе побројаног таргета, (слика 12).<sup>225</sup>

Све док су таргети доследно дефинисани, у теорији нема разлике између таргетирања девизног курса и таргетирања инфлације. На пример, постоје земље са фиксним или снажно управљаним девизним курсом које су имале тенденцију постепеног прелазу ка флексибилнијем режиму девизног курса (нпр. Боцвана, Белорусија и др.). Иако су своје валуте везале за једну страну валуту или корпу међународних валута, оне су покушавале да спроведу и концепт циљања инфлације контролисаним одступањем од инфлације, прилагођавањем преко краткорочних каматних стопа. Истовремено постоје земље које користе инфлационо таргетирање (или су блиске овом концепту), које су постепено приближавале девизни курс ЕРМ

<sup>225</sup> Jefferis Keith, 2013, Exchange Rate Policy and Monetary Policy Implementation, IGC, University of Oxford, p. 3.

оквиру (Словачка нпр.), или ће то учинити у будућности. Чешка Република ће у будућности бити ограничена ЕRM механизмом.<sup>226</sup> Уосталом, ова држава није имала чврсту намеру да усвоји евро јер није била у стању да испуни мастрихтске критеријуме. Иначе, флукуације девизним курсом уласком у ЕМУ морају бити потпуно уклоњене.

Коегзистенција инфлационог таргетирања са неким другим стратегијама је, барем неформално, присутна у многим земљама. Ове земље повремено покушавају да одређеним интервенцијама контролишу прекомерне осцилације девизног курса (стерилизоване операције ЦБ). Мађарска је до недавно препознавала два експлицитна циља: у погледу девизног курса и инфлације. Ова земља је имала тзв. градуални и постепени приступ ка ИТ, па је мађарска централна банка 2001. године званично објавила вест о делимичном прихватању ИТ концепта. Тек фебруара 2008. године мађарска централна банка се одлучила на пливајући курс форинте. Процес транзиције је значио прилагођавање ЕRM-2 и евроадаптацијама.<sup>227</sup> Оно што је евидентно, прво одабир два циља кроз таргетирање девизног курса и ИТ, а потом потпуно усвајање концепта ИТ оквира у некадашњим источноевропским земаљама у транзицији у периоду 1999-2005. године имао је позитивне ефекте и произвео је силазни тренд инфлације, (табела 42).

Суочавајући се са поменутиим дилемама и неколико других земаља је пронашло излазне стратегије из режима које су увеле током прве фазе стабилизације и потражило већу флексибилност девизног курса макар у једној од две форме: зоне клизајућег девизног курса или експлицитни инфлациони таргети. У земљама које су их увеле, зоне клизајућег девизног курса су посматране као режим који делимично одржава улогу сидра за номинални девизни курс, истовремено обезбеђујући флексибилност која је усмерена на краткорочне шокове, уз значајну нестабилност међународних токова капитала. На инфлационе таргете се гледа као на транспарентни механизам преко којег се власти обавезују и дисциплинују своју монетарну политику без неизбежног

---

<sup>226</sup> Напомена: Механизам девизног курса (ERM) уведен од стране Европске заједнице у марту 1979. године као део европског монетарног система (EMC) у циљу смањења девизног курса, варијабилности и постизања финансијске стабилности. У Европи је ЕRM део припрема земље за економску и монетарну унију и увођење јединствене валуте, евра, који је уведен 1. јануара 1999. године.

<sup>227</sup> Напомена: Девизни механизам ЕRM-2 представља завршну фазу операционализације теорије оптималног валутног подручја у оквиру европског интеграцијског процеса. Реч је о прелазном раздобљу, а то су постављени критеријуми као претпоставка уласка у еврозону и пуну монетарну интеграцију.

излагања макроекономским трошковима везивања валуте (*currency peg*). Типичан пример коегзистенције два сидра јесу земље попут Чилеа, Колумбије, Израела и Пољске.

**Табела 42.** Просечна инфлација у Чешкој Републици, Пољској и Мађарској у периоду 1999-2005. године

Година	Чешка Република	Пољска	Мађарска
1999.	2,1	7,3	10,0
2000.	3,9	10,1	9,8
2001.	4,7	5,5	9,2
2002.	1,8	1,9	5,5
2003.	0,1	0,8	4,4
2004.	2,8	3,6	6,8
2005.	1,8	2,1	3,6

**Извор:** Dianu Daniel, Langu Larian (2006), *Inflation targeting Between Rhetoric and Reality* Tiger Working Paper Series, N0 96, Warsaw, p. 19

Чини се да је најинтересантније искуство Пољске из периода трансформације од 1999. до 2010. године. Оно је било праћено повећањем отворености за токове капитала, са постепеним преласком са циљања девизног курса на циљање ИТ и независношћу централне банке. Почетком 1990. године уведен је фиксни девизни курс како би био успостављен кредибилитет у борби против хиперинфлације. Резултат је делимично постигнут, што је произвело губитак спољне конкурентности пољских произвођача. Из тог разлога је у мају 1991. године пољска валута злот девалвирала, а неколико месеци касније је уведен тзв. пузајући девизни курс. Овако постављен систем је представљао компромис између антиинфлаторне политике и јачања спољне конкурентности. Пробој у политици девизног курса спроведен је у мају 1995. године са флукуацијом од  $\pm 7\%$ . Разлог за то је делимична либерализација рачуна капитала у вези са приступањем ОЕСД-у, у комбинацији са релативно високом домаћом каматном стопом, што је изазвало масован прилив страног капитала. Сходно томе, пољске власти су дозволиле повећану волатилност девизног курса. Током година које су уследиле, флукуације су неколико пута проширене и монетарна политика је била на путу ка ИТ оквиру. У 1998. години инфлација у Пољској је први пут од почетка трансформације имала једноцифрени ниво, (табела 43). У истој години је новонастали Монетарни савет први



пут увео средњорочни циљ за инфлацију, а у априлу 2000. године и пливајући курс злоте, (табела 43).

**Табела 43.** Еволуција система девизног курса у Пољској 1990-2010. године

Период	Курсни систем	Карактеристике
Јан. 1990- окт. 1991.	Фиксни курс према долару а од маја 1991. године корпа од пет валута. Девалвација у мају 1991. године од 16,8%.	Курс као антиинфлационо сидро.
Окт. 1991- мај 1995.	Девизни курс константно пада са месечном стопом девалвације од 1,8% до 1,2%. Две девалвације, 12% у фебруару 1992. године, а 8% у августу 1993. године.	Покушај да се помири дезинфлациона стратегија са одржавањем конкурентности на светском тржишту.
Мај 1995- април 2000.	Девизни курс са флукуацијом од $\pm 7\%$ до $\pm 15$ . Пад месечне стопе девалвације од 1,2% на 0,3%. Ревалоризација централног паритета за 6% у децембру 1995. године.	Већа флексибилност кроз управљање приливом страног капитала. Расте независност монетарне политике.
Април 2000-	Пливајући девизни курс.	Инфлационо таргетирање као оквир монетарне политике. Први циљ за инфлацију је уведен у јануару 1999. године.

**Извор:** Bambula Piotr, Kozinski Witold and Rubaszek Michal (2011), The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy, Bank for International Settlements, Papers, N0 57, p. 286

Током последњих неколико деценија централне банке неоспорно показују тенденцију увођења концепта таргетирања инфлације у комбинацији са флексибилним девизним курсом. Упркос популарности ИТ оквира, још увек је нејасно како флукуације девизног курса треба да буду укључене у доношење одлука приликом спровођења монетарне политике у овом режиму. Неки тврде да централна банка треба да реагује променама девизног курса само у мери у којој они утичу на инфлацију, док други заступају став да централна банка треба да у извесној мери циља девизни курс. Сходно томе имамо мишљења да у стабилним временима монетарна политика треба да реагује на флукуације девизног курса само у мери у којој оне утичу на инфлацију и аутпут.

Намеће се закључак да не постоји “најбољи” оквир монетарне стратегије када је реч о економијама у транзицији. Уосталом, постоји широк спектар опција које могу бити искоришћене у различитим околностима. Употреба фиксног девизног курса је

најпогоднија уколико је реч о веома малим и отвореним економијама или економијама са малим финансијским интеграцијама. Веома успешном се показала употреба девизног курса као номиналног сидра ако економије имају односе са великим трговинским партнерима. То је посебно погодно за земље извознице са јаким платним билансима, што може довести до нагомилавања резерви, чиме се обезбеђује флексибилност монетарне политике и може помоћи у спречавању од разних врста шокова. Искуства показују да је за већа и развијенија тржишта пожељан нешто флексибилнији курс, а оптималан је када се комбинује са активном монетарном политиком (нпр. таргетирањем инфлације). Без обзира да ли се ради о транзиционим или развијеним економијама, аранжман треба да буде пажљиво скројен да би била избегнута тзв. конфликтна политика.

## **4.2. Таргетирање девизног курса као честа монетарна стратегија транзиционих економија**

### **4.2.1. Избор режима девизног курса у транзиционом периоду**

У транзиционим економијама су монетарне и политичке институције веома слабе и у њима је забележен висок степен инфлације, а негде и хиперинфлације. У овим економијама је у претходном периоду таргетирање девизног курса био једини начин да се смање инфлациона очекивања а привреда стабилизује. Политику таргетирања девизног курса свакако треба да прати транспарентност, као и структурне промене привреде. У Латинској Америци, балтичким земљама и другим економијама у транзицији учињен је значајан напредак у погледу транспарентности и независности монетарне политике управо стабилизационим програмима, што се поклапало са одабиром политике таргетирања девизног курса. Међутим, уколико ова мера изостане, велика вероватноћа је да ће таква политика таргетирања девизног курса доживети фијаско, што може довести до великих криза у тим економијама.

Свакако треба нагласити да транзиционе економије не губе много одричући се независне монетарне политике. Неадекватна институционална инфраструктура не омогућава коришћење дискреционе монетарне политике, па економије у транзицији зато могу мало да добију од независне монетарне политике. Због ових околности

земљама у транзицији више одговара да прилагоде своју монетарну политику са ниском и стабилном инфлацијом. Као последње уточиште стабилизационе политике, у пет транзиционих економија је у периоду од 1992. до 1997. године коришћен неки облик формалног таргетирања девизног курса, и то у Аргентини 1991. године, Естонији 1992, Литванији 1994, Бугарској 1997. и Босни и Херцеговини 1998. године.

Вагнер (Wagner, 1998) је истакао да би за заустављање инфлације у неразвијеним транзиционим земљама концепт таргетирања девизног курса био добро решење. Монетариста Фредерик Мишкин (Mishkin, 2001) је кроз истраживање могућих стратегија монетарне политике у земљама у развоју (тзв. младих тржишта Латинске Америке) изабрао концепт таргетирања девизног курса као друго најбоље решење поред концепта инфлационог таргетирања. Уосталом, перформансе изабраних транзиционих економија балтичког региона и Бугарске само потврђују тезу да је са концептом таргетирања девизног курса дошло до побољшања макроекономских индикатора, у односу на период пре примене, (табела 44).

**Табела 44.** Макроекономске перформансе изабраних транзиционих економија пре и током примене концепта таргетирања девизног курса

	(y %)				
Земља	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.*
<b>Бугарска</b>					
БДП	-2,4	1,4	2,5	-10,9	-9,0
Инфлација	63,9	121,9	32,9	310,8	730,0
Буџетски дефицит/БДП	10,9	6,6	6,8	16,7	-
Девизни курс лев/\$	32,7	66,0	70,7	495,7	2,100
<b>Естонија</b>					
БДП	-8,6	-3,2	2,9	3,0	5,0
Инфлација	35,0	41,7	28,9	14,8	10,0
Буџетски дефицит/БДП	-1,4	0,0	-1,0	1,5	-
Девизни курс круна/\$	13,88	12,48	11,52	12,44	12,50
<b>Литванија</b>					
БДП	-30,4	6,0	3,0	3,0	4,0
Инфлација	188,7	45,1	35,7	13,1	12,0
Буџетски дефицит/БДП	-0,8	1,8	1,0	-	-
Девизни курс литас/\$	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0

**Напомена:** За 1997. годину извршена је процена за све изабране економије.

**Извор:** Blejer M, Škreb M, 1999, Balance of payment, exchange rates, and competitiveness in transition economies, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts, p. 112-113

Међутим, таргетирани девизни курс може бити опасан јер оставља простор за шпекулативне нападе на националне валуте, што може имати штетне последице по њихове економије. И заиста, шпекулативни напади на Мексико, Источну Азију и Аргентину проузроковали су велике валутне кризе које су свакако имале негативне последице по њихове економије.

#### 4.2.2. Валутне кризе у земљама у транзицији

Експерти ММФ-а сматрају да се валутне кризе појављују када се догоди оштра девалвација националне валуте зато што су тада монетарне власти државе која има тај проблем принуђене да троше велика девизна средства за заштиту своје новчане јединице, као и да повећавају каматне стопе и уводе разна ограничења на проток капитала. Познати амерички економиста Кенет Рогоф (Kenet Rogof), који долази из кругова ММФ-а, тврди да валутна криза наступа када курс неке валуте опадне за 15% у периоду од годину дана, а инфлација се у истом раздобљу повећа за више од 20%. Његов колега који долази из практичне бранше и послова које је такође обављао у ММФ-у сматра да се валутна криза испољава тек када нека валута ослаби за 25% годишње, а инфлација премаши десетопоцентни ниво.<sup>228</sup>

За потврду наведеног илустративно је искуство кризе у **Мексику** током 1994. године где су преко лабаве монетарне и фискалне дисциплине, уз престанак прилива страног капитала, били принуђени да девалвирају своју националну валуту пезос (*peso*) за 15%. Међутим, главни окидач ове кризе су политичке тензије у Мексику које су акумулиране током 1994. године и то је чињеница која је ретко приказивана. Уосталом, као реакција на такву ситуацију дошло је до побуне сељака у мексичкој покрајини Тисахуалпа и другог атентата на председничког кандидата владајуће странке. Овакву ситуацију је пратио прилично велики дефицит текућег рачуна економије Мексика, огромна кредитна експанзија, прецењеност курса мексичке валуте и знатан раст каматних стопа у САД.

Поменута девалвација у Мексику је произвела низ негативних последица. Као прво, девалвација од 15% је била неадекватна јер се влада обавезала на фиксни курс, па је нарушен кредибилитет мексичке владе. Оно што је такође произвело негативне конотације по привреду Мексика јесу консултације са пословним људима у водећим

<sup>228</sup> <http://www.akter.co.rs/26-ekonomija/30065-za-40-godina-vie-od-430-...>, доступно дана 01.02.2014.

компанијама који су знали за план девалвације, што је њима оставило простора да остваре профит на рачун неинформисаних иностраних улагача. Због датих околности, многим иностраним инвеститорима се у тим данима мексичка влада показала у негативном светлу. Тако је наизглед мала девалвација пезоса довела до потпуног неповерења у мексичку економску политику. Пезос је убрзо двоструко ослабио у односу на период пре кризе, што је проузроковано управо одливом капитала услед неповерења у способност владе. Ово је утицало на повећање увозних цена и на раст инфлације која је пре кризе била једноцифрена. Како би се мексичка валута стабилизovala, а са њом и инфлација, мексичка влада је повећала каматне стопе које су биле више од 80% на годишњем нивоу. Високе камате су условиле нагли пад тражње и реални БДП је пао за 7% у години након кризе. У оваквој ситуацији САД су се одлучиле на велику међународну помоћ влади Мексика јер је ова криза претила да озбиљно уздрма цео регион. Напори су дали позитивне резултате тако да је током 1996. године обновљен економски раст. Мексику је омогућен приступ међународном капиталу, а интервентни кредит је враћен пре рока доспећа. Уосталом, мексичка економија припада првој генерацији модела валутних криза где се као главни узрок неравнотеже појављују и иностране обавезе.

Насупрот, претходном *Аргентина* је имала карактеристично искуство са валутном кризом. Аргентина је имала другачији режим девизног курса у односу на Мексико. Наиме, валутни одбор је био такав да је аргентински пезос био везан према долару у паритету 1:1, а сваки пезос из примарног новца је имао своје покриће у доларским међународним резервама. Како би се одбранила од преливања мексичке кризе, Аргентина није развијала чврсте трговинске везе са Мексиком. Међутим, то очигледно није било довољно. Шпекуланти су напали аргентински пезос очекујући да ће аргентинска влада напустити валутну управу како би смањила стопу незапослености. Одлив капитала из земље под системом валутног одбора узроковао је нагло смањење примарног новца, што је изазвало банкарску кризу. За само годину дана (јануар 1994-фебруар 1995.) Аргентина је изгубила трећину својих девизних резерви. Оволики губитак капитала подигао је каматну стопу на чак 20% 1995. године, што је довело до пропадања многих банака и предузећа, а привреда је запала у дубоку рецесију. Дакле, криза је утицала на смањење привредног раста.<sup>229</sup> Треба нагласити да

---

<sup>229</sup> Roubilni N., 1998, "The Case Against Currency Board: Debunking 10 Muths about the Benefits of Currency Boards", Stern School of Business, New York University.

су велики фискални проблеми Аргентине довели до озбиљног слабљења банкарског система. Ова јужноамеричка држава је проблем буџетског дефицита решавала присилом банкарског сектора да апсорбује велике износе владиног дуга. Инвестотори су изгубили поверење у аргентинску владу, престали су да верују да ће отплатити свој дуг, његова цена је пала изазивајући велика пражњења банкарског сектора, што је само условило даљи пад привредне активности.

Ово само потврђује да не стоји тврдња да валута земље валутног одбора дели судбину резервне валуте. Валутне кризе могу да погоде земљу валутног одбора, да истроше њене монетарне резерве, а да резервна валута не претрпи било какве штете. Овим је очигледно да је међународна помоћ била више него потребна да би се обновио банкарски, па и привредни систем, али ипак знатно мање него у Мексику. Како би привукли међународне инвеститоре, у Аргентини је, за разлику од Мексика, коришћен режим фиксног девизног курса. Тако већ током 1996. године Аргентина бележи привредни раст.

Валутна криза у источној Азији није имала везе са фискалним дефицитом (валутне кризе прве генерације), нити су то била макроекономска искушења (валутне кризе друге генерације). Заправо, валутне кризе су биле више симптом него узрок. Занимљиво је да је источноазијска криза имала врло мало везе са валутом и монетарним питањем. Азијске земље (Тајланд, Индонезија, Кореја и др.) су имале скоро савршене показатеље: висок привредни раст, више прецењену него потцењену валуту, ниску инфлацију и низак јавни дуг. Влада мишљење да је требало да владе брину о сопственој задужености и о буџетском дефициту, док је дефицит текућег биланса и дугова који су произилазили из активности приватног сектора требало да буду у домену њиховог менаџмента. Висока задужења приватног сектора у иностранству изазвала су неповерење инвеститора, што је резултирало одливом капитала и валутном кризом.<sup>230</sup>

Типичан пример кризе тзв. азијског грипа је забележен на Тајланду где многи дужници нису могли да враћају краткорочне иностране кредите услед урушавања тржишта акција и тржишта некретнина. С друге стране, штедише су повлачиле своје депозите, па је економски раст нагло успорен и на видiku се појавила девалвација

---

<sup>230</sup> Висока задужења у иностранству су настала од банака на Тајланду, индустријских компанија у Индонезији, Кореји и др., Попов V., 2001, "Currenc crises in Russia and other transition economies", MMRA, str. 16.

тајландске националне валуте, што је значило укидање везаног курса. Дефицит платног биланса Тајланда је од 1994. године износио више од 4%, уз слаб надзор финансијског сектора. Тајланд је напослетку тек 1997. године затражио помоћ од ММФ-а када је везани курс тајландског бахта за амерички долар постао неодржив. Пошто је убрзо затим бахт девалвирао, укинута су везана курса и у другим азијским економијама (Малезији и Индонезији). Финансијски захтеви ових азијских земаља ка ММФ-у су били без преседана и износили су 120 милијарди долара. У међувремену су девизни курсеви тих економија депресирали од 40% до 72%. И поред евидентне помоћи, ММФ је смањивао своја очекивања у погледу економског раста ових азијских економија, (табела 45).

**Табела 45.** Прогнозе раста реалног БДП-а источноазијских земаља

(у %)

Земља	V 1997.	X 1997.	XII 1997.	II 1998.	1998.*
Тајланд	7,0	3,5	0,0	-2,7	-8,0
Индонезија	7,5	6,2	2,0	-3,3	-13,7
Малезија	7,9	6,5	2,5	-3,3	-6,8
Филипини	6,4	5,0	3,8	2,9	-0,5
Јужна Кореја	6,3	6,0	2,5	-0,2	-5,5

**Извор:** Бабић А., Жигман А., вељача 2000, Валутне кризе: прегледи теорије и искуства 1990-тих, Хрватска народна банка, Загреб, стр. 13

Генерално узев, анализе ММФ-а су потврдиле да су валутне кризе у Азији биле изазване нестабилношћу банкарског сектора крајем последње деценије 20. века. Погоршање завршних рачуна банака услед повећања губитака код зајмова привреди је значајан фактор који је довео до кризе у овим источноазијским економијама. Лош систем супервизије, скенирање и мониторинг над банакрским сектором испољили су се кроз кредитни бум у овим економијама. Највећа сума кредита је заправо одлазила ка нефинансијским приватним предузећима. Губици банака су били толико велики да су довели до ерозије банкарске нето имовине (капитала). Банке су имале све мање сопствених ресурса за позајмљивање, што је довело до смањивања економске активности у тим економијама. Ипак, трачак привредног опоравка у Азијским економијама је забележен 1999. године.

## 4.3. Монетарна стратегија таргетирања инфлације

### 4.3.1. Анализа искустава у примени циљања инфлације у изабраним земљама у транзицији

Пре више од две деценије нека тржишта у настајању и транзицији су покренула стратегије које садрже елементе инфлационог таргетирања. Тако је чилеанска банка 1991. године почела са делимичним концептом инфлационог таргетирања, а формално га је увела 1999. године. Банка Израела је 1992. године усвојила нумеричке циљеве за инфлацију. И друге економије су усвојиле такав оквир монетарне политике укључујући Чешку Републику и Кореју 1998. године, Пољску, Бразил и Колумбију 1999. године (1991. године имплицитни нумерички таргет), Јужноафричку Републику и Тајланд 2000. године. Мађарска је увела концепт ИТ 2001. године. Гана је неформални облик ИТ усвојила 2002. године, а формално 2007. године. Румунија је увела таргетирање инфлације 2005. године. Србија је неформални концепт инфлационог таргетирања усвојила 2006, а формално 2009. године. Арменија и Турска су овај концепт увеле 2006, а Молдавија 2009. године.

Емпиријска истраживања из 2012. године показују да је оптимална инфлација поменутих економија у транзицији између 1 и 8%. Економије у транзицији су до 2012. године имале нешто виши инфлациони циљ у односу на развијене економије између 2 и 4,5%.<sup>231</sup> Само су Турска, Гана и Молдавија имале инфлациони таргет већи од 4,5%. Искуство показује да је мања опасност од прениског инфлационог таргетирања у односу на превисоко инфлационо таргетирање. Уосталом, међународна искуства нам показују да минимални  $\pm$  распон од 1,00% код таргетирања инфлације користи већина земаља, укључујући Чешку Републику, Пољску и Румунију. Средњи опсег  $\pm 1,5\%$  користе Јерменија, Србија и Тајланд. И максимални опсег распона код таргетирања инфлације од  $\pm 2,0\%$  користе Бразил, Гана и Турска.

Постоје три начина да се дефинише циљ инфлације код економија у транзицији: а) циљ у виду тачке, б) циљ у виду опсега и в) централна тачка са циљаним опсегом. Циљ у виду тачке инфлацију (*point target*) је обично дугорочни циљ. Заправо, она оставља простор за флексибилност у зависности од кредибилитета централне банке. Тачком таргетирања инфлације (*point target*) могу да се стабилизују инфлациона

---

<sup>231</sup> Напомена: Развијене економије су се определиле за циљану стопу инфлације од око 2%.



очекивања више и ефикасније него опсегом и дометом за инфлацију. У Мађарској као транзиционој економији употребљен је овај облик циљ у виду тачке инфлационог таргетирања. Када се утврђује опсег за таргетирање инфлације (*range target*), оптимална стопа инфлације не може да се дефинише са сигурношћу. Опсег за циљање инфлације је обично дугорочни циљ. Уосталом, ово оставља простор за флексибилност (за надувавање изнад или испод циљаног распона), у зависности од кредибилитета централне банке. Колумбија је пример транзиционе економије која је веома осетљива на шокове који долазе споља. Отуда, из кругова врховне монетарне установе Колумбије данас се може чути да и даље највећу бригу представља утицај спољних шокова приликом креирања циља у виду тачке за инфлацију.

Циљ у виду опсега за инфлацију (*range target*) не уклапа се са потребама привреда у развоју. С обзиром на то да је оптимална стопа инфлације покретни циљ у овим привредама, она захтева њихово редовно подешавање. Ако сагледамо конкретно искуство економије попут Бразила оно показује да би такав процес допринео дефлацији, па управо због ових околности код циљног хоризонта имамо годишњи циљ за инфлацију.

Уосталом, постоји општа несигурност у вези са економским предвиђањима ако се инфлација приближава горњој граници опсега. Већина економија је, попут Пољске, Србије, Румуније и Бразила, изабрала комбиновану централну тачку са циљаним опсегом за стопу инфлацијем, (табела 46).

Уколико анализирамо међународна искуства и последице примене концепта инфлационог таргетирања у Латинској Америци, евидентно је да 2013. године **Колумбија** као доларизована економија, после Чилеа, има најнижу стопу инфлације, коју прати 4% привредног раста. Централна банка Колумбије је крајем 2012. године снизила референтну каматну стопу на 4,5%.<sup>232</sup>

Стратегија за заустављање инфлације у Колумбији је у периоду 1991-1998. године била неуспешна, јер је просечна годишња стопа инфлације у овој земљи износила 22,7%, тако да је констатно стварна инфлација надмашивала циљану величину.<sup>233</sup> Циљ је једино остварен 1997. године када је стопа инфлације била испод

---

<sup>232</sup> <http://www.forex.investingvue.com/showthread.php?t=42447>, доступно дана 31.12.2013.

<sup>233</sup> Таргетирана величина за инфлацију 22% (1991), 10% (2000), 4,5%±0,5% (2006), 4%±0,5 (2007), Solanes Garcia, Jose Flores, Torrejon Fernando, (may 2009), Inflation Targeting Works Wellin Latin America, Universidad Catolica De San Antonio, Murcia, p. 6.

18%, колики је био и таргет.<sup>234</sup> Колумбија је од раних 90-их водила лабавији облик инфлационог таргетирања, а тек је од 2000. године просечне стопе инфлације снизила на једноцифрени ниво. Бурна историја монетарне политике Колумбије показује да је просечна главна каматна стопа 1995-1999. године била висока и то 8,08%. Међутим, у периоду реформулисања колумбијског монетарног режима 2000-2005. године долази до њеног драстичног смањења, па је просечна главна каматна стопа износила 2,26%, уз стварну стопу инфлације коју прате мања одступања од таргетираног нивоа. У време глобалне финансијске кризе 2007-2009. године таргетиране величине знатно одступају од стварне инфлације, нарочито 2008. године. Последњи период посматрања након глобалне финансијске кризе у Колумбији је познат као реалативно миран период који прати блага инфлација у оквирима таргетиране величине.<sup>235</sup>

**Табела 46.** Ниво таргетиране стопе инфлације-искуство

Држава	Старт ИТ	Институција која поставља циљ	Циљ	Таргет 2012.	Циљни хоризонт
Арменија	2006.	Влада и ЦБ	СРП	4%+/-1.5%	Средњорочни
Бразил	1999.	Влада и ЦБ	СРП	2-3%	Годишњи циљ
Чиле	1999. (1991.)	ЦБ	СРП	3%+/-2%	Око две године
Чешка Република	1998.	ЦБ	СРП	2%+/-1%	Средњорочни од 12 до 18 месеци
Гана	2007. (2002.)	Влада и ЦБ	СРП	8,7+/-2%	18-24 месеца
Мађарска	2001.	ЦБ	СРП	3%	Средњорочни
Колумбија	1999. (1991.)	ЦБ	СРП	2,0 +/-4%	Средњорочни
Израел	1992.	Влада и ЦБ	СРП	1-3%	У року од две године
Молдавија	2009.	Влада и ЦБ	СРП	5%+/-1,5%	За више година постићи
Пољска	1998.	ЦБ	СРП	2,5%/-1%	Средњорочни
Румунија	2005.	Влада и ЦБ	СРП	3,0+/-1%	Средњорочни таргет од 2013. године
<b>Србија</b>	<b>2009. (2006.)</b>	<b>Влада и ЦБ</b>	<b>СРП</b>	<b>4,0+/-1,5%</b>	<b>Средњорочни</b>
Турска	2006.	Влада и ЦБ	СРП	5,0%/-2%	Више година (три године)

<sup>234</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, “Монетарна стратегија”, Економски факултет, Ниш, стр. 158.

<sup>235</sup> Leiderman Leonardo, Maino Rodokfo, Parrado Eric (Julio 2006.), “Inflation Targeting in Dollarized Economies”, Working papers N0 368, Banco Central de Chile, Peru, p. 4.

**Извор:** Giucci Ricardo, Rubia De La Cyrus (September 2012), The inflation targeting regime 2013-2017: Analysis and Recommendations, German Economic Team Moldova, Policy Briefing Series, PB /02/2012, Berlin, p. 24

У монетарној историји Колумбије имамо два интересантна раздобља. Током првог периода имамо ненајављену дискрециону интервенцију (септембар 2004-март 2006.). Постоје докази да су интервенције утицале на ниво девизног курса у намераваном смеру. Штавише, девизне интервенције су резултирале ап्रेसијацијом пезоса наспрам америчком долару, без подривања БДП-а, са испуњавањем циљане стопе инфлације. Такво искуство Колумбије између 2004-2006. године сугерише да режим циљања инфлације може бити кредибилан и ефикасан, иако режим девизног курса није био чисто флукутирајући. Искуство Колумбије у првој половини 2007. године, међутим, илуструје границе девизне интервенције као независног инструмента монетарне политике. У другом периоду дискрециона интервенција није била детектована на девизном тржишту кроз девизни курс и била је неефикасна у кретању девизног курса у жељеном правцу. Током овог периода БДП је растрзан између бриге за стабилност цена, с једне стране и забринутости због брзог темпа апресијације курса. Укратко, имамо став да искључиво девизне интервенције не могу да утичу на ниво девизног курса када сама интервенција ствара конфликт са другим циљевима монетарне политике, првенствено кроз постизање циљане инфлације, (табела 47).<sup>236</sup>

**Табела 47.** Кретање циљане и стварне стопе инфлације у Колумбији 1999-2013. године

Држава	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Инфлац. таргет	10,0	8,0	6,0	5,5	5,5	5,0	4,5	4,0	4,0	5,0	3,0	3,0	2,0-4,0
Стварна инфлација	9,0	7,6	6,2	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	3,1	3,4	2,77

**Извор:** Kamil Herman (April 2008), Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia, IMF Working paper wp/08/88, International Monetary Fund, Washington, p. 25., and Gonzales Andreas, Franz Hamann (2011), Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia, Desprallo Y Sociedad, Prime semestre DE 2011. PB 01, p. 66 and inflation rate ili dostupno na adresi sajta: <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?co&v=71>, dostupno dana 31.12.2013.

<sup>236</sup> Kamil Herman (April 2008), "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes?" The Case of Colombia, IMF Working Paper, Wp/08/88, International Monetary Fund Washington, p. 31.

Ако пропратимо искуство **Бразила** у том погледу, ЦБ Бразила је концепт циљања инфлације успоставила 21. јуна 1999. године и до данас је овим режимом веома успешно спровођена антиинфлациона стратегија кроз остварење таргета. Уосталом, концепт пливајућег режима девизног курса и валутне политике кроз управљање својим међународним резервама су важни стубови монетарне политике ЦБ Бразила. Аналитичари процењују да ће инфлација 2014. године бити 6%. ЦБ Бразила циља годишњу инфлацију од 4,5% ±2%. Из кругова аналитичара ЦБ Бразила може се чути да у овом тренутку концепт таргетирања инфлације нема алтернативу, (табела 48).

**Табела 48.** Таргетирана и остварена инфлација у Бразилу 1999-2012. године

Година	Таргет	Толеранција и интервал (у %)	Актуелна инфлација	Остварење таргета
1999.	8	2	8,94	Не
2000.	6	2	5,97	Да
2001.	4	2	7,67	Не
2002.	3,5	2	12,53	Не
2003.	3,25 4	2 2,5	9,30	Не
2004.	3,75 5,5	2,5 2,5	7,60	Да
2005.	4,5	2,5	5,69	Да
2006.	4,5	2,0	3,14	Да
2007.	4,5	2	4,46	Да
2008.	4,5	2	5,90	Да
2009.	4,5	2	4,31	Да
2010.	4,5	2	5,91	Да
2011.	4,5	2	6,50	Да
2012.	4,5	2	5,84	Да

**Извор:** Preuzeto sa sajta Banco central Do Brasil i videti isto Đurović Todorović J., Đorđević M., 2011, Monetarna strategija, Ekonomski fakultet, Niš, str. 154

Свакако треба нагласити позитивне ефекте стабилизационог програма у Бразилу засноване на девизном курсу из 1994. године када је инфлација смањена са рекордних 2500% у децембру 1993. године на мање од 2% децембра 1998. године. Међутим, проблеми у јавним финансијама и немогућност смањења буџетског дефицита изазвали су шпекулативне нападе, а скупи и неуспешни покушаји одбране бразилске валуте

реала довели су до снажне валутне кризе 1998-1999. године. Искуство ове латиноамеричке земље са фиксним режимом девизног курса повезане са ером дубоке финансијске кризе 1990. године довело је до потражње за алтернативним номиналним сидром. Од тада је на сцени флексибилни девизни курс у комбинацији са циљаном инфлацијом коју је спроводила ЦБ Бразила.

Треба нагласити да су монетарне власти Бразила од 1999. до 2007. године успеле да направе оптималну комбинацију инфлације и стопе незапослености, (табела 49). И данас је незапосленост на историјском минимуму. 2010. године је износила 6,75%, 2011. године 6% и 2012. године 5,5%, што је праћено инфлацијом од 6,50% 2011. године и 5,84% 2012. године. У истом периоду да би инфлација била под контролом и стабилизован девизни курс, просечна реална каматна стопа одржавана је на прилично високом нивоу и износила је 10,3%. Овакав тренд је присутан и данас јер је и крајем 2013. године референтна каматна стопа ЦБ Бразила остала висока и износила је 9,5% у циљу смиривања раста потрошачких цена и остваривања циљане инфлације, уз контролу дугорочних инфлаторних очекивања. У обзир треба узети и податак да је ова земља у 2010. години имала привредни раст од чак 7,5%, што је највиша стопа раста у последњих 25 година. Међутим, раст инфлације је у овој економији успорио привредни раст на 2,7% 2011. године и 1,3% 2012. године, а све у циљу “хлађења” економије.<sup>237</sup>

У *чилеанској* економији је од 1990. године делимично коришћен оквир монетарне политике преко циљања инфлације у комбинацији са флексибилним девизним режимом. Овај циљ је имплементиран септембра 1990. године као пројекција за инфлацију од преко 20%, која је била актуелна 1991. године. Овај концепт је познат као градулаистички концепт обарања инфлације. Како су очекивања пројектоване инфлације током наредне четири године била углавном испуњена, јавност је све више стицала поверење у институције. Од септембра 1994. године ЦБ Чилеа и формално прелази на концепт таргетирања стопе инфлације. Напоменимо да је у другој половини 80-их година прошлог века просечна стопа инфлације у Латинској Америци износила 145%.

---

<sup>237</sup> Подаци преузети са сајта: [http://www.indexmundi.com/brazil/economy\\_profile.html](http://www.indexmundi.com/brazil/economy_profile.html), доступно дана 31.12.2013.

**Табела 49.** Динамика макроекономских варијабли у Бразилу 1999-2007. године

Година	Стопа раста БДП-а	Стопа незапослености	Стварна стопа инфлације
1999.	0,3	8,3	8,94
2000.	4,3	7,9	5,97
2001.	1,3	6,8	7,67
2002.	2,7	7,9	12,53
2003.	1,1	12,3	9,3
2004.	5,7	11,5	7,6
2005.	3,1	9,8	5,69
2006.	3,7	10,0	3,14
2007.	5,4	9,3	4,46

**Извор:** Arestis Fernando, Filho Ferrari and Paula de Fernando Luiz (March 2011), Inflation targeting in Brazil, International review of Applied Economics, Federal university of Rio Grande do Sul and CNPq, Rio de Janeiro, Brazil, p. 136 ili dostupno na adresi sajta <http://www.informaworld.com/smpp/title-content=t713426883>

**Табела 50.** Просечна инфлација у Чилеу 1990-2013. године

Земља	Година	Просечна инфлација (децембар-децембар)
Чиле	1990-1999.	10,8%
	1990-2006.	7,5%
	2000-2006.	2,8%
	2007-2013.	3,28%

**Извор:** Valdes O. Rodrigo (28. February 2007), Inflation targeting in Chile: Experience and Issues, Monetary Policy in Emerging Markets organized by the Economics Department/OECD and CCBS/Bank of England Central banka of Chile, PDF verzija, a podaci za prosečno ostvarenu inflaciju 2007-2013. godine u Čileu preuzeti sa sajta <http://www.inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla...>, dostupno dana 08.01.2014.

Ако посматрамо искуство пре примене концепта инфлационог таргетирања у једном броју земаља Латинске Америке била је присутна хиперинфлација, па је тако у другој половини 1990-их у Бразилу забележена инфлација од 1.585,20%, у Аргентини 1.833%, док је у Никарагви износила чак 13.490%. Насупрот овоме, овакав концепт таргетирања инфлације је првенствено у Чилеу дао одличне резултате у “сламању” инфлације, па је инфлација оборена са 25% пре примене концепта инфлационог таргетирања на 2,8% након 16 година примене овог концепта 2006. године. У Чилеу је

од 1990. до 2006. године инфлација показивала силазни тренд. Нешто вишу стопу инфлације у Чилеу имамо у периоду 2007-2013. године, првенствено убог утицаја глобалне финансијске кризе, (табела 50). Треба истаћи да је стопа привредног раста 90-их година 20. века била изузетно висока и износила је око 8,5% на годишњем нивоу.

**Табела 51.** Кретање стопе инфлације у Чилеу пре и после примене инфлационог таргетирања

Кретање стопе инфлације пре примене концепта инфлационог таргетирања				
Земља	Година	Циљ (ценовни индекс)	Распон	Стварна стопа инфлације
Чиле	1971-1972.	-	-	79,3%
	1975.	-	-	340,7%
	1980.	-	-	31,2%
	1985.	-	-	26,4%
	1990.	-	-	27,3%
Кретање стопе инфлације после примене концепта инфлационог таргетирања				
Земља	Година примена таргета	Циљ (ценовни индекс)	Распон	Стварна стопа инфлације
Чиле	Децембар 1990. Јануар 1991.	CPI	20%	25,91
			13%	21,98
	1992.	CPI	16%	15,54
	1993.	CPI	10%	12,73
	1994.	CPI	12%	11,52
	1995.	CPI	9-11%	8,23
	1996.	CPI	±8%	7,38
	1997.	CPI	±6,5%	6,14
	1998.	CPI	±5,5%	5,12
	1999.	CPI	±4,5%	3,34
	2000.	CPI	±4,3%	3,84
	2001.	CPI	±3,5%	3,57

**Извор:** Fung Sanchez R. Jose (2007), Inflation targeting and monetary analysis in Chile and Mexico, Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences, Volume 1, Issue 3, p.44 and <http://www.inflation.eu/eu/inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla.>, dostupno дана 07.01.2014.

Наговештај промена у креирању монетарне политике у Чилеу настаје 1998. године када се јавља рецесија као последица пораста каматних стопа и спољнотрговинског дефицита. Током 1999. године ЦБ Чилеа снижава каматне стопе уз депресијацију пезоса, што даје основа за привредни раст. Добро постављен фискални систем, уз одличне карактеристике финансијског система, даје добру подлогу за

остваривање утврђених инфлационих циљева. Чиле је са суфицитом у буџету био поуздан знак постојања чврсте финансијске дисциплине и буџетског ограничења. Банкарски систем је био у прилично добром стању, што је било добра подлога да ЦБ Чилеа предузима мере ради очувања стабилности валуте без угрожавања банкарског система. Треба нагласити да је контрола прилива капитала такође значајан фактор који је био у функцији стабилности чилеанске економије током 90-их година 20. века.

И у периоду од 2007. до 2013. године Чиле представља добар пример одржавања континуирано ниске инфлације, изузев кризне 2008. године када је инфлација износила чак 8,71%. Показатељи привредног раста потврђују да ова латиноамеричка држава представља добар пример концепта таргетирања инфлације и у условима брзорастућих економија, (табела 52).

**Табела 52.** Привредни раст појединих водећих земаља у развоју

Годишње процентуалне промене	2004-2011.*	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Аргентина	7,4	9,0	9,2	8,5	8,7	6,8	0,8	9,2	8,9	2,5	3,2	4,2
Бразил	4,0	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,3	4,0	4,4
<b>Чиле</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
Колумбија	4,8	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,4	4,5	4,8

**Напомена:** За 2013. и 2014. годину дате су прогнозе.

**Извор:** Куртовић С., 2014, Међународне финансије, Економски факултет, Мостар, стр. 245, а преузето по основу извештаја World Outlook, 2013, р. 17

Врло занимљиво искуство има **Чешка** која је концепт инфлационог таргетирања као нову стратегију монетарне политике увела 1998. године. Тада је инфлација у Чешкој износила 12% и имала тенденцију даљег раста. Треба нагласити да су на почетку примене инфлационог таргетирања постојали следећи услови: а) није постојала обавеза према влади и резултатима фискалне политике; б) ЦБ је имала легалну независност, независност циљева и независност инструмената; в) ЦБ није имала мандат за ценовну стабилност, али индиректно јесте преко валутне стабилности; г) ЦБ није имала формалну одговорност за постигнуте резултате; д) постојали су услови за спровођење операција на отвореном тржишту; ђ) капацитети за моделирање, предвиђање и разумевање трансмисионог механизма монетарне политике су били на



ниском нивоу; ж) здравље и развијеност финансијског система су били средњег нивоа и з) проблема са јавним дугом није било.<sup>238</sup>

Почетно таргетирање инфлације у Чешкој одликовало је фокусирање на средњи рок при пројектовању инфлације, прогнозирање инфлације и јавно објављивање утврђених таргета. Прогноза инфлације је од највећег значаја за одлучивање о тренутним подешавањима каматних стопа. Монетарна политика је на годишњем нивоу требало да се спроводе тако да на крају 1998. године инфлациони циљ буде 5,5-6,5%, а у трогодишњем периоду (тј. на крају 2000. године) циљ би био инфлација у распону од 3,5-5,5%. Од децембра 1998. године до данас сведоци смо силазног тренда код репо каматне стопе ЦБ Чешке, и то са једноцифреним износом (до овог временског периода имали смо репо каматне стопе са двоцифреним предзнаком).<sup>239</sup> При пројектовању инфлационог таргета на средњи рок фокусирање се односи на период од 12 до 18 месеци, уз корак даље кроз објављивање прогнозе каматне стопе у наредним годинама. Тако ЦБ Чешке даје прогнозу каматне стопе и инфлације, које би у наредне две године требало да имају узлазну путању, (табела 53).<sup>240</sup>

**Табела 53.** Прогнозе кретања репо каматне стопе и стопе инфлације у Чешкој Републици 2013-2014. године

Репо каматна стопа ЦБ Чешке	Временски хоризонт	Прогноза репо стопе	Годишња инфлација прогноза	
	2013.	0,5	-	-
2014.	0,4	2014Q4	2,2%	
2015.	1,2	2015Q1	3,0%	

**Извор:** [http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/forecast/](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/), доступно дана 06.01.2014.

<sup>238</sup> Ђуровић Тодорвић Ј., Ђорђевић М., 2011, “Монетарна стратегија”, Економски факултет, Ниш, стр. 149.

<sup>239</sup> Детаљније о кретању репо каматне стопе Централне банке Републике Чешке видети на сајту: [http://www.cnb.cz/en/faq/how\\_has\\_the\\_cnb\\_two\\_week\\_repo\\_rate\\_ch](http://www.cnb.cz/en/faq/how_has_the_cnb_two_week_repo_rate_ch), доступно дана 06.01.2014.

<sup>240</sup> Berg Claes, Hallsten Kerstin, Queijo Von Heideken, Virginia Sodersrom Ulf, 2013, “Two Decades of Inflation Targeting: Main Lesons an Remaining Challenges”, Economic Review, Sveriges Risk Bank N3, Special Issue, Stocholm, p. 18.

ЦБ Чешке у свом документу о монетарној стратегији објављеном у априлу 1999. године формулисала је дугорочни циљ за стабилност цена у смислу инфлације у осегу од 1-3% која би важила за крај 2005. године. Имајући у виду циљане инфлације за 2000. годину у распону од 3,5-5,5%, то је подразумевало просек годишњег смањења таргетиране инфлације од 0,5%.

У априлу 2000. године, инфлациони циљ је постављен за крај 2001. године. У априлу 2001. године донета је одлука да се фокусира циљање укупне инфлације (тј. раста кроз укупан индекс потрошачких цена). Почетком јануара 2002. године је одређен циљ за инфлацију и износио је 3-5%, а завршава се децембром 2005. године у износу од 2-4%. Циљна инфлација од 3% с дозвољеним одступањем  $\pm 1\%$  у оба смера је најављена за период од јануара 2006. године. У марту 2007. године постављен је нови циљ за инфлацију од 2%, а најављен је од јануара 2010. године. Као и раније, ЦБ Чешке ће настојати да обезбеди да се остварена инфлација не разликује од циљане за више од 1% на обе стране. ЦБ Чешке заснива своју процену тренда инфлације на основу статистичких података објављених од стране чешког завода за статистику. Неоспорно је да је ова банка остварила изванредне резултате када је реч о циљању инфлације, при чему су као основни инструмент коришћене операције на отвореном тржишту, са репо стопом, (табела 54).

Ако сагледамо позицију *Румуније* постоје две различите фазе у циљању инфлације, које су постављене од стране НБ Румуније. Искуство суседне државе је за нас врло битно због актуелног стремљења наше земље ка ЕУ. Иначе, инфлационо таргетирање се помиње у румунској средњорочној стратегији за економски развој од 2000. године, потврђено је 2002., а званично је усвојено 2005. године. Прву фазу (од 2005. до 2012. године) карактерише пад инфлационих циљева који је пре свега био потребан ради одрживе годишње стопе инфлације у средњем року. Сада је актуелна фаза вишегодишњег циљања инфлације у складу са средњорочном дефиницијом стабилности цена почев од 2013. године. Ова фаза треба да обезбеди прелазак на фазу циљања дугорочно континуиране инфлације у складу са дефиницијом цена од стране ЕЦБ.

**Табела 54.** Кретање инфлационог таргета у Чешкој Републици, 1998-2010. године

Година	Почетак примене	Инфлациони таргет	Стопа инфлације (CPI)
1998.	Децембар 1998.	5,5-6,5%	-
1999.	Децембар 1999.	4-5%	2,5
2000.	Децембар 2000.	3,5-5,5%	3,8
2001.	Децембар 2001.	2-4%	0,6
2002.	Јануар 2002.	3-5%	0,1
2005.	Децембар 2005.	2-4%	1,9
2006.	Јануар 2006.	3±1%	2,7
2007.	Март 2007.	2% најава	2,9
2010.	Јануар 2010.	2±1%	1,5

**Извор:** <http://cnb.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 21.02.2013.

У Румунији је у периоду 2004-2008. године забележен привредни раст од 6 до 8% и све до светске финансијске кризе 2007. године забележено је повећано кредитирање у току последње деценије. У овом периоду евидентан је напор НБ Румуније да задржи кредитну експанзију која је настала углавном од система страних филијала комерцијалних банака које су пословале у овој држави. Актуелна неефикасност канала каматних стопа истицила је потребу за јаким локалним играчем (са домаћим капиталом) на монетарном тржишту у Румунији. Приливом страног капитала, насталог делом по основу закаснеле приватизације, румунска централна банка је покушала да ублажи политиком контролисано пливајућег курса коју спроводи до данашњих дана. НБ Румуније признаје да у данашњим условима није пожељна кредитна експанзија, уз још једно јавно признање да значајно ублажавање монетарних услова може довести до знатног одлива капитала. У периоду глобалне финансијске кризе 2007-2009. године Румунија бележи највећи пад реалног БДП-а у 2009. години од чак -7,1% и 2010. године -1,3%. Иначе, просек привредног раста према прорачуну Института за националну статистику Румуније у периоду 2000-2013. године износи 0,9%. Дакле, у периоду после финансијске кризе из 2007. године у Румунији се бележи постепени опоравак привредног раста, (табела 55).

**Табела 55.** Динамика кључних варијабли у Румунији у периоду 2000-2013. године

Година	Стопа раста БДП	Стопа незапослености	Инфлациони таргет	Актуелна инфлација (%)	Остварење таргета
2000.	2,2	-	27%	45,7	Не
2001.	4,8	9,1	25%	34,5	Не
2002.	4,5	8,3	22%	22,5	Не
2003.	4,9	7,2	14%	15,3	Не
2004.	8,1	6,3	9%	9,60	Не
2005.	4,1	5,9	7,5±1%	8,60	Не
2006.	7,7	6,1	5±1%	6,68	Не
2007.	6,0	4,1	4±1%	4,84	Да
2008.	7,1	4,4	3,8±1%	7,80	Не
2009.	-7,1	7,8	3,5±1%	5,60	Не
2010.	-1,3	8,2	3,5±1%	6,00	Не
2011.	2,5	7,4	3,0±1%	5,80	Не
2012.	1,6	6,7	3,0±1%	3,30	Да
2013.	1,9	7,1	2,5±1%	-	-

**Извор:** Подаци о кретању таргета у Румунији преузети са сајта <http://bnr.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 02.01.2014. године, подаци за остварену инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ro&=71>, доступно дана 02.01.2014. и подаци о расту БДП и стопе незапослености преузети са сајта <http://countryeconomy.com/countries/compareRomania//Poland/Portugal/France/Finland./France/Finland>, доступно дана 01.01.2014.

На основу антиинфлационе стратегије НБ Румуније почев од 2000. године евидентно је да је таргет био високо постављен на 27%, а стварна инфлација је била скоро дупло већа и износила је 40,7%. Уосталом, фискални проблеми и континуирани фискални дефицит су кључни фактор инфлације која је тада опстала у Источној Европи. Пре увођења таргета у економију Румуније динамика јавног дуга је константно погоршавана, а привреда је доживела значајну депресијацију своје националне валуте. Истина, наредних година стварна инфлација у Румунији је углавном “јурила” постављени таргет. Од 2004. године инфлација је сведена на једноцифрени ниво, што је први пут од 1990. године. Сламање инфлације је заслуга оперативне независности ЦБ Румуније која је уведена 28. јуна 2004. године. Уосталом, смањење инфлације је допринело јачању кредибилитета румунске националне банке. Већ од августа 2005. године, када је Румунија увела адаптирано и експлицитно инфлационо таргетирање, па

све до 2013. године стварна инфлација је била нешто виша од постављених оквира. НБ Румуније прогнозира да ће до краја 2013. године инфлација достићи 3,1% (таргетирани ниво  $2,5 \pm 1\%$ ), што се рефлектовало на смањење пројекције за инфлацију на 3,1% у 2014. години. У истом периоду НБ Румуније је снизила своју главну каматну стопу на 4,5%. Иначе, у периоду спровођења концепта таргетирања инфлације тренд стопе незапослености у Румунији има једноцифрени предзнак. Тако је и крајем 2013. године износила 7,1%, што је испред многих развијених економија ЕУ и то: Финске (8,4%), Француске (10,3%), Португалије (15,7%), Пољске (10,3%) и др.<sup>241</sup> (Извор: Blomberg).

#### 4.3.2. Независност централне банке у функцији контролисања инфлације

Током 80-их и 90-их година 20. века многе економије у транзицији су доношењем Закона о централној банци промовисале већу независност монетарних институција. Уосталом, постоје докази да су висококвалитетне политичке институције повезане са већим поверењем у владиним одлукама и законским решењима. Као резултат тога, квалитет институција може бити позитивна одредница угледа независности централне банке. По неким истраживањима, квалитет политичких институција је важна детерминанта односа независности централне банке и инфлације. Уосталом, као резултат тога, квалитет институција може бити позитивна одредница угледа централне банке. Типичан пример за то су латиноамеричке земље Чиле и Венецуела. Ако меримо институционалне квалитете на основу политичке стабилности, владавине права и демократске одговорности користећи индикаторе Светске банке, треба се осврнути на истраживање Кауфмана и сарадника који су у Чилеу евидентирали много већи институционални квалитет у односу на Венецуелу (0,64/0,74/0,65 и 0,31/0,29/0,42). Током 1980-их година обе земље су имале високе просечне инфлационе стопе (21% и 20%), али су, и поред тога, Чиле и Венецуела повећале независност својих централних банака у сличној мери (0,33% и 0,37%).<sup>242</sup>

У интелектуалној расправи међу економистима током 1990. и 2000. године је подржаван општи тренд давања веће независности централним банкама и постојања позитивних ефеката како на економске перформансе, тако и на инфлацију. Бројне

<sup>241</sup> [http://countryeconomy.com/countries/compare\\_Romania//Poland/Portugal\\_/France/Finland./France/Finland](http://countryeconomy.com/countries/compare_Romania//Poland/Portugal_/France/Finland./France/Finland), доступно дана 01.01.2014.

<sup>242</sup> Hielcher Kai, Markwardt Gunther (March 2011), "The role of Political institutions for the effectiveness of Central Bank independence", CES info Working Papers, N0 3396, p. 3.

студије су говориле о независности централне банке у одређеним регионима света. Коначно, и сам ММФ је промовисао реформе централне банке и независности у транзиционим економијама као средство које се користи за растући тренд финансијске глобализације, а све у циљу промовисања раста, смањења инфлације и позитивних макроекономских трендова.

Сем поменутих економија још неколико земаља Латинске Америке је током 90-их година реформисало своје централно банкарство и то: Колумбија, Венецуела и Аргентина 1992. године, Перу и Мексико 1993. године, Парагвај и Уругвај 1995. године, Хондурас 1996. године и Никарагва 1999. године. Уосталом, виши индекс централних банака у табели 56 указује на већу самосталност централних банака у латиноамеричким економијама уз доношење закона о централној банци, које је пратио нижи тренд стопе инфлације.

**Табела 56.** Рангирање независности централне банке и правне одговорности у земљама Латинске Америке

Држава	Доношења Закона о централној банци у изабраним економијама*	Индекс независности ЦБ**	Стопа инфлације		
			1980-1989.***	1990-1995.	1996-2000.
Аргентина	Септембар 1992.	18,5	318,9	421,7	-0,1
Перу	Јануар 1993.	17,0	193,6	1.341,3	6,90
Чиле	Октобар 1989.	16,5	21,2	15,9	5,10
Мексико	Децембар 1993.	16,0	65,9	19,5	19,4
Колумбија	Август 1991.	15,0	23,3	25,5	15,6
Боливија	Октобар 1995.	13,5	230,2	12,9	6,30
Хондурас	Децембар 1996.	13,0	7,5	19,1	16,0
Костарика	Новембар 1995.	12,5	24,1	19,3	12,8
Уругвај	Март 1995.	12,5	56,5	70,6	13,9
Бразил	Устав 1988, Закон 4595/1964. и даље извршне уредбе	12,0	237,3	1374,17	7,60
Парагвај	Јун 1995.	10,5	20,3	21,7	8,90
Венецуела	Децембар 1992.	9,5	21,5	44,2	45,1
Доминиканска Република	Закон о централној банци 1940, реформе 1962.	7,0	21,7	21,3	6,50
Гватемала	Устав 1985, Закон о централној банци 1945.	7,0	12,4	21,1	7,80
Просек	-	12,89	96,49	263,7	13,20

**Напомена:** \* Одговара месецу када је донета независност за централну банку.

\*\* Стопа инфлације пре доношења закона.

\*\*\* Виши индекс представља већу независност за централну банку.

**Извор:** Jacome H. and Luis I. (December 2001), Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America, IMF, Working paper, WP 01/212, Washington, p. 20-22

Средином 90-их година инфлација је у региону Латинске Америке била умереног типа. То се догодило после донетих закона о централним банкама, али и под утицајем стабилнијих економских институција и актуелне економске и монетарне политике која се спроводила. Инфлација од скоро 235% годишње у првој половини 90-их је смањена на само 13% годишње 1995-1999. године, а 2000-2004. године је смањена на 8% у просеку код ових Латиноамеричких економија.<sup>243</sup>

Овакав тренд је настављен и од 2004. до 2011. године у већини економија Латинске Америке које су имале инфлацију са једноцифреним предзнаком, изузев Венецуеле и Боливије које су имале двоцифрене инфлације, (табела 57).

**Табела 57.** Стопа инфлације земаља Латинске Америке у периоду 2004-2014. године

Држава	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Јан.-јун 2014.
Аргентина	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,8	15,7	11,3	10,2	9,8
Бразил	6,6	6,8	4,2	3,6	5,6	4,9	5,0	6,5	5,3	5,8	5,0
Чиле	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	0,3	1,4	4,4	3,0	2,5	3,0
Колумбија	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,2	3,1	3,1
Мексико	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	4,0	3,7	3,5
Перу	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,6	3,1	2,5
Венецуела	21,7	16,0	13,7	18,7	31,4	28,6	29,1	26,0	23,1	24,2	22,5
Боливија	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	3,3	2,5	17,5	4,9	5,6	6,3

**Напомена:** а) Подаци за групе земаља су пондерисани просек.

б) Подаци за 2013 и 2014. годину су прогнозе за инфлацију.

**Извор:** UN/DESA, based on IMF, International Financial Statistics

Насупрот овоме имамо примере неких економија које су супротне тврдњама да са већом независношћу централних банака иде и нижа стопа инфлације. То потврђује

<sup>243</sup> Bernanke S. Ben (11. February 2005), "Inflation in Latin America: A New Era", dostupno na adresi sajta <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/Speeches/2005/20050...>, dostupno dana 09.01.2014.

истраживање Цукиермана и сарадника (Cukierman et al. 1992) који наводе да је правни индекс недовољан да обухвати степен независности централне банке, посебно у земљама у развоју. Као прво, кроз правни статус централне банке се не могу експлицитно навести тачне границе овлашћења између централне банке и владе. Такве празнине се често попуњавају традицијом, у најбољем случају, или политичком моћи, у најгорем случају. Друго, у већини случајева овај закон се не поштује. Исто тако су измене и допуне закона централних банака у транзиционим економијама ретке, што објашњава деценијама исте законске мере у некој земљи.

Типичан пример су резултати Централне банке Јемена који је постигао трећи највиши степен самосталности и одговорности у доле поменутом узорку, али остварене перформансе инфлације 1999-2011. године још увек противрече овим трендовима. Јемен је иначе имао високе двоцифрене стопе инфлације током 1990-тих и истина ниже стопе инфлације током 2000-их, али са двоцифреним предзнаком, (табела 58).

**Табела 58.** Стопа инфлације Јемена 1999-2011. године

Година	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Стопа инфлације	10%	10%	10%	12,2%	10,8%	12,2%	11,8%	14,8%	10%	19%	5,4%	12,2%	20

**Напомена:** Просечна инфлација остварена у Јемену у периоду 1991-1998. године износила је 42,52%.<sup>244</sup>

**Извор:** <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ym&v=71>, доступно дана 10.01.2014.

Насупрот томе, централне банке Бахреина, Јордана, Кувајта и Катарa су постигле исподпросечни правни индекс, упркос чињеници да су њихове економије дуго уживале ниску и стабилну стопу инфлације. Тако је нпр. Кувајт током 2000-их имао стопу инфлације између 2 и 4%, Република Јордан између 3 и 6%, Катар од 2 до 8% итд.<sup>245</sup> Добијени индекси у табели 59 потврђује ову тезу.

<sup>244</sup> Economic growth in the Republic of Yemen, 2002, "A World bank Country Study", World bank, Washington, p. 13., а преузето по основу Data from the World Bank, Live Database, 2001.

<sup>245</sup> Подаци за инфлацију Кувајта, Јордана и Катарa преузети са сајта; <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=qa&v=71>, доступно дана 10.01.2014.



**Табела 59.** Ранг централних банака и њихова правна независност (индекс) у периоду 2000-2009. године

Земља	Стварна независност	Политичка независност		Економска независност	Финансијска независност	Одговорност и транспарентност
<b>Земље извознице нафте</b>						
Ирак	0,50	0,67	0,50	1,0	0,75	12,0
Саудијска Арабија	0,50	0,33	0,83	0,00	0,25	10,0
Јемен	1,0	0,33	0,50	1,00	0,50	10,0
Оман	0,00	0,33	0,50	1,00	0,50	10,0
Уједињени Арапски Емирати	0,00	0,50	0,33	1,00	0,75	8,0
Бахреин	0,50	0,33	0,33	0,50	0,25	7,0
Кувајт	0,00	0,33	0,33	1,00	0,25	6,5
Катар	0,50	0,33	0,17	1,00	0,25	6,0
Судан	0,00	0,33	0,33	0,50	0,25	6,0
<b>Просек</b>	<b>0,33</b>	<b>0,39</b>	<b>0,44</b>	<b>0,78</b>	<b>0,42</b>	<b>8,33</b>
<b>Земље увознице нафте</b>						
Палестина	0,00	0,33	0,50	1,00	0,75	8,5
Египат	0,50	0,33	0,50	0,50	0,50	7,5
Либан	0,50	0,33	0,33	1,00	0,25	7,5
Јордан	0,00	0,17	0,33	1,00	1,00	7,0
Сирија	0,00	0,17	0,33	0,50	0,50	5,5
Просек	0,25	0,25	0,33	0,75	0,56	7,20
ESCWA просек	0,29	0,35	0,42	0,79	0,48	7,93

**Извор:** Economic and social Commission for Western Asia (10 November 2011), Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 10

На основу резултата другог истраживања које је спровео Цукерман (Cukierman 1992. и 2008.), представљено је довољно доказа да је у транзиционим земљама током 1990-тих година, првенствено у бившим социјалистичким економијама које су се придружиле ЕУ, већина централних банака независна од својих влада. Као доказ за то имамо податак да су Чешка Република, Пољска и Словачка у периоду 2004-2011.

године оствариле инфлацију од око 2 до 3%, што је стандард високоразвијених економија и ЕУ, (табела 60).

**Табела 60.** Просечно остварена инфлација 2004-2011. и прогноза кретања инфлације у периоду 2012-2014. године “нових” економија ЕУ

Економија	2004-2011.	2012.	2013.	2014.
<b>Чешка Република</b>	<b>2,45</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Естонија	4,58	4,0	3,8	3,0
Мађарска	5,13	5,7	4,5	3,5
Летонија	6,45	2,5	2,7	2,5
Литванија	4,23	3,4	3,0	3,0
<b>Пољска</b>	<b>3,06</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>
<b>Словачка</b>	<b>3,26</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>

**Извор:** UN/DESA, based on OECD Main Economic Indicator (2012), Eurosta and individual national sources and Baseline scenario, based in Part in Project link and the UN/DESA World Economic Forecasting model

Приметно је да највишу стопу индекса независности централне банке и либерализације цена имају управо економије које су до 90-их бележиле двоцифрене па и троцифрене инфлације. Коначан став Бадеа, Паркина, Банајна, Цукиермана и сарадника, Крилиа и сарадника (Bade and Parkin 1982; Crilli et al. 1991; Banaian et al. 1983 and Cukierman et al. 1992) поклапа се са претходном констатацијом да независност централне банке такође може да доведе до смањења варијабилности стопе инфлације. Стога су ови резултати у складу са другим студијама које закључују да ће се са политички независном централном банком постићи нижа инфлација.<sup>246</sup>

<sup>246</sup> Athanasios Anastasio, 2009, “Central Bank Independence and Economic Performance”, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 3, No. 1, p. 130-131.

**Табела 61.** Инфлација, стабилизациони програми, централнобанкарске реформе и индекс независности у источноевропским земљама

Држава	Датуми максималне инфлационе стопе	Датуми стабилизационих програма	Датуми доношења нових Закона о централним банкама и главних амандмана	Индекс независности	
				91-98	99-06
Чешка Република	1991. (52%)	Јануар 1991.	Децембар 1992.	0,23	0,56
Естонија	1992. (954%)	Јануар 1992.	Март 1990, Мај 1993. (СВІ независност надограђена)	0,18	0,40
Мађарска	1990. (33%)	Март 1990.	Октобар 1991, Јануар 1997. (СВІ независност надограђена)	0,19	0,30
Летонија	1992. (959%)	Јун 1992.	Март 1990, Мај 1992. (СВІ независност надограђена)	0,20	0,38
Литванија	1992. (1161%)	Јун 1992.	Фебруар 1990, Март 1996. (СВІ независност надограђена)	0,17	0,63
Пољска	1990. (90%)	Јануар 1990.	Јануар 1989, Фебруар 1992. (СВІ независност надограђена), август 1997 (СВІ независност надограђена)	0,16	0,37
Словачка Република	1991. (58%)	Јануар 1991.	Децембар 1992. (независност редукована)	0,28	0,29

**Напомена:** Ако упоредимо економије у транзицији, индекс независности ЕЦБ (Европска централна банка) у истом периоду 1991-1998. године износи 0,92 и остаје иста и у периоду 1999-2006. године.

**Извор:** Giusepp Diana, Papadopoulos Athanasios, Sidiropoulos Moise (April 2005), Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some evidence, p. 14 and Athanasios, Anastasio (2009), Central Bank Independence and Economic Performance, Cyprus Economic Policy Review, Vol. 3, No. 1, p. 130-131

Оно што је евидентно је да са доношењем нових закона о централним банкама у поменутиим економијама сада “нових чланица” ЕУ, просечан ниво независности постаје виша. На пример група земаља Литванија, Пољска, Естонија, Чешка и Летонија имају већи или једнак правни индекс од Бундесбанке Немачке у том тренутку. Политичка

независност је висока у Летонији, Чешкој, Литванији и Мађарској. Економска независност је висока у земљама које су усвојиле валутне одборе (Литванија и Естонија) итд., (табела 61).

**Табела 62.** Кумулативни индекс либерализације (CLI) у источноевропским земљама

Земља	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
<b>Чешка Република</b>	<b>0</b>	<b>0,16</b>	<b>0,95</b>	<b>1,84</b>	<b>2,74</b>	<b>3,64</b>	<b>4,57</b>	<b>5,5</b>	<b>6,43</b>
Естонија	0,07	0,27	0,59	1,23	2,04	2,93	3,86	4,79	5,72
<b>Мађарска</b>	<b>0,34</b>	<b>0,91</b>	<b>1,65</b>	<b>2,43</b>	<b>3,25</b>	<b>4,11</b>	<b>5,01</b>	<b>5,91</b>	<b>6,84</b>
Летонија	0,04	0,17	0,46	0,97	1,64	2,45	3,26	4,11	5,00
Литванија	0,04	0,17	0,50	1,05	1,83	2,72	3,61	4,5	5,39
<b>Пољска</b>	<b>0,24</b>	<b>0,92</b>	<b>1,64</b>	<b>2,46</b>	<b>3,28</b>	<b>4,14</b>	<b>5,03</b>	<b>5,92</b>	<b>6,81</b>
<b>Словачка Република</b>	<b>0</b>	<b>0,16</b>	<b>0,95</b>	<b>1,81</b>	<b>2,64</b>	<b>3,47</b>	<b>4,33</b>	<b>5,19</b>	<b>6,05</b>

**Извор:** Giuseppe Diana, Papadopoulos Athanasios, Sidiropoulos Moise (April 2005), Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some evidence, p. 15 ili dostupno na adresi sajta: <http://repec.org/mmfc05/paper58.pdf>, dostupno dana 10.01.2014.

Кључна потврда реформе коју прати независност централне банке у функцији контроле инфлације је индекс либерализације у транзиционим источноевропским земљама. Кумулативни индекс исказан преко либерализације цена, отварање домаћих тржишта роба по међународним ценама и подстицање интеграције источноевропских земаља потврђује да највиши индекс у периоду 1989-1997. године имају Мађарска, Пољска, Чешка Република и Словачка, (табела 62).

Независност централних банака Западне Азије (ESCWA економија) анализирана је на начин сличан као и за друге светске регионе од стране економске и социјалне Комисије УН. Ако се посматра еволуција независности централних банака ESCWA економија (увозница/извозница нафте) у три узорка током 70-их година, оне приказују просечне стопе инфлације за иста три узорка у том року. У 1980-тим је просечна законска независност централне банке смањена у три узорка у односу на 1970-те године. У целом узорку земаља чланица ESCWA и у земљама увозницима нафте, независност централне банке наставља да се погоршава током 1990-их, док је код земаља извозница нафте остала константна независност у току истог периода. У 2000-

им годинама степен независности је побољшан у односу 1990-те године, али је у односу на нивое током 1970-те маргинално побољшање независности централне банке.

Ако се посматра однос правне независности централне банке кроз утицај на остварену инфлацију добијамо карактеристичне резултате. У периоду 1970-1979. године правна независност централних банака земаља увозница нафте има виши индекс независности и тиме нешто нижу инфлацију, од земаља извозница нафте које имају нешто нижи индекс независности централне банке и вишу инфлацију. У периоду 1980-1989. године земље увознице нафте имају виши индекс независности централне банке, али и вишу инфлацију од земаља извозница нафте. Период од 1990-1999. године земље извознице нафте имају виши правни индекс независности и вишу инфлацију од земаља са мањим правним индексом независности али са нижом инфлацијом. И коначно, у периоду 2000-2009. године земље извознице нафте имају вишу правну независност и вишу инфлацију од земаља увозница нафте које имају мању правну независност и нижу инфлацију. Овим је доказано да правна независност централне банке нема одлучујући утицај на кретање инфлације, (табела 63).

**Табела 63.** Правна независност централних банака ESCWA економија и стопа инфлације у периоду 1970-2009. године

Правна независност и одговорност, максимум =1				
	1970-1979.	1980-1989.	1990-1999.	2000-2009.
Све ESCWA економије	7,3	7,0	6,7	7,4
Земље извознице нафте	7,0	6,7	6,8	7,6
Земље увознице нафте	7,6	7,4	6,4	7,2
Стопа инфлације у %				
	1970-1979.	1980-1989.	1990-1999.	2000-2009.
Све ESCWA економије	11,7	17,9	16,1	6,4
Земље извознице нафте	12,1	9,5	16,4	7,0
Земље увознице нафте	10,1	35,9	13,5	4,6

**Извор:** Economic and social Commission for Western Asia (10 November 2011), Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 13

Централне банке великих индустријализованих земаља Европе и света су добиле независност од државне контроле у 70-тим и 80-тим годинама у циљу

контролисања тада актуелне двоцифрене инфлације. За разлику од ове ситуације Бундесбанка Немачке је уживала независни статус, и инфлација је била знатно нижа. Ово је у суштини неоспорни доказ да политички независна централна банка није подложна искушењу да би се покренула економија користећи јаке новчане импулсе. Имајући ово у виду стопе инфлације са независношћу централних банака земаља ЕУ у последњих 20 година су знатно пале. У ЕУ, у међувремену, независност централне банке је постала правни предуслов за чланство у еврозони.

Међутим, после финансијске кризе 2007. године пораст јавног дуга у многим земљама ЕУ је достигла рекордне нивое и тиме је фокус монетарне политике на ценовну стабилност почео да слаби. Број централних банака у Европи овим чином је почео да проширује своје мандате са новим задацима чак и у домену фискалне политике. Истакнути стручњаци ММФ-а предлажу чак и да више стопе инфлације буду дозвољене као општи принцип. У том контексту поједини академски кругови посматрају независност централне банке као застарео концепт. Отуда питање да ли би централне банке требало поново да буду подвргнуте државној контроли. То закључује и Џозеф Стиглиц (Joseph Stiglitz) који истиче да ера независних централних банака долази до краја.

#### **4.4. Евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања**

Термин “доларизација” подразумева неколико различитих монетарних система који имају једну заједничку карактеристику-широко коришћење стране валуте као средство размене у формалним или неформалним трансакцијама. Овај термин се односи на употребу било које стране валуте, а не само америчког долара. Оно што је непорециво је да су две најраспрострањеније валуте у свету долар и евро. Међутим, заједничка карактеристика свих доларизованих економија је да су то мале земље, а највећа међу њима је Еквадор са око 15,4 милиона становништва средином 2013. године. Већина других доларизованих економија су минијатурне земље са мање од милион становника.

Са позиције нашег предмета интересовања занимљиво је анализирати евроизацију у Црној Гори која је реализована после тешке политичке и економске кризе у контексту распада Југославије крајем деведесетих. У Црној Гори је забележен

типичан начин монетарног осамостаљења. Она се одлучила за модел доларизације коришћењем немачке марке као домаће националне валуте. Иако су постигнути позитивни резултати, нарочито са аспекта успостављања стабилности цена, уравнотежење буџета, подстицања прилива страних директних инвестиција (СДИ) и др., евроизација носи са собом и одређене недостатке. Најважнији недостаци увођења евроизације су губитак функције централне банке као последњег уточишта банака, ограничена употреба инструмената монетарне политике и одсуство политике девизног курса као инструмента уравнотежења платног биланса.

Црна Гора је уместо динара увела двовалутни систем са немачком марком и динаром, уз слободно флукутирање према немачкој марки. Цео процес спроведен је брзо и без подршке и сугестија ММФ-а. Црна Гора је увела немачку марку као законско средство плаћања заједно са динаром. Од јануара 2001. године једино платежно средство у Црној Гори постаје немачка марка, а од јуна 2002. године званично платежно средство постаје евро. Овим чином је Црна Гора одустала од независне монетарне политике. На тај начин је Црна Гора испунила све услове за успешно спровођење доларизације, јер се ради о малој и у великој мери отвореној економији са хиперинфлаторним искуствима у прошлости. Подсетимо да је хиперинфлација кроз коју је прошла и Црна Гора као део некадашње Југославије била трећа највећа инфлација у светској историји монетарне политике. Увођење доларизације се поистовећивало са стабилним ценама јер је евро требало да спречи инфлацију на коју су иначе навикли из времена динара. На тај начин је евро требало да олакша токове роба и капитала у односу на ЕУ, али и друге трговинске партнере и да обезбеди услове за бржи привредни раст и развој. На евро се гледало као на неку врсту лека за све економске проблеме. Истина ефекти увођења евра су у почетку били позитивни, али се сада појављују бројни негативни ефекти.

Према заступницима доларизације, главна корист од званичне доларизације је смањење инфлације. Међутим, у складу са новим истраживањима наших економиста Александра Сокића и Николе Фабриса (Aleksandar Sokic, Fabris Nikola, 2013), евидентно је да у случају једнострано евроизоване Црне Горе корелација са инфлацијом са земљама евро зоне није значајна. Међутим, постоји значајна позитивна корелација раста производње у Црној Гори и економијама зоне евра, (табела 64).

**Табела 64.** Квартална корелација између Црне Горе и зоне евра

Раст производње	Инфлација
0,321	0,206

**Извор:** Aleksandar Sokic, Fabris Nikola (25. April 2013), Euroization and cyclical stabilization in Montenegro: an empirical analysis, MPRA, Munich Personal RePEc Archive, Paper NO. 46537, p. 2 ili dostupno na adresi sajta <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/46537>, dostupno dana 20.01.2014.

Црна Гора је након спроведене доларизације имала инфлацију од 28% (2001.), затим 9,3% (2002.) и 6,7% (2003.). Према теоријским схватањима у првим годинама доларизације долази до тежње ка изједначавању цена на тржиштима земље која је доларизована и земље емитента, па је овакво кретање било и очекивано. До значајног пораста цена дошло је у периоду кризе, тачније 2008. године када је инфлација износила чак 9%. У овом случају се радило о увезеној инфлацији која је узрокована великим приливом средства из иностранства и повећањем нивоа агрегатне тражње. У 2012. години Црна Гора је имала инфлацију од око 4,8%, што би требало да изазове забринутост. Узроке треба тражити у повећању цене енергената (течних горива и струје) на које се ланчано надовезало повећање цена других производа и услуга.

На основу званичних података Централне банке Црне Горе уочавамо да је стопа инфлације у периоду 2001-2013. године била 6,07%.<sup>247</sup> Треба нагласити да је просек раста потрошачких цена ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године био 2,13%. Дакле, не постоји корелација по питању инфлације Црне Горе и еврозоне. У годинама пред светску економску кризу стопе привредног раста у Црној Гори су биле релативно високе. Међутим, кризни и посткризни период светске економске кризе обележава знатно мања стопа привредног раста у Црној Гори која је много ближа тренду привредног раста ЕУ-15. Уосталом, ослабљена производња, која је била занемарена у периоду просперитета на тржишту акција и некретнина, високе цене инпута и високе камате, блокирају поновно покретање бржег привредног раста у Црној Гори. Ове тенденције у кретању инфлације и привредног раста у Црној Гори се поклапају са претходним ставовима наших економиста, (табела 65).

<sup>247</sup> <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi>, доступно дана 23.01.2014.



**Табела 65.** Стопа привредног раста Црне Горе и ЕУ-15 у периоду 2004-2011. године са проценом раста у 2012. и 2013. години

Земља	2004-2011.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Црна Гора	4,2	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	3,2	-0,4	1,5
ЕУ-15	1,0	2,4	1,9	3,1	3,0	0,1	-4,4	2,1	1,4	-0,4	0,5

**Извор:** UN/DESA, based on data of the United Nations Statistics Division and individual national sources

Ман (G. Man) заступа став да доларизација не мора нужно да доведе до снижења каматних стопа, јер ће премија за ризик бити присутна у зависности од буџетског дефицита, развијености финансијског система и др.<sup>248</sup> Калво и Вег (Calvo и Vegg, 1992) су дошли до закључка да званична доларизација неће аутоматски обезбедити нивелацију домаћих цена и камата са светским каматама зато што питање кредибилитета неће аутоматски нестати због ризика земље, ризика клијената и сл. Иако каматна стопа има тенденцију изједначавања, она се исто тако увећава за ризик земље.<sup>249</sup> Дакле, једно од најважнијих питања је да ли постоји конвергенција каматне стопе доларизоване економије са стопама земље сидра. Чињеница је да се каматне стопе банака веома разликују у односу на то кад је реч о Црној Гори и еврозони.

Црна Гора је пример државе где се интереси доларизоване земље не морају неопходно поклапати са интересима земље емитента валуте, а чак и да се поклапају, ефекти на земљу периферије могу бити слаби и непредвидиви. Тако нпр. мере ЕЦБ за повећање ликвидности привреде путем смањења каматних стопа и обезбеђења јефтиних кредита нису стигле у Црну Гору. Након избијања економске и финансијске кризе, камате у еврозони су достигле историјски минимум, док су у Црној Гори повећане. Ово је делимично последица унилатералне евроизације, будући да Црна Гора није део ЕМУ и не полаже право на приступ кредитима ЕЦБ. Каматне стопе су у Црној Гори двоцифрене, чиме одсликавају слабу ликвидност у економији и висок кредитни ризик земље.

У том контексту Свистон (Swiston, 2011) сматра да без обзира на то што нема девизног ризика код доларизације између каматних стопа у земљи сидра и

<sup>248</sup> <http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchId=343>, доступно дана 20.01.2014.

<sup>249</sup> Calvo G., Vegg C., 1992, "Currency Substitution in developing Countries", Washington, Dc: International Monetary Fund, Working paper 92/40, p. 41.

доларизоване економије, оне могу бити и резултат других фактора: макроекономске ситуације, фискалне одрживости економије и карактеристика банкарског сектора. Голдфајн и Оливарес (Goldfajn и Olivares, 2000) сматрају да у доларизованој економији каматна стопа пада што може да буде резултат либерализованог финансијског система, а не само доларизације. У сваком случају, ови ефекти се не могу одвајати, а свакако се не може занемарити ни утицај развијености економије и ефикасност правног система. Све ове чињенице су допринеле заправо актуелној висини каматних стопа у Црној Гори а то су првенствено: неповољни макроекономски трендови, фискално неодржива политика, недовољно либерализован финансијски систем, неефикасан правни систем, висок ризик земље и успорен привредни раст.

Као решење за високе каматне стопе у већини западнобалканских економија прибегло се решењу да оне буду ограничене. И у великом броју западних економија данас се примењује неки вид ограничења каматних стопа. У САД свака федерална држава има своју регулативу по питању дозвољених каматних стопа, које се називају “границе зеленашења”. Прописане границе каматних стопа у САД се крећу око 13%. У Немачкој важи принцип да камата може бити максимално два пута већа од просечне камате, коју објављује централна банка. У Француској камата може бити максимално 1,3 пута већа од просечне, а у Италији 1,5 пута. На Малти важи апсолутна граница за камату 8%.<sup>250</sup> Од краја 2012. године и у Црној Гори банке не могу у наредних шест месеци да одобравају кредите по камати већој од 15%, за физичка и 14% за правна лица. Ова мера је и дан данас присутна.

Што се тиче банкарског сектора у Црној Гори као и земљама региона, оно је увек огледало привреде чији су основни узроци растућа неликвидност реалног сектора исказана преко блокираних рачуна правних лица и предузетника. Уосталом, банкарство Црне Горе је било дубоко хаварисано кризама 90-их година 20. века. Актуелна економска криза у Црној Гори је оставила значајне последице на реални сектор, а продужено трајање кризе преселило је проблеме у банкарски сектор. Као и земљама региона, и овде је основни проблем раст ненаплативих кредита и још увек постоји значајан број банака са slabим перформансама које је скорашња криза довела на руб солвентности, што значи да консолидација банака ни у Црној Гори још увек није завршена. И током 2013. године изражен је проблем лоше активе и високих активних каматних стопа у Црној Гори. Црна Гора има висок степен концентрација у

---

<sup>250</sup> <http://www.portalanalitika.me/ekonomija/tema/86866-crnogorski-iyay>, доступно дана 26.01.2014.

банкарству јер до 2012. године првих 5 банака има учешће око 70%. Учешће банкарског сектора према БДП-у Црне Горе крајем 2012. године износи 86%. И поред тога, иако у Црној Гори има 11 банака, банкарски сектор је недовољно конкурентан и управо због тих околности камате на кредите не падају.

У складу са теоријом, доларизација може појачати фискалну дисциплину. Међутим, свежа искуства Црне Горе делимично потврђују ту тезу. Значајнији успех је постигнут код буџетског дефицита, а мање код јавног дуга Црне Горе. Истина, у моменту евроизације 2001. године буџетски дефицит у Црној Гори је износио високих 20% БДП-а.<sup>251</sup> Током 2012. године буџетски дефицит показује тренд пада тако да износи близу 3% БДП-а (до 3% мастрихтски критеријум ЕУ). С друге стране, јавни дуг Црне Горе је изузетно висок и у првом кварталу 2013. године је износио 69,6% (мастрихтски критеријум ЕУ 60%). Јавни дуг у Црној Гори је практично удвостручен у периоду 2007-2012. године.<sup>252</sup>

Црна Гора не може искористити све предности финансијске интеграције са јачим финансијским и трговинским везама са земљама сидра, што би требало да буде циљ доларизације. Током 90-их година прошлог века режим оваквог девизног курса је по правилу значио макроекономску стабилност и подстицање трговинске интеграције између доларизоване земље и земље доларизације. Истина, старије истраживање које је спровео Клајн (Клајн, 2002) не потврђују тезу да валутна унија оснажује билатералну трговину међу њеним чланицама.<sup>253</sup>

Супротно, новија истраживања указују да веће трговинске и финансијске интеграције негују пословни циклус корелација између привреда са различитим привредним структурама. Та новија истраживања нису потврђена кроз праксу у Црној Гори. Као доказ за то имамо да сада трговински токови Црне Горе имају значајне односе са Србијом, Босном и Херцеговином, Хрватском и другим СЕФТА економијама на простору Југоисточне Европе, економијама ван еврозоне. Насупрот овоме словеначки БДП је око 70% везан за ЕУ. У економијама Југоисточне Европе (Словенија и Хрватска су чланице ЕУ), приметан је изразити спољнотрговински дефицит који има Црна Гора са њима, (табела 66).

<sup>251</sup> Фабрис, Н., 2004, "Економска политика у доларизованим економијама са посебним освртом на Црну Гору", Радна студија 1, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 30.

<sup>252</sup> <http://www.bankar.me-2012-08-05-strana-ulaganja-manja-383-budzets...>, доступно дана 31.01.2014.

<sup>253</sup> Лакић С., 2006, "Инструментарјум монетарног менаџмента", Економски факултет, Подгорица, стр. 168.

**Табела 66.** Главни трговински партнери Црне Горе током 2013. године

(у милионима евра)

Земља извоза	Јануар-новембар 2013.
Србија	121,4
Хрватска	54,1
Словенија	34,4
Земља увоза	Јануар-новембар 2013.
Србија	464
Грчка	137
Кина	132,4

Извор: <http://glassrbije.org/privreda/slobodna-trgovina-sa-zemljama-cefta-i-efta>, доступно дана 27.01.2014.

Ефектима доларизације наводно се прекида редистрибуција богатства која настаје у периоду инфлације на рачун оних који живе од фиксних прихода. Међутим, у случају Црне Горе то није тачно. У режиму доларизације је у Црној Гори дошло до превише богатих на једној страни, што је имало за последицу ишчезавање тзв. средње класе. Неколико процената становништва је обогачено (највише 5%), а највећи део становништва, а са њим и држава, је сиромашан. То потврђују и подаци да је 2013. године 70 хиљада становника у Црној Гори имало мање од 182 евра месечно.<sup>254</sup>

Као што смо видели, ефекти увођења евра у Црној Гори су на кратак рок били позитивни, али се сада појављују бројни негативни ефекти са којима се врло тешко борити. И коначно, шта ако дође до укидања евра (што је мало вероватно), или његове реформе? Црна Гора је увела немачку марку, а потом и евро уз сагласност немачке Бундесбанке, па би било логично да се у случају било каквих измена крене у структурне реформе привреде, јер су проблеми остали исти. Уосталом, није довољно користити евро само као средство плаћања.

#### 4.5. Валутни (новчани) одбори у пракси земаља у транзицији

Валутни или новчани одбори или, како се још називају, валутна управа је аранжман са фиксним девизним курсом који је везан за валуту “сидро”, злато или чак за корпу валута. У систему валутног одбора сав новац се може конвертовати у

<sup>254</sup> Резултати пописа у Црној Гори из 2011. године су показали да Црна Гора има 625.266 становника.

резервну валуту. Такође се утврђује фиксни паритет између домаће и изабране валуте, уз могућност неограничене замене једне валуте за другу. Приликом примене валутног одбора домаћа валута је 100% покривена страном валутом. Земља са валутним одбором заправо увози монетарну политику земље резервне валуте. Режим валутног одбора захтева разумну и чврсту фискалну политику, па земље са уведеним валутним одбором најчешће имају проблем слабе фискалне позиције изражен кроз буџетски дефицит. Хроничан буџетски дефицит обично прати тешка дужничка позиција земље изражена кроз велики удео спољног дуга у односу на БДП-преко 70% или у односу на извоз-преко 300%. Самим тим, увођење валутног одбора као режима девизног курса није довољан аргумент да се постигне стабилан привредни амбијент и раст у средњем и дугом року. Уосталом, избор валутног одбора за земље у транзицији међу академским круговима у економији је био контроверзан, јер све указује на то да ће нефлексибилност система вероватно довести до нижег раста и више угрожених финансијских система.<sup>255</sup> Иначе, сама идеја валутног одбора се спроводи уз подршку ММФ-а, а понекад и на инсистирање ММФ-а.

Валутни одбори су у 19. веку били сасвим уобичајени у британским колонијама. Први валутни одбор је уведен 1849. године на Маурицијусу, да би затим било преко 70 валутних одбора који су пословали у британској империји. Када су после Другог светског рата многе колоније стекле независност, у већини случајева власти нових независних држава су приметиле да валутни одбор није баш најадекватнији аранжман. Независна политика девизног курса сматрала се важном за постизање економског раста. Аранжман валутног одбора значи да се девизни курс или каматна стопа не може користити као активни инструмент у макроекономској политици, па су отуда били пожељнији флексибилнији аранжмани. Иначе, монетарна политика резервне валуте одговара интересима дотичне земље са аспекта фазе привредног циклуса, али иста политика често није компатибилна са циклусном позицијом земље са уведеним валутним одбором.

Модел валутног одбора је највећу примену имао 40-их и 50-их година прошлог века, а потом је уследио период када је овакав модел аранжмана био пожељан само у малим и отвореним економијама, државама, градовима или острвима. Увођење

---

<sup>255</sup> Guilde Marie Anne (May 2008), 51 8, “Minsk Exchange Rate Regimes for Transition Economies: Were Currency Boards an Efficient Choice”, Iterationa conference May 19-20 2008., National bank of the Republic of Belarus, p. 54., preuzeto na osnovu rada Minsk Roubini, Nouriel, 1999, “The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefits of Currency Boards”, Mimeo, NYU.

валутног одбора је забележено у 38 случајева 1968. године, 20 случајева 1970. године, а само 9 крајем 80-их година.<sup>256</sup>

У земљама у транзицији углавном су примењиване различите варијанте аранжмана валутних одбора. Током 1990-их година аранжмани валутних одбора уведени су у неколико транзиционих земаља, односно земаља у процесу трансформације економија од тзв. командне привреде ка тржишно оријентисаном систему, (табела 67).

**Табела 67.** Валутни одбори и данашњи системи слични валутном одбору

Држава	Становништво	БДП	Почетак система	Курс/напомене
Аргентина	37 мил.	5.374 млрд.	1991.	1 peso=US\$ 1/ слично валутном одбору
Бермуди	62.000	51.9 млрд.	1915.	BM\$ 1=US\$ 1/слаба контрола капитала
Брунеј	320.000	55.4 млрд.	1952.	BN\$ 1= SG\$ 1/слично валутном одбору
БиХ-а	3,5 мил.	55.8 млрд.	1997.	1 KM=DM 1/слично валутном одбору
Бугарска	8,2 мил.	534 млрд.	1997.	1 lev= DM 1/слично валутном одбору
Кајманска острва	39.000	5930 мил.	1972.	KY\$1=US\$ 1,20
Џибути	450.000	5.530 мил.	1949.	177,72 Franc=\$US 1/ слично валутном одбору
Естонија	1,4 мил.	57.8 млрд.	1992.	8 krana= DM 1
Фокландска острва	2.800	-	1899.	FK £ 1=UK£ 1
Фарска острва	41.000	5.700 мил.	1940.	1 krana= 1 DKK
Гибралтар	29,000	5.500 мил.	1927.	G£ 1= UK£ 1
Хонг Конг	6.8 мил.	5.168 млрд.	1983.	HK\$ 7,80 = US\$ 1/ више ортодоксан од 1998
Литванија	3.6 мил.	518 млрд.	1994.	4 litai=US\$ 1/слично валутном одбору

**Извор:** CIA (1999) U.S. Central Intelligence Agency, CIA World Factbook ili dostupno na adresi sajta <http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/index.htm>, dostupno dana 07.01.2014.

Естонија је прва транзициона земља која је увела аранжман валутног одбора у јуну 1992. године, а прати је Литванија која је у априлу 1994. године увела овај

<sup>256</sup> Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, “Монетарна економија”, Економски факултет, Ниш, стр. 244.

аранжман. Естонија је своју валуту везала за немачку марку, док је Литванија у почетку своју валуту везала за амерички долар, а касније за евро. Већина ових земаља у транзицији је увела валутни одбор као одговор на тешке макроекономске дизбалансе. Литванија је једини изузетак јер је вредност валуте стабилизована пре примене аранжмана валутног одбора. Истина, треба поменути нешто што је интересантно у вези са литванским и естонским валутним одбором. Обе земље су у Банци Енглеске, Банци за међународна поравнања и неким другим европским банкама имале златне резерве које су биле замрзнуте током Другог светског рата. Након стицања независности те резерве су помогле у оснивању валутних одбора. У ствари, оба валутна одбора су почела своје активности без резерви, са 100% покривености, тако да су биланси оба одбора у почетку били негативни. Покривеност у валутним одборима је тек касније постигнута. У Литванији се то десило тек после прве транше ММФ-а. Интересантно је да су валутни одбори у литванској и естонској економији виђени само као привремена мера стабилизације на путу ка ЕУ. У односу на друге валутне одборе карактеристичан је пример Банке Естоније која није држала државне обвезнице. То је омогућило већи утицај аутоматског прилагођавања у билансу плаћања. Такође је занимљив литвански одбор где није било промена у структури централне банке, па је, сходно томе, била нижа транспарентност активности одбора.

Оно што је заједничка карактеристика литванске и естонске економије у најновијем периоду посматрања (2004-2011.) јесте ефикасност овог режима девизног курса. То је доказано кроз укупну економску стабилност и одржив БДП, наспрот ЕУ-27 које прати нижи привредни раст, што је било врло корисно за приступање ЕРМ-у. Уосталом, од јануара 2011. године Естонија је члан еврозоне, док је очекивани датум за улазак Литваније у еврозону 2014. година, (табела 68).

**Табела 68.** Стопа раста БДП-а у Бугарској, Естонији, Литванији и Летонији (BELL земље) и ЕУ-27 у периоду 2004-2011. године

Земља/година	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Бугарска	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7
<b>Естонија</b>	<b>6,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>7,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-14,3</b>	<b>2,3</b>	<b>7,6</b>
Летонија	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5
<b>Литванија</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>2,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>1,4</b>	<b>5,9</b>
<b>ЕУ-27</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>

**Извор:** Georgieva Emilia (2012), *The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession*, Review of European Studies, Vol. 4, N0 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 195

На основу доступних података, евидентно је да је у периоду 2004-2011. године Естонија чак 6 година имала буџетски суфицит, а буџетски дефицит 2 године. Што се тиче балтичких земаља, Естонија је апсолутни лидер са само 5,6% јавног дуга БДП, а овакво стање је успела да задржи и за време кризе када је имала дуг од 10,4% у 2012. години и 11,7% у 2013. години. Ако инфлацију проpratимо кроз хармонизовани индекс потрошачких цена (HICPS-a) у истом временском периоду као пуноправне чланице ЕУ, у Естонији је био умерен (2010-2,7% и 2011-5,1%).

Насупрот овој економији Литванија је требало да се придружи еврозони 2007. године, али је њена инфлација премашила границу мастрихтских правила (2008-11,1%, 2009-4,2%, 2010-1,2% и 2011-4,1%). Насупрот томе, просечна стопа инфлације ЕУ-27 за 2010. годину је износила 2,1% а за 2011. годину 3,1%. У еврозони је просечна стопа инфлације у 2010. године била 1,6%, а 2011. године 2,7%.<sup>257</sup> Иако је Литванија била позната по фискалној стабилности и ниској задужености, у периоду 2004-2011. године није била успешна као Естонија, јер је током овог периода имала буџетски дефицит. Према проценама Европске комисије, очекивани буџетски јаз у Литванији 2014. године очекује се да буде 2,5% и 1,9% у 2015. години. Иначе, сви кандидати за улазак у еврозону морају да испуне циљеве за буџетски дефицит, јавни дуг, дугорочне каматне стопе и стабилност девизног курса.

Уосталом, присутне перформансе валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини показују њихове различите карактеристике.<sup>258</sup>

---

<sup>257</sup> Georgieva Emilia, 2012, *The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession*, Review of European Studies, Vol. 4, N0 5, Published by Canadian Center of Science and Education, p. 196.

<sup>258</sup> Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (August 2011), *Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience*, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55.



**Табела 69.** Компаративна анализа основних карактеристика валутних одбора у Бугарској, Естонији, Литванији и Аргентини

	Бугарска	Естонија	Литванија	Аргентина
Установљење	Јул 1997.	Јун 1992.	Април 1994.	Април 1991.
Правни оквир	Закон о Народној Банци Бугарске	Закон о валути Републике Естоније, Закон о безбедности естонске круне, Закон о страном валути, Закон о централној банци, Закон о сигурности естонске круне	Закон о стабилности литаса	Закон о конвертибилности
Изабрана валута	Немачка марка, касније евро	Немачка марка, касније евро	Амерички долар, касније евро	Амерички долар
100% покривеност резерве	Да	Да	Да	Не
Могућност да се промени курс	Законом у парламенту	Парламент са квалификованом већином	Од стране владе	Уз сагласност конгреса
Регулација банкарског сектора	Да	Да	Да	Да
Домаћа актива коју држи централна банка	Не	Не	Не	До 1/3 као подршка монетарној бази
Депозити владе на рачунима централне банке	Да	Не	Да	Да
Зајмодавац у крајњој инстанци	Само у ванредним ситуацијама, ограничено на износ вишка девизних резерви	Само у ванредним ситуацијама, ограничено на износ вишка девизних резерви	Ограничено на износ вишка девизних резерви	Централна банка може смањити девизне резерве до 66% покривености валутних обавеза које одбор има и служи као зајмодавац у крајњој инстанци
Кредитбилитет	Висок	Висок	Умерен	Низак

**Извор:** Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (August 2011), Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55

Ако посматрамо понашање и кренемо у описивање централних банака четири економије оне су најмање зајмодавац у крајњој инстанци. Тачније, у три

источноевропске земље ова функција је била веома ограничена. Аргентина има више могућности за то. Још једна девијација валутног одбора Аргентине је да је дозвољено да централна банка држи 1/3 резерви и то у државним обвезницама деноминаним у иностраној валути као подршка монетарној бази. Кредитирање Владе је генерално забрањено у три транзиционе економије, али у Литванији се то дешавало на индиректан начин. Једна од карактеристика естонског валутног одбора је да не држи владине депозите за разлику од других земаља. У Бугарској, Естонији и Литванији имамо 100% покривеност домаће валуте, док у Аргентини то није случај. Регулација банкарског сектора је присутна у све четири земље. Естонија, Литванија и Аргентина користе много активније минималне резерве као средство монетарне политике, насупрот Бугарској, (табела 69).

Ако посматрамо случај *Аргентине* имамо да је као последица дугогодишње експанзивне монетарне политике настала хиперинфлација која је у просеку износила 325%, а кулминирала је између јуна 1989. и јуна 1990. године када је достигла ниво од 5.648%. Званична имплементација аранжмана валутног одбора као режима монетарне политике и девизног курса отпочела је у априлу 1991. године, а напуштена је 2002. године.<sup>259</sup>

У моменету успостављања валутног одбора пезос је био везан за амерички долар. Централна банка Аргентине је била спремна да се одрекне дискреционих права и овлашћења, а уз то се обавезала на поштовање једноставних правила овакве монетарне политике. У неким аспектима режим валутног одбора није испунио класичне критеријуме валутног одбора. Валутни одбор не би требало да учествује у активностима као што су куповина државних хартија од вредности, такође не би требало да регулише понашање пословних банака или делује као зајмодавац у крајњој инстанци. Треба истаћи да је у Аргентини постојала девизна контрола која је обезбеђивала преференцијални девизни курс за извознике. Једна трећина резерви деноминаних у доларе била је у облику државних обвезница. Аргентинска централна банка била је последње уточиште банака, па је нпр. током тзв. текила кризе 1995. године, давала средства неликвидним банкама, а прописивала је и обавезну резерву за пословне банке. Све ово је довело до пада кредибилитета Централне банке Аргентине и отворило је пут ка шпекулативним нападима на пезос.

---

<sup>259</sup> Ascxinger Gerhard (March-April 2002), “*Currency Board, Dollarisation or Flexible Exchange Rates for Emerging Economies?*” Reflections on Argentina, Intereconomics, p. 112.

Упркос мањем придржавању монетарних правила која прате аранжман валутног одбора, приписују му се макроекономска побољшања у тој латиноамеричкој привреди. Свакако највећи успех аранжмана валутних одбора у Аргентини је обарање инфлације на 3,9% у 1994. години. Томе у прилог иде и податак да је до 1996. године БДП Аргентине растао на годишњем нивоу између 3 и 8%. У посматраном периоду имамо здраву експанзију извоза, много већу него у претходној деценији, (табела 70).

**Табела 70.** Обележја аргентинског стабилизационог програма

	1980-1989.	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.
Годишња стопа инфлације	750,4	4.933,3	1343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	2,6	0,0
Стопа раста БДП-а	-0,9	-6,2	-6,2	8,9	8,7	6,0	7,4	-4,4	3,0
Раст запослености (у %)	1,6	1,0	1,1	4,3	2,7	1,3	-0,2	-2,6	0,0
Раст извоза (годишњи, у %)	3,0	4,9	29,0	-3,0	2,1	7,2	20,8	32,4	4,0
Раст увоза (годишњи, у %)	-6,7	-21,0	-3,0	103,0	79,7	12,8	28,6	-6,8	7,0
Јавна потрошња (% од БДП)	33,1	35,6	29,8	29,3	28,7	28,4	27,2	27,0	27,0
Буџетски дефицит (% БДП)	-5,8	-7,6	-2,3	-0,3	0,1	1,2	0,1	-1,0	-2,0

**Напомена:** Инфлација у Аргентини је достигла врхунац 1989. године са 5100% , пала је на око 1200% 1990, а затим на 84% 1991. године.

**Извор:** [http://www.nowandfutures.com/us\\_argentina.html](http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html), доступно дана 13.01.2014.

Поред позитивних ефеката политике валутног одбора у Аргентини, можемо говорити и о негативним аспектима овог режима који није био лек за проблеме у области макроекономске политике. Уосталом, значајно је погоршано социјално стање, повећани су незапосленост, сиромаштво, као и неједнакост у расподели дохотка, уз истовремено смањење зарада. Незапосленост је повећана са 6,1% у 1991. години на 15% у 2000. години, а Аргентина је имала дефицит буџета већ неколико година. Однос дуга према БДП-у расте на 41% у 1998. години, затим 47% у 1999, 51% 2000. године и 55% 2001. године. У истом периоду влада је подигла порез на добит у настојању да изврши ребаланс буџета, а 2001. године је уведен порез на финансијске трансакције. Стопа инфлације у 2001. години варира, почиње са 4% и завршава годину са преко 40%. У исто време је рецесија у Аргентини била стално присутна.<sup>260</sup>

Раст буџетског дефицита довео је до повећања забринутости због евентуалне девалвације. Отприлике 20 милијарди долара престонице Буенос Ајреса је “побегло” из

<sup>260</sup> [http://www.nowandfutures.com/us\\_argentina.html](http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html), доступно дана 13.01.2014.

земље у 2001. години. Такву ситуацију је пратила апресијација долара у касним 1990-им годинама. Аргентински извоз је постао мање конкурентан на светском тржишту. Сви ови ефекти прелили су се на реалну страну економије. Привреда Аргентине је тада била у рецесији. Последице тзв. мексичке кризе из 1995. године условиле су да банкарски депозити падну у року од неколико седмица, па је влада одговорила дерегулацијом финансијског тржишта (продајом државних банака). Упркос релативно снажном скупу правила која регулишу понашање аргентинског валутног одбора, режим је срушен у релативно кратком року, а домаћи и страни инвеститори су потрдили да је аргентинска фискална политика неодржива. И спољни шокови су додатно уздрмали валутни одбор у Аргентини. Први тест је био током мексичке кризе 1995. године када криза ликвидности условљава велики пораст каматних стопа, што негативно утиче на стопу привредног раста и незапосленост. Свакако се додатни удар на режим валутног одбора у Аргентини јавља услед азијске (1997.) и руске кризе (1998.) који даље подижу каматне стопе, где страни инвеститори постају много обазривији при инвестирању својих средстава. Додатну тешкоћу је изазвала Бразилска криза из 1999. године јер је Бразил примарни спољнотрговински партнер Аргентине.

Врло је интересантно искуство примене аранжмана валутног одбора који је у јуну 1997. године уведен у *Бугарској* после неколико неуспелих покушаја стабилизације. Пре увођења овог аранжмана инфлација у Бугарској крајем 1997. године је износила 578,5% (2.040,4% 1997. године, 310,8% 1996. године). И други макроекономски индикатори су били врло лоши: двоцифрени негативни привредни раст 1996. године (-10,9%), основна каматна стопа НББ (Народне Банке Бугарске) на врхунцу економске кризе је била 200%, кредит као резултат крајњег уточишта је био стално у порасту, а био је евидентан и стални буџетски дефицит и други негативни макроекономски трендови.

Механизам валутног одбора у Бугарској је обезбедио да сва домаћа валута у оптицају буде покривена девизним резервама кроз однос немачке марке и бугарског лева. Да би се повећало поверење у банкарски систем на почетку примене валутног одбора, он је обезбедио могућност банкама да приме ограничену, али значајну помоћ од око 300 милиона долара или једну петину девизних резерви Бугарске. Није изостала новчана помоћ од стране ММФ-а, USAID-а и других међународних организација.

Према анкетама спроведеним у Бугарској, режим валутног одбора до данас када је лев везан за евро, има највише поверења од стране јавности. Ово је подразумевало апсолутну монетарну и фискалну дисциплину, што је резултирало стабилношћу чак и у

условима кризе руске рубље из 1998. године, јер је Бугарска до тада била највећи економски партнер Русије. Тако је Бугарска смањила годишњу инфлацију на 1% до краја 1998. године.

**Табела 71.** Макроекономски индикатори Бугарске пре увођења аранжмана валутног одбора  
(у %)

Индикатор/година	1995.	1996.	1997.	1997.	1998.
Реални раст БДП	2,1	-10,9	-	-6,9	3,5
Инфлација	32,9	310,8	2.040,4	578,5	1,0
Фискални баланс (% БДП)	-6,4	-13,4	-62,1	-2,1	1,3
Раст примарног новца	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8
Кредит НББ банкама (% промена монетарне пасиве)	-7,8	122,4	67,5	4,5	-36,6
Финансирање фискалног дефицита од стране банака	4,9	14,5	40,7	-3,2	-0,3
Раст резервног новца	50,5	92,4	780,0	780,0	9,8
Номинална каматна стопа	19,4	116,6	128,6	0,03	0,38
Девизни курс (lew/US dollar)	70,7	487,4	1021,9	1776,5	1675,1
Девизни курс (lew/DM)	49,3	313,4	946,9	1000,0	1000,0

**Извор:** Gulde Marie, Anne (September 1999), The role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, Finance development, A quarterly magazine of the IMF, Volume 36, Number 3, Washington ili dostupno na adresi sajta <file:///C:/Documentsand Settings/administrator/desktop/finance&...>, dostupno dana 20.01.2014.

Бугарска има позитиван привредни раст 1998. године од 3,5%, стабилан раст примарног новца од 9,8%, позитиван фискални баланс од 1,3% БДП као и друге врло повољне макроекономске индикаторе. И други новчани индикатори су врло позитивни 1998. године у Бугарској, преко стабилизације девизног курса и ниске номиналне каматне стопе, (табела 71).

Од приступања ЕУ 01.01.2007. године Бугарска има стабилан привредни раст. Истина, евидентна је висока незапосленост пријављена од стране Националног завода за статистику која од 2003-2013. године у просеку износи 10% (2012-12,6%, 2011-11,7%, 2010-10,2%). Ако направимо поређење у периоду 2004-2011. године незапосленост ЕУ-27 је била од 7 до 9%. Међутим, други макроекономски параметри под овим режимом су изузетно повољни. Дуг Бугарске је један од најнижих у Европи и он илуструје степен стабилности јавних финансија и политичку вољу да се ојача финансијска стабилност. У Бугарској је однос консолидованог јавног дуга/БДП за

пример и није ни близу Мастрихтског споразума од 60% БДП-а (2004-37%, 2005-27,5%, 2006-21,6%, 2007-17,2%, 2008-13,7%, 2009-14,6%, 2010-16,3% и 2011-16,3%). Што се тиче новчане масе, у Бугарској је регистрован стабилан раст током низа претходних година. Уосталом, током пет година чланства у ЕУ Бугарска је забележила буџетски суфицит за две године (2007. и 2008. године) и три године буџетског дефицита (између 2009. и 2011. године). Подаци показују да ће Бугарска успети у постизању планираног буџетског дефицита и 2012. године. У 2009. години расходи су износили 40,7% БДП-а, у 2010. години 37,4%, а у 2011. години 35,2% (у односу на 49,1% за ЕУ-27 и 49,3% за еврозону у 2011. години). Ову тенденцију прати НЦР-с у Бугарској који се може описати као умерен са стопом инфлације од 2,5% 2009 године, 3% 2010. и 3,4% 2011. године. (ЕУ-27 2009. године-1%, 2010. године-2,1% и 2011. године-3,1%).<sup>261</sup> Ови макроекономски индикатори показују да Бугарска евидентно има позитивна искуства код примене концепта валутног одбора.

Бивша југословенска република *Босна и Херцеговина* од јуна 1997. године такође уводи валутни одбор. Овај режим монетарне политике и политике девизног курса заснива се на законом експлицитно утврђеним правилима у погледу начина пуштања новца у оптицај. Та правила искључују право дискреције тј. право одлучивања у домену тих политика. Основна правила валутног одбора садржана су у Закону о централној банци. Као прво, курс конвертибилне марке као националне валуте фиксиран је у сразмери 1 EUR=1.95583 конвертибилне марке. Девизни курс представља фиксирану номиналну варијаблу (номинално сидро) за коју се везују инфлациона очекивања јавности, чиме се обезбеђује стабилност цена у економији. Такође је загарантована пуна конвертибилност домаће валуте у резервну валуту и обрнуто. Централна банка Босне и Херцеговине врши емисију и повлачење новца куповином и продајом конвертибилних марака у замену за стране валуте. Трансакције ЦБ БиХ врши са комерцијалним банкама, као и са државним институцијама које имају код ње своје депозите. Нето девизне резерве ЦБ БиХ у сваком тренутку морају да покрију њене монетарне обавезе у конвертибилним маркама тј. новчанице и ковани новац у оптицају, салда рачуна комерцијалних банака и остале депозите по виђењу код ЦБ. Код валутног одбора ЦБ БиХ изостаје кредитирање било ког сектора у економији

---

<sup>261</sup> Georgieva, Emilia, 2012, "The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession", Review of European Studies, Vol. 4, N0 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 197.

где ЦБ БиХ нема могућност монетизације фискалног дефицита и не врши функцију крајњег кредитора ради превазилажења ликвидности комерцијалних банака.

Оно што је евидентно Босна и Херцеговина је мала и отворену економија која је концептом валутног одбора постигла завидне резултате, нарочито у погледу привредног раста и сламања инфлације, што је веома близу земљама ЕУ са најбољим инфлаторним карактеристикама и стопом привредног раста. Годишња стопа раста БДП-а у Босни и Херцеговини пријављена од стране ЦБ БиХ у периоду од 2004-2012. године у просеку је износила 3%.<sup>262</sup> Међутим, ефекти светске економске кризе су ипак утицали на стагнацију БДП-а, од скоро -3% 2009. године. Босна и Херцеговина у посткризном периоду бележи благи привредни опоравак, исказан кроз стопу привредног раста, (табела 72).

**Табела 72.** Стопа реалног раста БДП-а и инфлације у Босни и Херцеговини у периоду 2004-2013. године

Индикатор/година	2004.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Реални раст БДП-а	6,3	6,0	6,1	5,6	-2,9	0,7	1,7	1,3	-
Инфлација (годишња стопа раста у %)	1,1	4,6	4,9	3,8	-0,4	1,9	3,7	2,9	1,6

**Извор:** Ђуровић Тодоровић Јадранка, Ђорђевић Марина (2011), Економски факултет, Ниш, стр. 115 и подаци за инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=bk&v=71>, доступно дана 21.01.2014. године и подаци за раст БДП преузети са сајта: <http://www.gmfag.com/gdp-data-country-reports/313-bosnia-and-herz>, доступно дана 21.01.2014.

Генерално посматрано, земље које су увеле валутни одбор или евро у периоду 2002-2012. године имале су релативно стабилне нивое инфлације. Насупрот њима, земље које су имале пливајуће девизне курсеве су имале високу инфлацију. Сагледавајући просечну стопу незапослености у истом временском периоду економије које су имале валутне одборе или евро су имале најниже стопе незапослености. Успешна примена концепта валутних одбора у неким привредама у транзицији (нпр. у Бугарској, Босни и Херцеговини и Естонији), подстакла је разматрање евентуалног увођења овог режима у осталим земљама Југоисточне Европе, (табела 73).

<sup>262</sup> <http://www.tradingeconomics.com/bosnia-and-hercegovina/gdp-growt...>, доступно дана 20.01.2014.

**Табела 73.** Просечна годишња инфлација и стопа незапослености у транзиционим економијама за период 2002-2012. године

(у %)

Земља	Валутни одбор или евро	Чврсти фиксни курс	Меки фиксни курс	Пливајући	Стопа незапослености
Румунија				11,07	7,1
Словенија	3,83				6,5
Словачка	4,06				15,2
Србија				9,26	18,2
Пољска				2,97	13,8
Црна Гора	3,94				-
Македонија		2,45			33,6
Малта	2,51				-
Литванија	3,16				11,9
Летонија			5,09		12,1
Мађарска				5,49	7,9
Естонија	4,29				10,2
Кипар	2,57				5,5
Хрватска		2,78			12,8
Чешка Република			2,57		7,1
БиХ	2,67				29,0
Бугарска	5,45				11,7
Албанија		2,99			14,4
Просек	3,60	2,74	3,83	7,19	13,56

**Извор:** [http://katalaksija.co/2013/04/05/fiksni-kurs-ya-dinar/...](http://katalaksija.co/2013/04/05/fiksni-kurs-ya-dinar/), доступно дана 18.02.2014.

Ипак, највећи проблем економија Бугарске, Литваније и Босне и Херцеговине је корупција који је права “куга” за њихова друштва, чиме се подрива финансијски систем и сви резултати које је постигао аранжман валутног одбора. И овде је Естонија лидер по најмањој стопи корупције у друштву, (табела 74). И 2013. године кроз индекс перцепције корупције економија БиХ-а није направила помак у борби против корупције. БиХ-а се и даље налази међу земљама са опасном стопом корупције, која утиче на све сегменте живота њених грађана. БиХ-а и Србија деле 72 место 2013. године са индексом 42, што је и даље испод просечног од 50, и деле га са Бразилом и Јужноафричком Републиком. Кад је реч о земљама бивше Југославије најбоља у региону је Словенија на 43. месту, Хрватска на 47. месту, Црна Гора и Македонија обе,



на 67. месту. Од суседних земаља, Мађарска је на 47. месту, Румунија 69. месту, док су иза Бугарска 77. место, Грчка 80. место и Албанија 116. место. На врху листе су ове, као и претходних година, Данска, Нови Зеланд, Финска, Шведска и Норвешка. Од водећих привреда света, САД су на 19 месту, Кина на 80, Француска на 22. месту, Јапан на 18. месту и Немачка је на 12. месту.

**Табела 74.** Ранг листа изабраних земаља по индексу корупције у свету

	Позиција земље по индексу корупције 2011. године	Позиција земље по индексу корупције 2012. године
Хонг Конг	12.	2.
<b>Естонија</b>	<b>29.</b>	<b>24.</b>
<b>Литванија</b>	<b>50.</b>	<b>27.</b>
<b>Бугарска</b>	<b>86.</b>	<b>59.</b>
<b>Босна и Херцеговина</b>	<b>91.</b>	<b>125.</b>

**Извор:** <http://www.cato.org/publications.comentarz/Bulgaria-fifteen-years-later>, доступно дана 16.01.2014.

## **V ЕФЕКТИ И ПЕРСПЕКТИВА СТРАТЕГИЈЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НБС**

Основна карактеристика изабране монетарне стратегија НБС после 2000. године карактерише мешавину девизног курса и банкарског кредитирања као најважнијих трансмисионих канала монетарне политике. Истина, Србија је имала два јасно издиференцирана и временски ограничена периода монетарне политике: први, кроз коришћење концепта руковођеног девизног курса као номиналног сидра од 2000-2006. године и други од 2006. године до 2013. године, где је за номинално сидро коришћена краткорочна каматна стопа као оперативни таргет, уз двонедељне репо операције као инструмента монетарне политике. У овом периоду се користе и интервенције на девизном тржишту као помоћни инструмент монетарне политике уз допуштање већег степена осцилација девизног курса. Као последица ових интервенција на девизном тржишту имали смо периоде депресијације и апресијације девизног курса националне валуте у посматраном периоду. И на крају НБС на располагању је била и доста ригидна мера првенствено кроз често мењање стопе обавезних резерви у претходном периоду. Сви ови инструменти монетарне политике током своје примене од 2000. године до 2013. године су иза себе имали мање/више лоше перформансе привреде Републике Србије. Отуда, оваква комплексна ситуација у привреди Србије је нагнала потребу за мерама кроз унапређење монетарне стратегије. Иначе, стоји констатација да је НБС само монетарним мерама покушавала да унапреди стање у реалном сектору економије, уместо обратно, што је имало итекако ограничавајући ефекат.

## **5.1. Карактеристике режима монетарне политике НБС у периоду после 2000. године**

### **5.1.1. Репо каматна стопа као најважнији инструмент новог оквира монетарне политике**

Коришћењем девизног курса као номиналног сидра, НБС је успела да после петооктобарских промена 2000. године до 2003. године смањи инфлацију на ниво испод 10%. Међутим, од 2003. године постепена депресијација смањила је дезинфлаторни утицај, па у Србији од 2004. године поново имамо инфлацију. Растућа инфлација и висок прилив капитала принудили су НБС на напусти монетарну стратегију руковођеног девизног курса и допусти већи степен осцилација у складу са тржишним условима. После 2005. године је висок прилив капитала, углавном од приватизације, допринео апресијацији девизног курса, што је имало дезинфлаторни утицај и обарање инфлације. Са политике управљања номиналним девизним курсом у контроли инфлације 2006. године се прешло на нови модел монетарне политике. Од тада НБС спроводи операције на отвореном тржишту обављањем трансакција репо или трајне куповине и продајом хартија од вредности. Конкретно, НБС спроводи репо трансакције продаје, односно куповине хартија од вредности, с роком од две седмице (12 до 16 дана).

Референтна каматна стопа је највиша односно најнижа каматна стопа коју НБС примењује кроз поступак куповине односно продаје хартија од вредности. Висина референтне каматне стопе утврђује се одлуком НБС. У поступку спровођења монетарне политике референтна каматна стопа има улогу полазне и истовремено сигнализирајуће каматне стопе, тзв. репера за формирање осталих каматних стопа на новчаном тржишту. То је стопа по којој НБС продаје благајничке записе пословним банкама, уз обавезу да их откупи за 14 дана. Иначе, референтна каматна стопа је репер на новчаном тржишту по којој су водеће српске банке спремне да међусобно позајмљују новац (динаре).<sup>263</sup>

Ако пређемо на терен практичних дешавања у Србији, НБС је у периоду 2006-2013. године водила углавном рестриктивну монетарну политику. Као доказ за то

---

<sup>263</sup> Референтна и есконтна стопа изједначене су од 12.05.2010. године изменом одлуке о висини есконтне стопе НБС ("Службени гласник РС", број 31/10).

имамо високу референтну каматну стопу НБС, која је углавном имала двоцифрен предзнак (5 пута у 8 посматраних година 2006-2013. године). Основна каматна стопа коју НБС плаћа банкама да би куповале њене репо хартије није утицала на промене камата, јер је више од 70% активе у банкарском сектору Србије индексирано у еврима.<sup>264</sup> У Србији управљање портфолиом од стране банака, није било могуће јер су банке у политици пласмана хартија од вредности куповале хартије од вредности НБС (уз то им је НБС плаћала камату на годишњем нивоу у распону од 14% 2006. године, 17,75% 2008. године, 11,50% 2010. године, 9,75% 2011. године до 9,50% 2013. године). Отуда није могуће очекивати да пласмани у привреди и становништву буду испод тог нивоа.

У актуелној ситуацији када држава нема великог прилива страног капитала (као што је нпр. било у условима приватизације у претходном периоду у Србији, и вишка ликвидности на тржишту), референтна каматна стопа ће имати мали утицај на цене. Ипак, у условима ограничене и врло слабе привредне активности држава би евентуално требало да административним путем ограничи камате од стране банкарског сектора.<sup>265</sup> Такав концепт ограничавања каматних стопа привреди и становништву је присутан и у суседним државама (Црној Гори, Хрватској, Македонији) и другим земљама ЕУ.

Оно што је евидентно да је у великом броју земаља које имају веома ниску референтну каматну стопу актуелна нижа стопа инфлације. Очигледно је да потреба за привредним растом, а не ограничење тражње кредита и страх од инфлације, превагнула у монетарној политици земаља које имају ниске референтне каматне стопе.

НБС и почетком 2014. године уз снижена инфлаторна очекивања (овакав тренд је био присутан и у другој половини 2013. године уз појаву дефлације) треба да постепено релаксира монетарну политику снижавањем своје репо стопе. Напоменимо

---

<sup>264</sup> Ради регулисања ликвидности банкарског система, НБС је омогућила коришћење кредита за ликвидност. Ломбардни кредит НБС одобрава банци до износа од: 80% номиналне вредности заложеных благајничких записа НБС, 80% номиналне вредности заложеных краткорочних хартија од вредности РС, 60% номиналне вредности заложеных динарских дугорочних хартија од вредности РС до чијег рока доспећа није остало више од две године и/или 60% динарске противвредности номиналне вредности заложеных девизних обвезница РС до чијег рока није остало више од две године, прерачунате по званичном средњем курсу на дан давања ломбардног кредита.

<sup>265</sup> Ово је посебно неопходно да се банке путем камата понашају у складу са актуелним околностима, посебно када је Србију погодила елементарна катастрофа од поплава 2014. године.

да је упркос присутној дефлацији у Србији током 2013. године задржана једна од највиших камата у Европи. Тако је током 2012. године референтна каматна стопа у Хрватској била 4,74%, Словенији 0,75%, Чешкој 0,50%, Пољској 4,75% и Словачкој 0,75%.

Актуелно смањење инфлаторних очекивања у Србији подстакнуто је смањењем агрегатне тражње, што је узроковано смањењем куповне моћи становништва током 2013. године, а додатно је подржано и замрзнутим платама и пензијама. Смањењем тражње грађани не могу да плате више цене. Ова ситуација је произвела тзв. сиротињску инфлацију у Србији. Овоме треба додати и смањење свих видова потрошње, укључујући и инвестиције крајем 2013. и почетком 2014. године. Намеће се закључак да, ако се и даље одуговлачи са успостављањем релаксирајуће монетарне политике и смањењем репо стопе НБС, постоји опасност по привредну активност. С обзиром на наведено, поставља се питање зашто се не смањује референтна каматна стопа и о каквом негативном ефекту по привреду је реч. С тим у вези треба истаћи да снижавање референтне каматне стопе НБС увек има постепени ефекат и да утиче на смањење камата на динарске кредите на дужи рок с обзиром на збивања на тржишту. Такође постоји тзв. референтна замка, односно са даљим смањивањем репо камате НБС постоји могућност повлачења вишка ликвидности банкарског сектора Србије кроз повлачење итекако неходног новчаног капитала, при чему банке могу да повуку новац сваке две недеље. Због свих наведених околности треба бити опрезан, али и поред свега треба енергичније смањивати референтну каматну стопу.

Евидентно је да је у Србији важила категорија скупог новца, што је очигледно кроз висину активне каматне стопе НБС у периоду 2000-2013. године. Веома велике турбуленције активних каматних стопа НБС резултат су турбулентних привредних околности и стања у којем се налази привреда Србије. Актуелни проценти есконтних и ломбардних стопа у посматраном периоду показују да се желело управљати инфлацијом, а све у циљу подршке претежно рестриктивној монетарној политици у претходном периоду. Јасно је да су сва дешавања везана за кретања активних каматних стопа у Србији одраз реалних привредних кретања и превеликог ослањања искључиво на монетарне мере НБС. Ове монетарне мере су иначе имале ограничен дезинфлаторни утицај, што доказује и просечна инфлација са једноцифреним предзнаком од 9,26% у периоду 2002-2012. године. Њен проценат је смањен током 2013. године, (табела 75).

**Табела 75.** Активне каматне стопе НБС и стопа инфлације у Србији

(у %)

Година	Есконтна каматна стопа	Референтна каматна стопа	На ломбардне кредите	Стопа инфлације
2000.	26,34	-	27,13	70,0
2001.	16,43	-	16,92	80,6
2002.	9,50	-	15,20	14,8
2003.	9,00	-	14,40	7,8
2004.	8,50	-	-	13,7
2005.	8,50	-	-	12,7
2006.	8,50	14,00	-	6,6
2007.	8,50	10,00	-	11,0
2008.	8,50	17,75	-	8,6
2009.	8,075	9,50	-	6,6
2010.	11,50	11,50	-	10,3
2011.	9,75	9,75	-	7,0
2012.	11,25	11,25	-	12,2
2013.	9,50	9,50	-	2,2

**Извор:** <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/drag-kam-2.jpg>, доступно дана 12.03.2014. и подаци за стопу инфлације преузети са сајта: <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014. а на основу података НБС

### **5.1.2. Обавезна резерва у улози помоћног инструмента монетарне политике у Србији**

НБС користи обавезну резерву као помоћни инструмент онда када су исцрпљени ефекти осталих тржишних мера монетарног регулисања. Одлуку о висини стопа, као и основици за обрачун обавезне резерве доноси Извршни одбор НБС. Са финансијског аспекта посматрано, обавезна резерва представља износ средстава које су банке у обавези да држе на рачунима код Централне банке. Овај износ се обрачунава множењем стопе обавезне резерве са основицом за њен обрачун. Основицу за обрачун обавезне резерве чине обавезе које банке имају према клијентима тј. извори средстава (депозити-динарска или девизна штедња, примљени кредити и хартије од вредности). Обавезна резерва се обрачунава искључиво на обавезе које банке имају према клијентима тј. на изворе средстава пословних банака. Стопа обавезне резерве може бити јединствена или пак диференцирана према рочној и/или валутној структури

извора средстава. У случају НБС треба имати у виду да на име обавезне девизне резерве, које држи од стране пословних банака, НБС враћа пословним банкама по престанку коришћења одређеног извора средстава (истек ороченог депозита и сл.).

Активно коришћење обавезне резерве у условима руковођеног пливајућег курса као сидра имало је за циљ да у првом периоду појача девизни курс као изабрано сидро монетарне политике, а касније, у ери примене новог оквира монетарне политике 2006. године, кредитни и каматни канал. У овом периоду је стопа обавезне девизне резерве коригована навише или је њена основица стално проширивана. Циљ ове мере је спречавање задуживања банака у иностранству и смањење кредитне активности банака. Генерално узев, циљ је био смањење нивоа новчане масе ради стабилизације девизног курса чији је крајњи ефекат требало да има утицај на стабилност цена у Србији. Као доказ за то имамо да је просечна стопа обавезне девизне резерве у периоду 2004-2005. године била око 37 до 38%, али прилично променљивог карактера, да би до средине 2006. године имала континуирани тренд раста на ниво од око 45%. У истом периоду просечна динарска стопа обавезне резерве је варирајућег карактера тако да њена одступања иду у опсегу од 18 до 21% крајем 2003. године, затим расте током 2004. све до септембра-октобра 2005. године. Након тог периода, крајем 2005. године, просечна динарска стопа обавезне резерве има стабилан раст на око 18 до 19%. Овај период је карактеристичан по томе што смо имали девизни курс као сидро монетарне политике.

У периоду примене новог оквира монетарне политике, нарочито крајем 2006. године и током 2007. године, просечна стопа обавезне динарске резерве је у сталном паду до нивоа од око 13-14%. Сви ови трендови су у складу са изабраном монетарном стратегијом НБС.

Ради ублажавања утицаја светске економске кризе, НБС је у периоду 2006-2010. године вршила умањење основице за обрачун обавезне резерве пословним банкама између осталог и за износ пласираних стамбених кредита, и то првенствено динарских, са девизном клаузулом осигураних код Националне корпорације за осигурање стамбених кредита (НКОСК). НБС је тиме желела да стимулише пословне банке баш за ове кредите. Овом мером су пословним банкама додатно снижени трошкови.

Евидентно је да је стопа обавезне резерве током дугог периода била доста висока, нарочити њен девизни део. Циљ ових мера било је спречавање задужења банака у иностранству и смањење кредитне активности банака. Све ово се поклапало са опредељењем НБС која је углавном преферирала рестриктивну монетарну политику,

а све ради подршке стабилности цена. Као илустрацију можемо навести пример Одлуке о обавезној резерви код НБС (“Службени гласник РС”, бр. 116/06) која је била на снази у периоду 2006-2010. године према којој је стопа обавезне девизне резерве износила чак 45%, изузев на девизну штедњу (40%), девизне субординиране обавезе (20%) и девизна средства давалаца лизинга (100%).

Из другог угла посматрано, средином 2013. године однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака, у Србији је највиши у региону, док је у Црној Гори најнижи. Ово јасно говори о монетарној стратегији НБС која је у складу са вођеном рестриктивном монетарном политиком током 2013. године, (табела 76).

**Табела 76.** Однос издвојене обавезне резерве и укупних депозита, односно активе банака и обавезне резерве у Србији и региону Југоисточне Европе јуна 2013. године

Земља	Обавезна резерва/ депозити банака	Обавезна резерва/ актива банака
Србија	28,60	14,39
Босна и Херцеговина	21,89	13,10
Македонија	12,40	7,10
Хрватска	10,20	7,20
Црна Гора	9,30	6,40

(у %)

**Извор:** Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања, Подгорица, октобар 2013, стр. 43

На основу овога се може закључити да овако диференциране стопе обавезних резерви фаворизују динарске изворе у односу на девизне, што је у складу са одабраном стратегијом НБС. На тај начин се пословним банкама пружа могућност да прибављањем средстава из динарских извора преко две године сами себи укину обавезу издвајања обавезне резерве (стопа 0% на преко две године). Почетком 2014. године актуелно је смањење обавезне девизне резерве банака на изворе финансирања банака са роком до две године са 30 на 29%, а на изворе преко две године са 25 на 22%. Повећан је део обавезне девизне резерве банака који се издваја у динарима на 32% на изворе рочности до две године, и на 24% на изворе рочности преко две године. Циљ ових мера је стабилизовање пројектоване инфлације, благо смањење трошкова кредита,



олакшано рефинансирање, као и стабилизација кретања на девизном тржишту. Кроз ове мере банке треба да прибављају дугорочније изворе финансирања, (табела 77).

**Табела 77.** Актуелне стопе обавезне резерве за 2014. годину

	(у %)	
Валута	До две године	Преко две године
У динарима	5	0
У девизама	29	22
У девизама-на динарске обавезе индексирани девизном клаузулом	50	50

**Напомена:** У периоду од фебруара 2007. до новембра 2011. године присутан је тренд смањења ефективне стопе обавезне девизне резерве и то са 39,7% на 23,2%.<sup>266</sup>

#### Издајање обавезне резерве

<p><u>У динарима</u> - износ обрачунат применом стопе (5%) на динарске изворе до две године</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 32% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе до две године, у динарској противвредности,</li> <li>- 24% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе преко две године, у динарској противвредности</li> </ul>
<p><u>У девизама</u> - 68% износа обрачунатог применом стопа на девизне изворе до две године,</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 76% износа обрачунатог применом стопе на девизне изворе преко две године.</li> </ul>

**Извор:** [http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30\\_4/30\\_4\\_1/](http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/), доступно дана 17.03.2014.

Централна банка може, а не мора, да плаћа каматну стопу на обавезну резерву. Различита истраживања су показала да је нулта стопа приноса на обавезне резерве заправо неадекватно решење. С обзиром на то да јој издвојена новчана средства код централне банке не доносе приход, то представља трошак за пословну банку. Стога банка терет некаматносни обавезне резерве пребацује на правна и физичка лица тј. своје клијенте. Они стога плаћају вишу камату на узете кредите, а узимају мању камату на своје депозите. Следећи праксу развијених тржишних економија, НБС банкама плаћа камату на износ оствареног просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве у обрачунском периоду до нивоа који не прелази износ обрачунате динарске обавезне резерве. Камата се обрачунава и плаћа по каматној стопи у висини

<sup>266</sup> Ефективна стопа обавезне девизне резерве је рачунски изведена вредност (из различитих диференцираних вредности) и има информативни карактер, доступно на адреси сајта: <http://efektiva.rs/aktuelnosti-krediti/sta-je-obaveznba-rezerva>, доступно дана 17.03.2014.

од 2,5% током 2013. и почетком 2014. године на годишњем нивоу на износ оствареног просечног дневног стања издвојене обавезне динарске резерве банака.

**Табела 78.** Каматне стопе по основу обавезне резерве и есконтна/референтна каматна стопа у периоду од јануара 2005. до септембра 2008. године

(у %)

Важи од	Каматне стопе на динарску ОР		Есконтна/референтна стопа НБС	Каматне стопе на девизну ОР	
	Активна	Пасивна		Активна	Пасивна
11.01.2005.	400% есконтне стопе	35% есконтне стопе	8,50	400% есконтне стопе	20% водеће важеће референтне стопе на EUR и USD укинута плаћање камате
11.05.2005.	-	-		-	-
01.09.2006.	Референтна стопа НБС +16%	Референтна стопа НБС - 15%	14%	Референтна стопа НБС + 16%	-
11.11.2006.	-	2,50%	-	-	-
18.09.2008.	150% референтне стопе НБС	-	17,75	3 м еурибор + 10%	-

**Напомена:** Подаци о есконтној стопи за 2005. годину и референтној каматној стопи за 2006. и 2008. годину преузети из: Review on NBS Money Market Interest rates, NBS, Belgrade, 2008, стр. 15.

**Извор:** [http://ww.nbs.rs/internet/latinica/30/30\\_4/30\\_4\\_1/30\\_4\\_1\\_5.html](http://ww.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/30_4_1_5.html), доступно дана 18.03.2014.

Током периода од 2005. до 2008. године, каматне стопе на обавезну динарску резерву имале су за циљ да на неки начин стимулативно делују на банкарски сектор Србије, а све ради тога да банке не би пребациле терет непласирања овог дела ликвидних средстава на своје клијенте кроз више каматне стопе. Примена девизног курса као сидра монетарне политике 2005. године карактерише ниво пасивних каматних стопа на издвојене динарске обавезне резерве од 35% тада актуелне есконтне стопе и 20% водеће важеће референтне стопе на EUR и USD, на издвојену обавезну девизну резерву.<sup>267</sup> Недуго затим укинута је плаћање камате на издвојену обавезну девизну резерву банака. Од новембра 2006. године током примене тзв. новог оквира монетарне политике пасивне каматне стопе на издвојену динарску обавезну резерву код НБС су износиле 2,50%, (табела 78).

<sup>267</sup> Напоменимо да је износ есконтне стопе НБС 2005. године износио 8,50%.

## 5.2. Трансмисиони канали монетарне политике НБС и његове специфичности

### 5.2.1. Девизни курс и банкарско кредитирање као најважнији трансмисиони канали монетарне политике

Канал девизног курса и банкарског кредитирања су врло важни трансмисиони канали монетарне политике у Србији. Преко утицаја каматне стопе на девизни курс, монетарна политика утиче на нето извоз. Виша каматна стопа значи јачу валуту, а јача валута утиче на смањење нето извозне тражње и производње. Насупрот томе, нижа каматна стопа слаби домаћу валуту, а депресијација валуте утиче на пораст извоза и БДП-а. Такође, промене девизног курса утичу на цене увозне робе и услуга, што доводи до директног раста цена (код производа искључиво или доминантно увозног порекла) или индиректног раста цена (преко раста трошкова увозних компоненти садржаних у домаћим производима). Иначе, Србија је у претходном транзиторном периоду од 2000. до 2013. године прошла кроз период депресијације, а затим и апресијације своје валуте.

Почетак макроекономске стабилизације у Србији крајем 2000. године карактерише коришћење девизног курса као номиналног сидра за заустављање и обарање стопе инфлације са 80,6% током 2001. године на близу 15% 2002. године. У октобру 2000. године званични курс изједначен је са тржишним и НБС напушта политику фиксног девизног курса. Уведен је режим руковођено флукутирајућег курса, што је упоредо са либерализацијом цена требало да доведе до обарања инфлаторних очекивања и раста тражње за новцем. Истина, Србија је *de facto* према еврџ имала фиксни курс све до 2003. године. Коришћење девизног курса као номиналног сидра до краја 2002. године, поред снажне реалне апресијације домаће валуте, је утицало на формирање очекивања да ће инфлација бити заустављена<sup>268</sup>.

Међутим, практична дешавања су потврдила да је висок прилив иностраног капитала, који је по разним основама доспео у Србију од почетка транзиције, вештачки допринео да БДП у Србији у периоду од 2000. до 2008. године порасте 47%, односно просечно 4 до 5% годишње. Он се истина заснивао на порасту вредности трговине и услуга, а не на расту инвестиција и производње, што је била логична последица

<sup>268</sup> Комазец С., Ристић Ж., 2012, "Монетарна економија и банкарски менаџмент", Београд, стр. 302.

макроекономске политике Вашингтонског консензуса. У периоду 2002-2008. Србија има и просечну инфлацију од 11,45%, уз девизни курс који је био депресиран.<sup>269</sup> Овај период је био карактеристичан и по високом учешћу јавног дуга у БДП-у, с тим што је дошло до његовог пада 2006-2009. године као резултат отписа дуга Париског и Лондонског клуба, ограничења нових задуживања, прихода од приватизације и др.

Треба рећи да је Србија увозозависна земља и да има висок “*pass trough*” ефекат девизног курса на цене, односно висок степен корелације у кретању девизног курса и цена. Истраживања која су рађена у НБС су такође потврдила висок ефекат утицаја девизног курса на цене. Резултати који су добијени на основу анализе рађене за период од 2001. године указују на коефицијент еластичности у кратком року од 0,3%, а у дугом року 0,6%, што говори о томе колико се промене девизног курса веома брзо одражавају на цене. У условима нашег ниског увозног еластичитета сваки вишак агрегатне тражње над понудом ствара инфлациони јаз који се испољава кроз раст цена. То доводи до тога да у једној земљи каква је Србија цене расту брже него у другој, те се та земља суочава са платнобилансим тешкоћама.

Курс динара у периоду 2003-2008. године је већим делом био последица прилива капитала и довео је до “условног” јачања динара зато што је више евра “јурило” исту количину динара. Курс динара је крајем септембра 2008. године реално био на вишем нивоу за чак 110% у односу на крај 2000. године. Свако задуживање такође је значило прилив стране валуте у земљу, па је због веће понуде евра јачао курс евра. НБС је тада јачање динара успоравала интервентним откупом девиза и растом девизних резерви, али то није било довољно да ублажи притисак огромног прилива капитала који је “пумпао” реалне дохотке, а тиме и инфлацију. Можда је лек за овај проблем евентуално требало тражити у контроли капитала.

У периоду 2006-2008. године је дошло до натпропорционалног раста увоза и потрошње, што је свакако било подлога за будућу рецесију. Ова рецесија се практично и догодила у Србији 2009. године са -3,5% и 2012. године -1,5%, када се заправо смањивао прилив капитала из иностранства путем СДИ.<sup>270</sup> Тиме је практично доказано

---

<sup>269</sup> Подаци о просечној стопи инфлације преузети са сајта <http://www.radmilovicstanko.com/samo-o-ekonomiji-srbije/96-inflaci...>, доступно дана 24.03.2014. и подаци о расту БДП у Србији је преузет са сајта <http://bif.rs/2014/02/da-li-je-privatizacija-glavni-krivac-za-gubitak-ra...>, доступно дана 24.03.2014.

<sup>270</sup> У периоду од 2000-2010. године у Србију је по основу приватизације, иностраног задужења страним инвестицијама, приливу дознака, донација и сл., по неким проценама економиста ушло око 70 милијарди долара који су коришћени углавном за потрошњу а мање за развој привреде.

да је немогуће једним инструментом остварити два конфликтна циља, односно смањење инфлације и уравнотежен платни биланс. Као доказ за то имамо податак да је у Србији током 2005. године стопа инфлације износила 17,7%, 2007. године 11,0% и 2008. године 8,6%, па се може рећи да је реч о једној од највећих инфлационих стопа у Европи. Најопаснија је комбинација инфлације и дефицита текућег рачуна какву имамо у Србији током целокупног транзитивног периода, с тим да је максимум достигнут 2008. године од чак -7.054.176.000 евра, па је на дуги рок ова комбинација свакако неодржива.

Треба назначити да је новим оквиром монетарне политике из 2006. године уведено правило каматне стопе као номиналног сидра, а суспендовано дотадашње правило управљано флукутирајућег девизног курса као номиналног сидра. Као резултат новог оквира монетарне политике из 2006. године имамо податак да је инфлација исте године смањена на 6,6%, а бележи се и највећи прилив СДИ у тој години од чак 3.242.306.000 евра. Интересантно је да у овом периоду примене новог оквира монетарне политике 2005-2007. године Србија има буџетски суфицит, што се поклопило са ниским процентима јавног дуга у БДП-у (2006-38%, 2007-31%, 2008-29% и 2009-35%). Међутим, са аспекта раста потрошачких цена од 2007-2013. године инфлација је свега четири године имала једноцифрен предзнак, без обзира на рестриктивну монетарну политику НБС. Србија је иначе свих ових година имала високу инфлацију, па чак и 2009. године (6,6%), када су постојали снажни дефлаторни притисци због смањене тражње.

Оно што је посебно интересантно је да је 2013. године инфлација износила 2,2%, што је тзв. сиротињска инфлација, која је узрокована првенствено смањеном куповном моћи становништва и смањењем агрегатне тражње. У истом периоду настављен је и тзв. дефицит близанаца-текућег рачуна и буџетски дефицит, који је кулминирао 2012. године. И наредне 2013. године настављен је тренд раста дефицита текућег рачуна. Посебно изражен тренд има раст јавног дуга у БДП са 35% 2009. године на 63% 2013. године. Можемо констатовати да су промене монетарног режима у периоду 2000-2013. године и то конвенционалног фиксног курса из 2000. године, затим режима управљаног флукутирајућег девизног курса из 2009. године, па све до данас заправо доприносиле расту дефицита текућег рачуна, буџетском дефициту, јавном дугу и платнобилансном дефициту.

Томе можемо додати да у време апresiasiје девизног курса долази до драстичног раста увоза на супрот извозу, који истина има нешто боље перформансе у

односу на период депресијације курса 2001-2008. године. У прилог наведеној тврдњи имамо компаративни податак да је покривеност увоза извозом 2008. године износила 47,9%, а 2013. године порасла на 70% првенствено захваљујући извозу фабрике Фијат аутомобили Србија (ФАС). На апресијацију девизног курса у Србији је већим делом транзиционог процеса у Србији утицао додатни прилив СДИ, рестриктивна монетарна политика и експанзивна фискална политика. НБС је интервенисала на девизном тржишту у свим ситуацијама када је проценила да је финансијска стабилност угрожена. У том циљу је НБС поред репо каматне стопе користила и стопу обавезне резерве. У таквим околностима девизни курс није могао бити реалан. Овим долазимо до констатације да је заправо финансијски сектор контролисао реални сектор, а не обратно, и то током целокупног транзиционог периода 2001-2013. године.

У истом периоду присутан је тренд пада страних директних инвестиција, а посебно у 2012. години са приливом од 231.000.000 евра и 2013. године 391.000.000 евра. Изузетак је била 2011. година када долази до продаје Заставе аутомобили Србија из Крагујевца Фијат аутомобилима из Италије када је СДИ прилив износио 1.798.500.000 евра.

Категорија банкарског кредитирања као други трансмисиони канал НБС ка сектору хронично неликвидне привреде и доминантне незапослености (са 13,3% 2002. године на 23-24% 2012. године), била је у релацијама тзв. скупог новца (високих активних каматних стопа банака) и актуелне, углавном рестриктивне монетарне политике НБС у посматраном периоду 2000-2013. године. Она се није показала практичном, посебно са аспекта сектора привреде и становништва, јер каматне стопе банака у Србији су углавном имале двоцифрен предзнак. Ово је значило континуирано преливање капитала из реалног у банкарски сектор. Оваквом хаотичном стању у финансијском/привредном сектору Србије у претходних 12-13 година је значајно допринела и монетарна политика НБС, која је углавном преферирала релативно високе есконтне стопе у периоду 2001-2006. године, уз актуелну девизну политику, а касније и високе референтне каматне стопе које су углавном имале двоцифрен предзнак 2006-2013. године. Овакву монетарну политику НБС су подржавале високе активне каматне стопе банкарског сектора, са максималним уделом маржи код банкарског сектора Србије, што је имало нестимулативан утицај на развој привреде Србије.

То нам потврђују и недавна истраживања спроведена на Економском факултету у Београду да су банкарске марже кључни фактор високих каматних стопа банака у Србији, а знатно мање премије ризика земље и скупи извори финансирања. Као доказ

за то имамо податак да је разлика у премији ризика код нас у односу на окружење износила свега 0,3%, док је та разлика у каматним стопама била чак 3-4%, дакле чак десет пута виша. Банкарски сектор Србије има доста високе марже, а и камате које су резултат неефикасности банкарског система Србије, односно високих оперативних трошкова. Профит банкарског сектора Србије је у периоду 2006-2008. године чинио 20% марже, да би након избијања кризе профит учествовао у маржи са 10%. Насупрот томе стоји констатација да је профит банкарског сектора Србије 2013. године знатно нижи у односу на државе у региону, а изражен је кроз принос на капитал са 2,3% насупрот 2008. години када је износио 8,3%. Од избијања економске кризе у свету на висину каматних стопа банака у Србији све више утичу и ненаплативи кредити. Тако је 2006. године 0,9% марже одлазило на ненаплативе кредите, да би се то 2012. године удвостручило на 1,7%. Ако овоме додамо да је крајем 2013. године референтна каматна стопа НБС, која је репер за банке у Србији, износила чак 9,50%, ситуација постаје потпуно јасна.

Да закључимо, оваква монетарна политика од стране НБС и актуелна каматна политика банкарског сектора Србије у претходном транзиторном периоду 2000-2013. године није доприносила привредном расту и развоју, већ напротив обратно. Са ове временске дистанце јасно је да девизни курс у нашој земљи пре свега одраз стања наше привреде. Немоћ монетарне политике НБС и банкарског кредитирања као најважнијих трансмисионих канала монетарне политике је наглашена због високе евроизоване економије, али и услед фундаменталних неравнотежа и ендогених поремећаја у привреди Србије. Дугогодишњи платнобилансни дефицит је пре свега резултат структурних поремећаја у привреди Србије. Истина, екстерна неравнотежа платног биланса резултат је неодговарајуће макроекономске политике, а посебно процикличне фискалне политике током посматраног периода 2000-2013. године. Због тих околности у наредном периоду ће од пресудног значаја бити вођење одговорне буџетске и фискалне политике, а пре свега политике дуга (јавног, приватног и спољног). Све ово би требало да утиче на смањење инфлације и агрегатне тражње, а самим тим и ризика земље, (табела 79).

**Табела 79.** Кретање макроекономских индикатора у Србији 2001-2012. године

Година	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Реални раст БДП (у %)	-	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5
Потрошачке цене (у%)	80,6	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2
Стопа незапослености	-	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9
Ефективни курс према евра (испод 100 указује на ап्रेसијацију, изнад 100 на депресијацију)	-	125,6	123,7	114,3	100	99,2	106,2	105,8	90,6	82,0	83,5	74,2
Есконтна стопа/референтна стопа	16,43	9,50	9,00	8,50	8,50	14,00	10,00	17,75	9,50	11,50	9,75	11,25
Активне каматне стопе	3252	19,16	14,81	14,59	14,41	15,88	11,13	18,11	11,78	12,43	14,24	15,29
СДИ (прилив) нето 000 евра	184	500	1.194	774	1.1662,68	3.242,306	1.448,132	1.590,013	1.304,973	830,525	1.798,508	231,000
Дефицит текућег рачуна	282.000	-671.000	-1347.000	-2620.000	-1778.000	-2356.000	-5052.516	-7054.176	-1.910.088	-1887.190	-2870.007	-3155.130
Буџетски дефицит/суфицит као % БДП	-	-4,3	-2,6	-0,3	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7
Јавни дуг (% БДП)	105	73%	66%	55%	52%	38%	31%	29%	35%	45%	47%	59%
Извоз (у мил. евра)	2693	3.125	3.847	2.832	3.608	5.102	6.432	7.428	5.961	7.393	8.439	11.829
Увоз (у мил. евра)	-5.023	-6.387	-7206	-8.623	-8.439	-10.462	-13.507	-15.495	-11.505	-12.622	-14.450	-17.153
Платно-билансни дефицит (у мил. евра)	-2333	-3262	-3359	-5792	-4.831	-5.360	-7075	-8.066	-5.543	-5.229	-6011	-5,324
Покривеност увоза извозом	-	-	-	33%	43%	49%	48%	48%	52%	59%	58%	59%

**Напомена:** Раст потрошачких цена у 2013. години је износио 2,20%. Реални раст БДП је у 2013. години износио 2,5%. Стопа незапослености је у 2013. години износила 22,1%. Јавни дуг као проценат БДП износила је 63%. Буџетски дефицит у 2013. години је износио -4,8%.

**Извор:** <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.



### 5.2.2. Канал каматне стопе у српском економском миљеу

Канал каматних стопа је најважнији трансмисиони механизам у развијеним тржишним привредама. С тим у вези треба нагласити следеће:

- а) промене каматних стопа централне банке доводе до промена краткорочних каматних стопа на новчаном и финансијском тржишту,
- б) имајући у виду инфлаторна очекивања, номинална краткорочна каматна стопа утиче на реалну краткорочну каматну стопу,
- в) тренутне и очекиване реалне каматне стопе утичу на дугорочне реалне каматне стопе,
- г) дугорочне реалне каматне стопе утичу на обим и структуру потрошње, а посебно на склоност ка штедњи и инвестицијама економских субјеката.

У нашем економском амбијенту канал каматне стопе још увек нема велики значај првенствено због недовољно развијеног новчаног и финансијског тржишта иза чега неоспорно стоји слаба привреда и реалативно сиромашно становништво. Присутност високо евроизоване економије, константан дефицит буџета и текућег рачуна, висок удео јавног и спољашњег дуга у БДП-у, изразито висока незапосленост, мале стопе реалног раста БДП-а, смањење прилива СДИ и висока стопа инфлације су константно слабили трансмисиони канал и смањивали ефикасност присутне монетарне политике у Србији. Због ових негативних околности у Србији постоји константан мањак новца код привреде и становништва.

Веома је интересантно видети шта се заправо дешавало код нас у транзиторном периоду. Високе камате нас прате откако су пре десетак година стране банке дошле у земљу. За привреду Србије у периоду транзиције актуелне каматне стопе су заправо биле цена слабе економије. Свакако треба нагласити да хроничан буџетски дефицит у континуитету се финансира кредитима пословних банака, са 59,9% крајем 2013. године. У ранијем периоду ти проценти финансирања државе од стране банака су били још и виши. Овај интензитет финансирања од стране банака се повећава након избијања економске кризе у свету, посебно 2009-2012. године, кроз разне врсте зајмова, значајније него у земљама Централне и Источне Европе. Подршка буџету Републике Србије сем кредита који су дати од стране банкарског сектора Србије у претходном транзиторном периоду изражена је и кроз куповину хартија од вредности са уделом од 60% крајем 2013. године. Насупрот овоме у истом периоду банкарски сектор Србије

доприноси буџету Србије и преко пореза са уделом од близу 9%, у укупном износу од 24,5 милијарди динара крајем 2013. године, (табела 80).

**Табела 80.** Буџетски дефицит и кредити банака држави у Србији 2001-2012. године

Финансијски индикатор /година	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Буџетски дефицит у 000 евра	-	-	-658.679	-307.541	323.510	360.256
Кредити банака држави (у 000 евра)	141.661	199.349	191.282	275.490	306.788	293.632
Финансијски индикатор /година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Буџетски дефицит у 000 евра	158.508	-593.690	-1.013.892	-972.882	-1.309.261	-1696.643
Кредити банака држави (у 000 евра)	189.107	199.028	1.158.321	2.067.382	1.978.242	2.847.136

**Извор:** <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.

Резултати једне студије су показали да је “условно наш” банкарски сектор (већински удео капитала банкарског сектора Србије је у страном власништву крајем 2013. године), кроз високе камате врло вешто преливао капитал из реалног сектора економије. Као доказ за то имамо студију која је обухватила 21 банку које функционишу у Србији са тржишним учешћем од 81,2%, што у потпуности репрезентује наш банкарски сектор. Део студије је обухватио свих 30 банака код нас и усмерио пажњу на допринос у стварању БДП-а. Поставља се питање да ли је банкарски сектор Србије могао, а није хтео да има већи удео у стварању БДП-а. Сам банкарски сектор Србије је својим незалагањем да већим делом учествује стварању БДП-а директно допринео његовом мањем расту, а тиме и осиромашењу економије. Овим су реална економија и сектор становништва принуђени да се задужују по скупом новцу. По томе банкарски сектор је главни креатор скупог новца у Србији, а као главни узрок високих камата је сам економски амбијент у којем послује наше банкарство, (табела 81).

**Табела 81.** Допринос стварању БДП банкарских институција или компанија у Србији, Словенији и ЕУ 2013. године

(у %)

Институција, компанија/земља	Допринос у стварању БДП
Банкарски сектор ЕУ (просек)	5,92
Банкарски сектор Словеније	3,37
Банкарски сектор Србије	2,40
Фијат аутомобили Србија (ФАС)	1,00
Нафтна индустрија Србије (НИС)	0,50

**Извор:** <http://www.naslovi.net/2013-12-04/dnevnik/jos-dugo-ce-nas-muciti-v...>, доступно дана 29.03.2014.

Управо наведеним околностима омогућено је “комотније” понашање банкарског сектора Србије. Као последицу тога имамо податак да су у претходних десетак година каматне стопе банкарског сектора на динарској основи износиле 25-27% ефективно, да би се током 2013. године позајмице продавале у просеку за 20%, без обзира на то да ли су у динарима или еврима. Оваквим понашањем банке одбијају грађане и привреду у Србији. Из угла банкарског сектора као узрок овако високих камата у Србији, сем економских кретања наводе и политички амбијент. То повлачи са собом висок ризик, лош кредитни рејтинг земље (ББ минус крајем 2013. године), хронично високу инфлацију, нестабилан девизни курс, висок проценат ненаплативих кредита (ненаплативи кредити су у Србији посебно актуелни од почетка светске економске кризе 2008. године до 2013. године).

Ипак, постоје извесни предуслови да банкарски сектор почетком 2014. године крене у снижавање својих каматних стопа, макар као знак добре воље. Постоји више чињеница које не би требало занемарити:

- а) инфлација у Србији се почетком 2014. године креће у предвиђеним оквирима,
- б) ништа екстремно се не дешава у свету и окружењу, чак привреда ЕУ излази из рецесије,
- в) наставља се даље смањење референтне каматне стопе НБС са 10% на 9,50% почетком 2014. године (мада би требало да буде још нижа),
- г) цене су доста стабилне (инфлациона стопа крајем 2013. године у Србији је износила 2,2%) и

- д) курс динара је релативно стабилан. Уосталом, без доприноса банкарског сектора нема привредног раста и развоја Србије, што је у овом периоду итекако потребно.

### 5.3. Монетарни изазови Србије у сусрет захтевима монетарне интеграције ЕУ

#### 5.3.1. Алтернатива одабраног таргетирања инфлације насупрот евроизацији

Једна од бољих или боље речено мање лоших алтернатива вишедеценијској евроизацији у српској привреди била је стратегија таргетирања инфлације у циљу обезбеђивања ниске и стабилне инфлације. Отуда је нови монетарни оквир одабран кроз концепт таргетирања инфлације у Србији постављен од стране НБС ради остварења одрживе, ниске и предвидиве инфлације септембра 2006. године, (табела 82).

**Табела 82.** Преглед режима монетарне политике Србије од 2006. године

Режим монетарне политике	Оперативни таргет	Режим девизног курса	Инструменти монетарне политике	Контрола капитала
Таргетирање инфлације (септембар 2006.)	Краткорочне каматне стопе	Руковођено флукутирајући са тенденцијом ка слободном флукутирању	Двонедељна репо стопа (основни инструмент), помоћни-интервенције на девизном тржишту и пруденцијалне мере-стопа обавезне резерве	Да (кратак рок)

**Извор:** Ауторски приказ

Актуелни ниво евроизације у Србији представља озбиљан изазов алтернативи таргетирања инфлације као изабраном активном концепту монетарне политике. Покушаћемо да појаснимо разлоге за то. Изабрани флукутирајући девизни курс је под ризиком, што представља ограничавајући фактор изабране монетарне стратегије. Кредити зависе од базне стопе ЕЦБ и ЦБ Швајцарске, уз евидентан мали проценат кредита у динарима. Свака промена основне каматне стопе НБС има ограничен ефекат

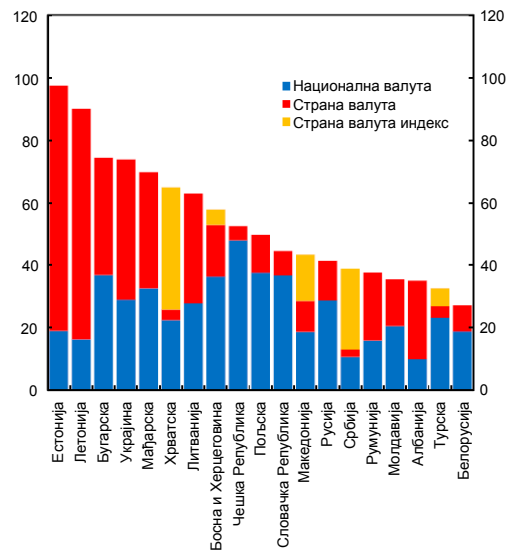
код стратегије таргетирања инфлације коју спроводи НБС. Логично је да главни канал трансмисије у Србији треба да буде канал девизног курса. Међутим, НБС покушава да делује кроз диференциране каматне стопе на динарске и девизне депозите у смислу повећања учешћа динара према евра, усмеравајући их ка ниској и стабилној инфлацији. Уосталом, такав однос између динара и евра требало би да буде главна полуга, што значи да интересна стопа треба да реконфигурише имовинске портфеље из евра у динаре. Такав однос је слаб јер однос учешћа динара и евра није значајно промењен и с друге стране, кредити од стране банкарског сектора у Србији су након глобалне економске кризе посебно смањени, а требало је да буду интензивнији у динарима.

Упркос повољним условима за динарске кредите у Србији у смислу ниже инфлације, нижих каматних стопа на кредите у динарима и др., учешће кредита у динарима није било повећано. Овакав негативан однос портфолија имовине, у смислу повећања учешћа у еврима и смањења учешће у динарима, додатно су повећали ризик привреде у Србији. Комерцијалне банке нерадо дају средњорочне и дугорочне кредите у динарима због тенденција сталног пада курса динара, што доводи до смањења прилива капитала. Отуда ефикасност монетарне политике преко традиционалног канала трансмисије монетарне политике треба да буде канал каматних стопа, уз напоре да се промовише динаризација кроз побољшање функционисања тржишта новца у Србији. Ово подразумева издавање државних хартија од вредности деноминованих у динарима. Нажалост, Влада Републике Србије је 9. фебруара 2011. године учинила преседан и по први пут у последњих петнаест година издала хартије од вредности деноминоване у еврима и трезорске записе такође изражене у еврима. Прикупљена средства су коришћена за финасирање буџетског дефицита и рефинансирање доспелих обавеза.

Повећан је ризик од изненадне девалвације и депресијације валуте у Србији, јер су обавезе према страним повериоцима деноминоване у иностраној валути. Валуте економија Југоисточне Европе, а тиме и Србије, депресирале су између 2007. и 2010. године од 3 до 15%. Зато је депресијација курса националне валуте у Србији утицала на раст дуга у кредитима, а то представља додатни притисак да се повећа неформална евроизација. Ако томе додамо учешће јавног дуга као додатног индикатора за праћење нивоа динаризација у финансирању, јавни дуг Републике Србије са аспекта валутне структуре је веома неповољан. Заправо доминантно учешће у јавном дугу је изражено у еврима 57% и америчким доларима 18,8%, што заправо значи да свако смањење курса динара повећава ниво задужености Републике Србије.

У Србији неоспорно постоји неформална доминација евра, што је последица вишедеценијског губитка поверења у националну валуту динар. Најновији подаци прикупљени од стране Централне банке Аустрије (OeNB) показују да је ниво евроизације у Србији највиши у поређењу са осталим земљама Источне Европе, али и најраспрострањенији у погледу учешћа страних депозита (88%) и ефикасности становништва (75%) у банкарском сектору Србије. Део динарских кредита одобрених корпорацијама и предузећима прилично је скроман. Насупрот томе, укупни кредити одобрени предузећима у Србији са високих 77% су евро или динар индексиран или књижен директно у евро. Уосталом, индекс стране валуте је најдоминантнији код нас и у Литванији 2008. године, (слика 13).

**Слика 13.** Валутна структура кредита одобрених приватном сектору у посттранзиционим привредама 2008. године



**Извор:** Ostojić S., Mastilo Z., 2013, Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With Regards to the Inflation and Real GDP, Research in Applied Economics, Vol. 5, N0 4, Macrothink, Веџ, p. 58

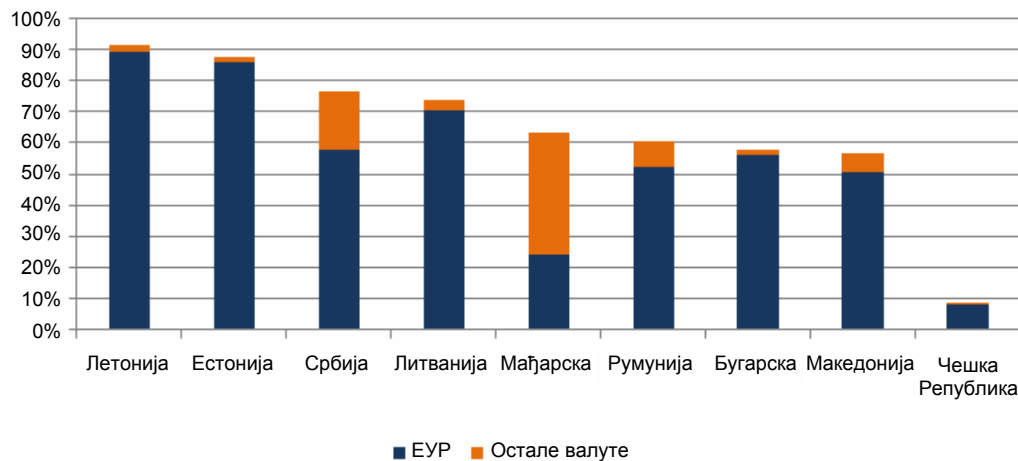
Истраживања наших аутора Ивана Тодоровића и др. из 2013. године и Питера Р. Хајса и Волфганга Рајнера из 2009. године (Haiss R. Peter, Wokfgang Rainer, 2009) само потврђују да је висок степен евроизације присутан у српској привреди кроз чињеницу да су одобрени кредити индексирани углавном у страном валути, где опет доминира евро, (табела 83 и слика 14).

**Табела 83.** Евроизација у депозитима и кредитима у Србији и економијама  
Централне и Источне Европе (ЦИИЕ) 2012. године

Земља	Евроизација у депозитима	Евроизација у кредитима
Пољска	8,0	34,0
Чешка Република	5,4	8,3
<b>Србија</b>	<b>88,7</b>	<b>72,4</b>
Хрватска	85,3	70,0
Румунија	36,5	64,0
Бугарска	52,7	63,9
Албанија	45,0	64,9

**Извор:** Rajković I., Todorović I., Komazec S., Savoie Ch., 2013, Explaining the dynamics of euroisation using electric circuits models with empirical evidence, Vol. 3 (2), p. 37, Econsociophysics, ESMSJ, and other Multidisciplinary Sciences Journal ili podaci preuzeti sa sajtova nacionalnih banaka PNB, CZNB, NBS, RNB, BNB, ANB, TNB and author' calculations

**Слика 14.** Валутна структура одобрених кредита у изабраним  
економијама Централне и Источне Европе 2009. године



**Извор:** Haiss R. Peter and Raiener Wolfgang, 2009, Credit Euroizatio in CESEE: The “Foreign Funds”, Channel at Work, The Seventeenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik, p. 6

Истраживање Сандре Томас и Хелмута (Sandra Tomas и Helmut, 2007.) указује на неке специфичности економија које користе евро. Они тврде да, ако се страна валута користи као средство плаћања, онда то значи да постоји коначан корак ка

замене домаће валуте. Међутим, у Централној и Источној Европи, најважнији мотив за одржавање евра је плаћање, док се у Југоисточној Европи, којој припада и Србија, евро користи да се сачува вредност.<sup>271</sup> Ту заправо треба посматрати алтернативу евроизације у Србији насупротив избраном концепту таргетирања инфлације.

Прелазак на евро заговарају неки економисти и привредници, али треба знати да Србија не може да изађе из кризе једноставним преласком на евро, већ радикалном променом економске и развојне политике, а посебно структуре своје привреде. Још давне 2005. године тада главни економиста Централне банке Црне Горе је тврдио да Србија испуњава само теоријске услове за увођење евроизације:

1. Србија је релативно мала земља и у великој мери зависна од спољне трговине.
2. Земља је у блиској прошлости доживела хиперинфлацију (нпр. у јануару 1994. године Србија/СРЈ је имала највећу инфлацију икада забележену у свету, после Мађарске 1946.).
3. Приходи од емисионе добити су релативно мали због широкоприсутне неформалне доларизације/евроизације.
4. Постоје девизне резерве које би омогућиле замену националне валуте страном валутом.

Ипак, овај економиста је, сагласно дешавањима у привреди Србије, истакао да не постоје услови за увођење евроизације, јер она не испуњава најважније услове. Први разлог је присутна стална опасност од инфлације и тотални губитак кредибилитета креатора економске политике евидентиран у ближој прошлости. Други разлог, по схватању овог економисте, присутан до данашњих дана јесте платнобилансни дефицит у евроизованим економијама. Уосталом, једини извор повећања или смањења новчане масе су платнобилансни токови. У условима овако високог дефицита у Србији (до данашњих дана овај тренд је присутан код нас), постоји реална опасност да би после извесног времена дошло до значајног одлива евра, што би довело до несташице готовог новца у оптицају и, с друге стране, би могло водити ка рецесији и укидању евроизације. Уосталом, увођење евроизације би значило губитак значајног дела девизних резерви зато што би комплетна динарска маса морала бити замењена евром.

---

<sup>271</sup> Ostojić S., Mastilo Z., 2013, "Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With Regards to the inflation and real GDP", Research in Applied Economics, Vol. 5, N0 4, Macrothink Institute, Beč, str. 58.



Ово би значило губитак могућности политике девизног курса. Оваква одлука Србије би највероватније наишла на противљење и ЕУ а могла би чак и успорити и отежати пут Србије ка ЕУ. Евро би по овом економисти требало увести у склопу редовне процедуре након приступања ЕУ и учешћа у испуњавању мастрихтских критеријума конвергенције.<sup>272</sup>

Увођењем евра Србија би изгубила монетарни суверенитет, односно сопствену монетарну политику и/или стратегију, а тиме коначно и сопствену економску политику. Преласком на евро НБС не би могла обезбедити ликвидност и стабилност финансијског система зато што би био базиран на туђој валути. Србија би и са евром имала проблеме јер би се замена динара за евро извршила на садашњем нивоу нереалног девизног курса, уз останак превисоких домаћих цена, неконкурентност домаће привреде, великог трговинског дефицита и др. Овим би одлив евра био већи од прилива и на тај начин би се смањила укупна количина евра у оптицају и појавио проблем ликвидности. Једино не би било проблема у вези са неповољним курсом, али би се смањивала вредност плата, надница и пензија као и приходи предузећа, а незапосленост би неоспорно и даље расла. Дакле, увођење евра не гарантује нижу инфлацију или ниже каматне стопе нити би дужници били у бољој позицији.

И коначно и да хоће да уведе евро, Србија не би добила дозволу за увођење. ЕЦБ то дозвољава само земљама које најпре треба да постану чанице ЕУ, а затим прођу вишегодишњу процедуру прилагођавања кроз европски механизам девизног курса. Увођење евра захтева дозволу ЕЦБ, јер ЕЦБ и ЕУ захтевају поштовање мастрихтских услова и строгих критеријума, односно правила за улазак у еврозону. Уосталом, неприхватљиво је да земља која није ушла у еврозону, националну валуту замени евром. И транзиција у којој се налази српска привреда није пожељна, јер је актуелна монетарна политика у Србији сасвим различита од оне у еврозони.

На крају уз претходно описане околности који важе у Србији, чини се да је стратегија таргетирања инфлације уз флексибилно управљани девизни курс, ипак најадекватније решење. Дакле, НБС је изабрала стратегију таргетирања инфлације уз режим контролисаног девизног курса са редовним прилагођавањем према кретањима на девизном тржишту, што је најпрактичније монетарно решење у овом тренутку за Србију.

---

<sup>272</sup> Фабрис Н., 2006, "Еуризација као инструмент монетарне политике Србије", Економски анали, бр. 168, Економски факултет, Београд, стр. 21.

### 5.3.2. Критеријуми конвергенције као услов уласка у ЕМУ

ЕЦБ и ЕУ захтевају поштовање тзв. мастрихтских услова. Да би се придружиле ЕМУ, све земље, а тиме и Србија, морају да испуне пет тесно повезаних критеријума:

1. стопа инфлације у земљи у години пре пријема не сме да буде већа од 1,5% од просечне стопе инфлације у три земље са најнижом стопом инфлације,
2. дугорочна номинална каматна стопа на државне папире не сме да буде виша од 2% изнад просечне камате у три најповољније земље ЕУ,
3. свака земља мора да буде чланица ЕRM-а најмање две године без девалвације националне валуте, при чему распон ЕRM-а мора да се сузи на  $\pm 2,25\%$  за земље које су у оквиру од  $\pm 6\%$ . Земља мора да прихвати чланство у механизму девизних курсева ЕRM најмање две године пре уласка у ЕУ,
4. буџетски дефицит земље не сме бити већи од 3% БДП-а и
5. јавни дуг земље не сме бити већи од 60% БДП-а.

Овим је очигледно да мастрихтски критеријуми конвергенције садрже монетарне и фискалне захтеве. Оно што је битно са аспекта наше анализе у наставку рада је сагледавање позиције Србије по основу испуњења три горе наведена монетарна критеријума. Мастрихтски уговор је предвидео да Европска комисија континуирано надгледа испуњеност критеријума и да кажњава оне земље које се не придржавају ових захтева.

У сваком случају треба нагласити да је са аспекта вођења монетарне политике веома битно одржавање стабилности цена. Примарни циљ ЕЦБ је одржавање ниске и стабилне инфлације. Заправо, за Србију која је кандидат за улазак у ЕУ ово није услов за добијање статуса државе чланице ЕУ, али јесте за улазак у ЕМУ или еврозону. Исто важи и за флукуације девизног курса које су утврђене у мултилатералном аранжману познатом као ЕRM. Оно што је битно нагласити да, када три најбоље чланице са аспекта остварене просечне инфлације имају заправо дефлацију (што се дешавало од априла 2009. до марта 2010. године у појединим економијама ЕУ, па и током 2011. године), оне треба да буду икључене из обрачуна референтне вредности, јер је дефлација у супротности са стабилношћу цена. Србија је једина земља која је у периоду 2005-2013. године имала драстично високу инфлацију, значајно изнад референтне вредности и просека у ЕУ и еврозони. По овом критеријуму конвергенције Србија је јако удаљена од ЕМУ, мерећи ту удаљеност кроз критеријум конвергенције

која се односи на инфлацију у периоду 2005-2013. године. Земље кандидати за ЕУ, као што је Србија, свакако морају испунити овај услов на путу ка ЕМУ, (табела 84).

**Табела 84.** Просечне стопе инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације и кретање инфлације у Србији у периоду 2005-2013. године

ЕУ	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Просечна стопа инфлације	1,0	1,3	1,3	2,6	-0,4	0,2	1,57	1,06	0,86
Референтна вредност	<u>2,5</u> 1,0+1,5	<u>2,8</u> 1,3+1,5	<u>2,8</u> 1,3+1,5	<u>3,1</u> 1,6+1,5	<u>1,1</u> -0,4+1,5	<u>1,7</u> 0,2+1,5	<u>3,07</u> 1,57+1,5	<u>2,56</u> 1,06+1,5	<u>2,36</u> 0,86+1,5
<b>Србија</b>	<b>17,7</b>	<b>6,6</b>	<b>10,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,4</b>	<b>10,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,2</b>	<b>2,2</b>

**Напомена:**

а) За 2012. годину просечна стопа инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације узета је за период септембар 2011-септембар 2012. године.<sup>273</sup>

б) За 2013. годину просечна стопа инфлације у три земље ЕУ са најнижом стопом инфлације узета је за период октобар 2012-октобар 2013. године.<sup>274</sup>

в) подаци за Србију о инфлацији преузети са сајта НБС.<sup>275</sup>

**Извор:** Станић М., 2012, Достигнути ниво и економске претпоставке БиХ-а за чланство у ЕУ, Међународни научни скуп: Квалитет пут у Европу, Универзитет Синергија, Бјељина стр. 18-20

У Уговору о мастрихтском критеријуму као захтев се наводи: “Постојаност конвергенције коју оствари земља чланица изражава се помоћу висине дугорочних каматних стопа у тој земљи”. Дугорочна номинална каматна стопа (на државне обвезнице или друга референтна каматна стопа) у пракси не сме бити већа од 2% просечне три каматне стопе у три земље са најнижом инфлацијом у години која претходи разматрању стања у земљи потенцијалног члана ЕМУ. Истовремено се од земље чланице захтева да има ниску стопу инфлације и ниску каматну стопу. Нема монетарног или било којег другог инструмента којим држава може да утиче да се постигне овај резултат. У случају Србије, па и свих других земаља, ниска инфлација се постиже управо подизањем каматних стопа, а каматне стопе се смањују повећавањем

<sup>273</sup> Eurostat, News Release (Oktober 2012), br. 145, Brussels, str. 2.

<sup>274</sup> Eurostat, News Release (15. November 2013), broj 168, Brussels, str. 2.

<sup>275</sup> Обрадовић И., 2013, “Инфлација у привреди Републике Србије”, Socioeconomica, Vol. 2, N0 4, Нови Пазар, стр. 334.

додатног новца на тржиште, што утиче на раст инфлације. Дакле, Србија се налази у зачараном кругу. Стојимо на становишту да каматне стопе треба да буду што ниже. Међутим, проблем се јавља када се тржишту капитала вештачки намећу такве каматне стопе, без обзира на сигнале које шаље привреда. Србија ни овај монетарни критеријум конвергенције који је везан за каматне стопе не може испунити, јер је просечна каматна стопа на државне папире код нас знатно виша од 2% изнад просечне каматне стопе на дуги рок у три најповољније земље ЕУ, са најнижом инфлацијом у посматраном периоду 2008-2012. године, (табела 85).

**Табела 85.** Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације и просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС за ООТ и просечна каматна стопа на трезорске записе РС

ЕУ/година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Просечне дугорочне каматне стопе у три земље ЕУ са три најниже инфлације	3,72	3,41	3,98	4,69	3,5
Референтна вредност	<u>5,72</u> 3,72+2,0	<u>5,41</u> 3,41+2,0	<u>5,98</u> 3,98+2,0	<u>6,69</u> 4,69+2,0	<u>5,5</u> 3,5+2,0
Србија/година	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности које НБС користи за ООТ	14,6	-	8,9	11,42	9,66
Просечна пондерисана каматна стопа на трезорске записе РС	5,34	-	10,98	12,79	12,97

**Напомена:** Подаци за Србију преузети из Статистичког билтена НБС, јануар 2013, [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

**Извор:** Станић, М., *op. cit.*, стр. 18-20

И на крају, један од услова конвергенције за улазак у ЕМУ односи се на девизни курс. Од земље кандидата, у овом случају Србије, тражи се одржавање нормалних флукуација курса националне валуте у границама одређеним Девизним механизмом Европског монетарног система током најмање две године, без девалвације у односу на било коју земљу чланицу ЕУ. Земља чланица мора непрекидно учествовати у Девизном механизму (Exchange rate mechanism, ERM), Европског монетарног система (European Monetary System, EMS) две године пре године у којој се преиспитује стање. То значи да се флукуације курса између евра и валута чланица морају кретати у договореним границама. Осим тога, у истом раздобљу земља чланица не сме девалвирати своју

валуту. Након прелакса у трећу фазу ЕМУ-а и након прихватања евра, Европски монетарни систем замењује се новим девизним механизмом (ERM II).

Да појаснимо ово последње. Европски монетарни систем утврђен је 1979. године као договор којим су земље чланице везале своје валуте како би спречиле њихове флукуације, оствариле монетарну стабилност, те се припремиле за увођење заједничке валуте. ERM II је успостављен 1999. године где је заменио европски монетарни систем и механизам ERM, а евро постаје сидро за земље које у њему учествују. ERM II подразумева механизам кроз који се остварује сарадња у области девизног курса међу чланицама ЕУ које су део евросистема-европског система централних банака, и оних које то нису. То су земље чланице ЕУ које још нису прихватиле евро, те две године пре ступања у еврозону морају учествовати у ERM II. ERM II подразумева да флукуације номиналног девизног курса морају да се одрже у оквиру стандардног распона  $\pm 15\%$  у односу на утврђени централни билатерални паритет националне валуте према еврџу.

Србију карактеришу значајне флукуације девизног курса, иако су биле у ширем интервалу марже од  $\pm 15\%$ . Уосталом, стабилност девизног курса се и у Србији најбоље мери кроз промене вредности националне валуте преко *vis-a-vis* евра, чије су вредности у периоду 2005-2010. године изузетно високе, (табела 86). Иначе, Србију карактерише изузетна променљивост курса, а као доказ за то, по подацима НБС, имамо знатно слабљење вредности динара у односу на евро (са 79 динара за 1 евро 2007. године на 116 динара за 1 евро 2013. године).

**Табела 86.** Девизни курс (*vis-a-vis* евра) у периоду 2005-2010. године

Земља/година	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Србија	8,4	-7,6	0,3	11,8	8,2	10,0
Флукуационе маргине	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$	$\pm 2,25$

**Извор:** Vuković V., Zdravković A., 2011, The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect, Рад је био део истраживачког пројекта број 47009 (Европске интеграције и друштвено економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) и броја 179015 (Изазови и перспектива структурних промена у Србији: Стратешки правци економски развој и ускалађивање са захтевима ЕУ), Пројекат финансиран од стране Министарства за науку и технолошки развој Републике Србије, Београд, стр. 48 или доступно на адреси сајта <http://econpapers.repec.org/bookchap/ibgcaptr/conissue-3.htm>, доступно дана 25.02.2014.

Овим делом анализе дата је оцена удаљености Србије од ЕУ према критеријумима конвергенције са монетарног аспекта, које земље кандидати као што је Србија морају испунити на путу приступања ЕМУ. На крају се може констатовати да Србија не испуњава сва три критеријума конвергенције са монетарног аспекта, које може остварити једино у дугом року. Уосталом, то ће представљати велики изазов за Србију у наредном периоду.

## **5.4. Оквир монетарне политике: циљање инфлације НБС**

### **5.4.1. Досадашња искуства у спровођењу изабране монетарне стратегије НБС**

После 2000. године реформе у Србији су резултирале стабилизацијом привредних прилика, што је за учинак имало враћање поверења грађана и привреде у банкарски систем Србије и у националну валуту. НБС је у таквим околностима покушала да искористи позитивне тенденције у финансијском сектору Србије циљајући ниску и стабилну инфлацију. Отуда је избор адекватне монетарне стратегије у Србији пао на концепт инфлационог таргетирања инфлације.

Почетно искуство НБС у тренутку спровођења новог оквира монетарне политике 2006. године било је такво да је наша врховна монетарна установа била одговорна за базну инфлацију<sup>276</sup> из простог разлога јер су регулисане цене,<sup>277</sup> првенствено пољопривредних производа, биле много више под утицајем административних и сезонских, него тржишних фактора. Отуда су монетарне власти Србије биле одговорне за онај део цена које су биле тржишно одређене. На самом почетку су монетарне власти дефинисале своје циљеве за базну инфлацију у виду распона за крај године. Новим оквиром монетарне политике од 30. августа 2006. године повећана је улога каматних стопа као инструмента монетарне политике. Избором конкретног девизног курса НБС је прихватила флексибилан девизни курс, иако је много фактора упућивало на избор фиксног девизног курса.

<sup>276</sup> Базна инфлација се дефинише као инфлација цена на мало, подлеже утицају инструмената НБС и односи се на промене индекса цена на мало, које се на тржишту слободно формирају.

<sup>277</sup> Компоненте регулисаних цена су цене електричне енергије, нафтних деривата, гаса за домаћинство, комунално-стамбених услуга, услуга друштвене заштите, саобраћајних услуга, ПТТ услуга, хлеба од брашна Т-850, цигарета, лекова и остало.

Период од 2006-2009. године је тзв. прелазни период до званичног увођења таргетирања инфлације у Србији. Основни задатак монетарне стратегије у 2006. години је био заустављање инфлације која је 2005. године била ван контроле. Анализирајући искуство дефинисаног инфлаторног коридора базне инфлације и остварене инфлације од стране НБС у периоду 2006-2008. године можемо констатовати да је оно 2006. и 2007. године било релативно задовољавајуће, јер је остварен циљни коридор за инфлацију са одрживим једноцифреним нивоом. Као доказ за то имамо да је укупна инфлација са 17,7% 2005. године смањена на ниво од 5,9% 2006. године, а базна инфлација од 14,5% на 5,9% 2006. године. За потребе одржавања базне инфлације у пројектованом оквиру, НБС је интервенисала смањењем референтне каматне стопе која је била ендемог типа. Крајњи ефекат је била базна инфлација испод доње границе циљаног распона.

Узрок успоравању инфлације треба тражити и у значајној номиналној апресијацији динара, посебно у другој половини 2006. године. На крају 2007. године остварена инфлација је била у оквиру циљаног коридора и тиме је НБС остварила свој циљ. У првој половини 2007. године настављен је опадајући тренд и базна инфлација је смањена испод доње границе таргетираног распона, тако да је средином 2007. године остварен међугодишњи раст инфлације од само 2,3%. У другој половини 2007. године велика суша у Србији узроковала је пораст цена прехранбених производа и убрзање базне инфлације. У истом периоду, јуна 2007. године референтна каматна стопа је постепено смањивана на 9,5% и након тога, услед инфлаторног притиска, референтна каматна стопа је увећана на 10% децембра 2007. године.

Као последицу тога имамао да већ 2008. године циљ за инфлацију је знатно премашен. Базна инфлација је знатно премашила горњу границу таргетираног распона (3-6%) да би на крају 2008. године износила 10,1%. Да би се ублажила инфлаторна очекивања, НБС је повећала референтну каматну стопу од 10% почетком 2008. године на 17,75% на крају 2008. године. Томе су знатно допринели екстерни шокови првенствено кроз раст цене нафте, који су довели до значајног раста инфлаторног очекивања почетком 2008. године. Треба поменути и интерне факторе као што су раст цена хране, изузетна политичка неизвесност, нарочито изражена у првој половини 2008. године, и депресијацијски притисци по том основу. Оваквој ситуацији је допринео и експанзионистички карактер фискалне политике, знатно виши од очекиваног. Високим инфлаторним очекивањима 2008. године у Србији допринеле су и последице међународне кризе ликвидности подстакнуте нестабилним кретањима на

девизном тржишту и драстично смањеним приливом капитала који су неутралисали дезинфлаторно дејство по основу смањења агрегатне тражње, (табела 87).

**Табела 87.** Таргетирани и остварени ново инфлације и референтна каматна стопа у Србији 2006-2008. године

(у %)

Крај године	Циљани ниво инфлације	Остварена инфлација	Референтна каматна стопа НБС (крај године)
2006.	7-9	5,9	16,5
2007.	4-8	5,4	10,0
2008.	3-6	10,1	17,75

**Извор:** Грбић М., Јакшић М., 2012, Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена, Институционалне промене као детерминанта привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187, а по основу преузетих података са сајта [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

Од 2009. године формални инфлациони таргет се утврђује као јединствена вредност с дозвољеним одступањем, за сваки појединачни месец у години, под претпоставком њиховог континуираног остварења између децембра претходне и децембра посматране године. Ово је омогућавало да се остварење таргетиране инфлације прати по месецима, а не само на крају године, како је било у претходном периоду у Србији.<sup>278</sup> Ово је требало да допринесе повећању одговорности и кредибилитета НБС, наравно уз стабилизацију инфлаторних очекивања. НБС као референтну каматну стопу користи каматну стопу на двонедељне репо операције. У репо операцијама НБС продаје хартије од вредности уз обавезу да их у одређеном року откупи уз камату. Концепт увођења формалног таргетирања инфлације у Србији је 2009. године прожет утицајем светске економске кризе.

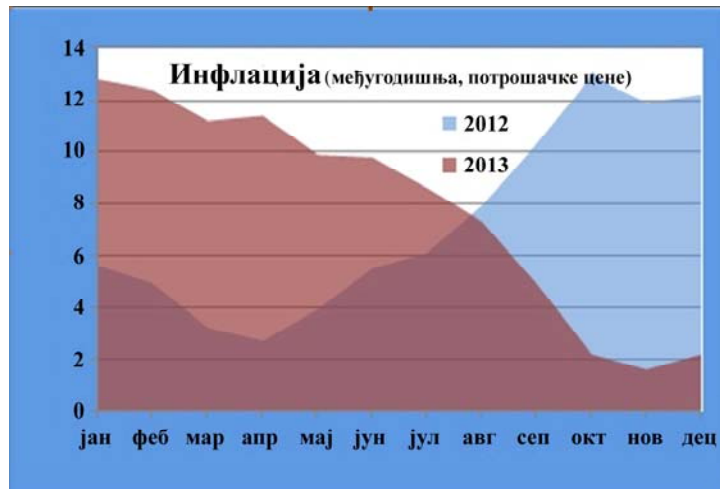
У првој години формалног таргетирања инфлације у Србији инфлација се кретала у оквиру таргетираног распона. Она је децембра 2009. године износила 6,6%, док је таргетирани распон те исте године био 8-12%. Низак раст потрошачких цена је последица ниске агрегатне тражње, пада цена хране захваљујући доброј години у

<sup>278</sup> Од 01. јануара 2009. године напушта се циљање базне инфлације и од тада се као мера инфлације користи индекс потрошачких цена. Индекс потрошачких цена се дефинише као мера просечне промене цена фиксне корпе робе и услуга која домаћинства купују у циљу задовољења својих потреба. Индекс мери промену цена у времену, при чему за оба периода које се пореде користи структуру потрошње базног периода.



пољопривреди и замрзавању плата у државној администрацији. У складу са смањивањем инфлаторних притисака, НБС је смањивала степен рестриктивности монетарне политике. Просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције имала је највиши ниво у јануару 2009. године, да би се у децембру исте године спустила на 9,92%. Негде до средине 2010. године било је интенција да ће се инфлација кретати у оквиру свог циља, али је крајем године знатно премашила таргетирани ниво од  $(6\pm 2\%)$  на више од 10%. Ради обуздавања инфлаторних притисака, НБС је предузимала рестриктивне мере монетарне политике, пре свега повећавајући референтну каматну стопу неколико пута у току године тако да је децембра 2010. године она износила 11,50%. У циљу обуздавања инфлаторних притисака НБС је и у 2011. години наставила да спроводи рестриктивну монетарну политику, а као конкретан допринос тој политици имамо референтну каматну стопу која је половином године износила 12%. Инфлација је у априлу 2011. године забележила свој максимум од 13,6%. Смиривање цена прехранбених производа преко сезонског пада цена воћа и поврћа, спустила је инфлацију близу горње границе дозвољеног одступања од  $(4,5\pm 1,5)$ . Стопа инфлације је крајем 2011. године била 7%, што је горња граница циљаног нивоа за 2012. годину. Референтна каматна стопа је новембра 2011. била 10,0%, а децембра 2011. године је пала на 9,50%. Следећа 2012. година је била позната по упорној и високој инфлацији. НБС је у првом делу 2012. године до половине године чак шест пута подизала референтну каматну стопу, да би почетком јула достигла ниво од 10,25%. Оваквом стању су допринеле и регулисане цене које су порасле изнад циља. Овде треба издвојити раст цена хране, који је био већи од очекиваног. Почетком трећег тромесечја 2012. године инфлација у Србији је порасла на 12,9%. На крају године раст потрошачких цена је износио 12,2%, што је знатно премашило инфлациони циљ за ову годину  $(4\pm 1,5)$ . У истом периоду је референтна каматна стопа НБС износила 10,0%. И коначно, у 2013. години инфлација је више пута била на историјском минимуму (2,7% априла 2013). Крајем 2013. године потрошачке цене у Србији су биле на најповољнијем нивоу и износиле су 2,2% и врло мало су одступале од таргетираног распона  $(4\pm 1,5)$ . Овакав резултат нижег раста потрошачких цена у Србији резултат је боље понуде пољопривредно-прехранбених производа уз неочекивано снажно појевљење непрерађене хране, пре свега воћа, повољног кретања цена нафте на светском тржишту и пада куповне моћи становништва, (слика 15, табела 88).

Слика 15. Међугодишња промена потрошачких цена у Србији у периоду 2012-2013. године



Извор: <http://www.nbs.co.bif.rs/2013/02/nbs-nastavak-rasta-medugodisnje-inflacije-i-talas-novih-poskupljenja>, доступно дана 26.02.2014.

Табела 88. Таргетирана и остварена инфлација у Србији и просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (референтна каматна стопа) у периоду 2009-2013. године

(у %)

Крај године	Инфлациони таргет (циљ)	Остварена инфлација (крај године)	Просечна пондерисана месечна каматна стопа на двонедељне репо операције (крај године)
2009.	8±2	6,6	9,92
2010.	6±2	10,3	11,50
2011.	4,5±1,5	7,0	9,75
2012.	4±1,5	12,2	10,0
2013.	4±1,5	2,2	9,50

Извор: Грбић М., Јакшић М., 2012, Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена, Институционалне промене као детерминаната привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187, а по основу преузетих података са сајта [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

Референтна каматна стопа је репер НБС и била је променљива категорија током 2013. године. Кретала се у распону од 11,75% фебруар-мај 2013. године, да би крајем 2013. године ова камата пала на 2,2%, што је било у складу са тенденцијом опадајуће инфлације (референтна каматна стопа ЕЦБ 0,25% децембра 2013. године). Иначе на

опadaње инфлације у Србији додатно је утицала рестриктивна монетарна политика реализована кроз утицаје НБС на девизни курс.

С обзиром на врло кратак рок примене овог концепта у Србији, сувише је рано изводити дефинитивне закључке о његовом успеху. Добијени резултати показују да је таргетирана величина понекад била у границама таргетиране величине а некада не, са карактеристикама велике варијабилности инфлације претходних година, што није добро. Референтна каматна стопа код нас у Србији није значајна категорија као у другим земљама зато што није једина цена новца, јер живимо у привреди која је високо евроизована. Врло често се говори да би референтна каматна стопа требало да буде нижа како би допринела јефтинијим кредитима. Међутим, новца у Србији има довољно, али нема довољно квалитетних корисника зајмова и то за банкарски систем Србије представља проблем.

Таргетирана инфлација доста пута није била остварена и разлози за то су пре свега у привреди Србије, али и у утицају међународног окружења. Истина, реформе у Србији су тек започете тако да смањење инфлације током 2013. године није одраз важних структурних промена, већ смањене куповне моћи грађана, па из тог разлога није долазило до повећања цена. Уосталом, српска привреда има проблеме структурне природе и одрживог развоја као што је деиндустријализација земље. Ово подразумева акценат на реалној економији уместо финансија и услуга, инвестиција уместо потрошње, штедњу уместо задуживања и коначно, активирање домаћих извора за раст уместо увоза. Међутим, ови фактори нису били испоштовани, што није ишло у прилог афирмацији изабране монетарне стратегије и концепта инфлаторног таргетирања.

#### **5.4.2. Могућности и ограничења стратегије циљане инфлације НБС**

Монетарна стратегија циљане инфлације је у многим светским економијама после више од 20 година у напуштању или је овај концепт у преформулисању. Према класификацији ММФ-а (IMF 2011), пракса експлицитног таргетирања инфлације присутна је у многим земаљама у развоју, којима припада и наша земља. Србија је високоевроизована економија, уз то мала и отворена, коју карактеришу периоди високе инфлације и хиперинфлације из 1994. године, а уз то и вишедеценијско неповерење у домаћу валуту.

Србија је усвојила концепт таргетирања инфлације користећи регулисано флукутирајући девизни курс. Тачније, Србија и њена НБС је већ крајем 2005. године

напустила девизни курс као номинално сидро и прешла на канал каматних стопа. Од септембра 2006. године НБС свој основни уставни мандат, одржавање ценовне стабилности, испуњава у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора. Први циљ се односи на базну инфлацију (тј. раст цена на мало које су под утицајем инструмента НБС) и био је дефинисан у следећем интервалу:

- децембар 2006: 7-9% међугодишњи раст,
- децембар 2007: 4-8% међугодишњи раст,
- децембар 2008: 3-6% међугодишњи раст.

Нови Меморандум о стратегији циљане инфлације НБС сачињен је 2008. године. Евидентан је био план поступног смањивања циљаног распона стопе инфлације од 8-12% на почетку 2009. године на 2,5-5,5% на крају 2014. године. НБС је утврдила циљеве за инфлацију у 2015 и 2016. години на нивоу од 4%, с дозвољеним одступањем  $\pm 1,5\%$ . Циљана инфлација у 2015 и 2016. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%).<sup>279</sup> Слични систем поступног смањивања инфлације био је присутан у свим земљама које су примењивале стратегију циљања инфлације.

За потребе истраживања могућности и ограничења циљање инфлације у Србији дефинисан је одређени број параметара за најновији период 2009-2013. године кроз оцењивање и то преко: стопе инфлације, варијабилности производње, репо папира које емитује НБС и операција на отвореном тржишту, девизног курса и макроекономских агрегата као што су буџетски дефицит, јавни дуг и спољни дуг.<sup>280</sup> Можда највеће ограничење стратегије циљане инфлације у Србији у поменутом периоду је било заправо на макро нивоу што је изражено кроз фокус на контролу инфлације који је чињен само монетарним мерама у ситуацији када привреда има значајне структурне неравнотеже које доводе до рецесије или дефлације и/или када постоји тражњом вучена инфлација што је довело до жртвовања привреде Србије. У таквим условима НБС је користила углавном монетарне мере као што су подизање обавезне резерве,

<sup>279</sup> Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике, На путу ка остварењу циљева ниске инфлације (септембар 2006), НБС, Београд и Меморандум НБС о циљању (таргетирању инфлације) као монетарној стратегији (децембар 2008), НБС, Београд.

<sup>280</sup> За потребе истраживања у овом делу дисертације коришћени су и ставови Националног Савета за Привредни опоравак Републике Србије.

подизање референтне каматне стопе и интензивирање операција на отвореном тржишту (репо папири и продаја девиза). Операције са репо папирима које емитује НБС су најбоља илустрација актуелне монетарне политике таргетирања инфлације. Све ове мере су утицале на раст цене капитала што је за привреду каква је Србија нелогично где постоји значајан *output gap* који се може анулирати само растом инвестиција и производње (Прилив страних директних инвестиција-СДИ за 11 месеци 2013. године је 630 милиона евра, а претходне 2012-СДИ 232 милиона евра, НБС 2013). У тим и таквим условима НБС је користила девизне резерве својим интервенцијама како би смањивала притисак на девизни курс у периодима доспећа репо папира. Све ово је довело до прецењености вредности наше валуте у претходном периоду.

Уосталом, инфлација као у свакој економији, па и у Србији је мултидимензионалан процес који укључује велики број различитих фактора. Поставља се питање да ли је режим циљане инфлације у Србији успео да испуни своје циљеве? Ако је судити по оствареној инфлацији за период 2010-2012. године и привредном расту, циљање инфлације је далеко од испуњења свог циља. Крајем 2010. године Србија је имала инфлацију од 10,3%, а 2011. године 7,0% и 2012. године 12,2%, што је у сва три случаја изнад пројектованог опсега. Ипак, евидентно да је инфлација у Србији најзад успорена и смањена што се манифестовало током 2013. године, (табела 89).

Током 2010. године забележен је веома слаб привредни опоравак од 1,0% и 1,6% 2011. године. Наредне 2012. године Србија је забележила негативан привредни раст. Нешто стабилнији привредни раст Србија бележи тек 2013. године од 2,4%. Истраживања успеха режима циљање инфлације у макроекономским условима Србије показују ипак слабости и да досадашња примена нема утицаја у пуном осегу на поспешивање привредног раста и развоја Србије, (табела 89).

У случају Србије када се посматрају операције на отвореном тржишту, тј. операције са репо папирима које емитује НБС било је периода када су годишње стопе приноса на репо хартије од вредности износиле 24% 2006. године коју је пратио раст вредности РСД у односу на EUR од 1% у истом периоду. У таквим условима спекулативни капитал је капитал је био у прилици да оствари 25% приноса у девизама на финансијском тржишту у привреди Србије која и нема индустрију. У почетном периоду су репо папири у условима прилива капитала од приватизације стерилисале увећану новчану масу. Касније, услед пада прихода од приватизације репо папири су постали инструмент одржавања коњуктеуре на финансијском тржишту Србије како не би дошло до повлачења капитала страних банака у централе банака које функционишу

у Србији. Репо папири и државне обвезнице у случају Србије су коришћени за одржавање спољне ликвидности и буџета Србије и не само што привлаче страни шпекулативни финансијски капитал већ и доводе до раста цене капитала за привреду и становништво. Конкретно, каматне стопе на динаре 2012. године су износили 18%, док су знатно ниже камате биле на кредите са валутном клаузулом где просечна каматна стопа износи 8% и нижа је од референтне каматне стопе НБС. Степен евроизације кредита у Србији се врло споро смањује упркос предузетим мерама усмереним на динаризацију. Отуда и толико високе каматне стопе банака на финансијском тржишту Србије у посматраном периоду.

У најновијем периоду посматрања референтна каматна стопа у Србији на двонедељне операције НБС у 2011. години је повећана на високих 12,5%, док је камата на преконоћно задуживање банака код НБС повећана на 15%. И у 2012. години двонедељна каматна стопа је и даље у Србији врло висока и износи 10%, али су камате на преконоћном банкарском тржишту ниже и крећу се између 8% и 9% (НБС, 2012). Питање је у оваквом окружењу у Србији, да ли ће и у будућности *de facto* бити оријентисана на експлицитно циљање инфлације и коришћење двонедељних репо операција као главног инструмента финог подешавања ликвидности (последњи квартал 2013. године референтна каматна стопа у Србији 9,5%, НБС, 2013), или ће се ради боље реализације очувања стабилности цена практично поновно користити сидро девизног курса. Истина, НБС одржава своју референтну каматну стопу на непромењеном нивоу и почетком 2014. године, чиме се покушава одржати инфлација у Србији на нивоу циља (НБС, 2014). Наш став је да овакво понашање НБС у посматраном периоду више личи на улогу послодавца финансијског система Србије, а мање као њен регулатор што треба да буде њена основна улога.

Ако се посматра индикатор као што је девизни курс он је у периоду од 2009. године до 2011. године, депресиран за 9,12%, а тренд депресијације настављен је и током 2012. године и износио је 13,2%, мерено у односу на 2011. годину. И током 2013. забележен је тренд даље депресијације курса динара у односу на евро. Оно што се да закључити јесте да је варијабилност девизног курса незнатно смањена након усвајања режима циљање инфлације и да се варијабилност девизног курса повећава са повећавањем интервенција НБС на девизном тржишту. Главни инструмент монетарне политике у Србији, референтна каматна стопа, нема утицаја на висину девизног курса. У привреди у којој је континуирано увоз већи од извоза девизни курс је параметар контроле цена, а самим тим и изабраног концепта таргетирања инфлације. Монетарни

импулси су од стране НБС деловали супротно од очекиваног јер су већ од 2010. године забележене ниске понекад и негативне стопе раста монетарних агрегата М1 и М2 (подаци НБС за 2012. годину). У претходном периоду као негативни трендови присутни су “близанци” дефицити (дефицит текућег рачуна и буџета), што заједно са губицима у јавном сектору и дефицитом пензионог фонда Србије представља главне структурне неравнотеже које се покушавају санирати континуираним растом дуга (јавног и приватног).<sup>281</sup> На ово треба додати високи спољни дуг земље, што Србију доводи у позицију високозадужене земље и током 2013. године, (табела 89).

**Табела 89.** Макроекономски индикатори за Србију 2005-2013. године

Индикатори	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Реални раст БДП-а, у %	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,4
<b>Потрошачке цене, у %</b>	<b>17,7</b>	<b>6,6</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>	<b>6,6</b>	<b>10,3</b>	<b>7,0</b>	<b>12,2</b>	<b>2,2</b>
Незапосленост, у %	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23	22,4	20,1
Текући рачун платног биланса, у % БДП	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,2	-8,3	-5,1
Буџетски дефицит, у %	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-5,0	-5,1
Јавни дуг, у %	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,7	59,2	61,2
Спољни дуг, у %	60,1	60,9	60,2	64,6	70,7	84,9	77,5	85,6	83,1
Курс РСД према EUR (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	87,74	93,95	103,04	101,95	113,45	115,08

**Напомена:**

- а) Реални раст БДП-а за 2013. је по подацима РЗС.
- б) Потрошачке цене у Србији за 2013. годину по подацима Републичког завода за статистику су дате као инфлација мерена индексом потрошачких цена на годишњем просечном нивоу.
- в) Незапосленост је дата по анкети о радној снази РЗС.
- г) Курс динара према еврју је, према подацима НБС, у 2013. години дат као просечан у датом периоду.

**Извор:** <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.

Овакав развој догађаја у српској привреди све до 2013. године отворио је питање могућности и ограничења концепта таргетирања инфлације. Макроекономска ситуација у Србији када постоји аутпут геп (*output gap*) и инфлација коју гурају трошкови, држање инфлације под контролом, нажалост, не обезбеђује макроекономску

<sup>281</sup> Дефицит буџета Србије у 2014. години ће порастати на 7% па чак и 8% БДП што ће бити највећа стопа у региону, док се раст БДП очекује на нивоу од нула до један одсто.

стабилност. Као што је већ истакнуто, монетарном политиком се не могу дугорочно постићи добри резултати, већ само привремено и на краatak рок. Тачније, у дугом периоду долази до манифестације недостатака, а то је првенствено недовољна развијеност тржишта које је заправо фини регулатор монетарне политике, инфлационих очекивања и инфлације што ближе жељеном циљу. Проблем НБС је и да инфлација “није монетарна по природи”, већ је изазвана и повећањем, на пример ПДВ и акциза које се дешавало у Србији почетком 2014. године и разних других трошкова исказаних кроз екстремно висок јавни дуг, спољни дуг и др. Истина, период циљања инфлације има врло кратку историју те отуда се не може дати коначна, већ само актуелна оцена изабраног режима монетарне стратегије у Србији. Ипак, добијени резултати представљају тренутне ефекте циљања инфлације у Србији и евентуално могу послужити за нека даља истраживања.

#### **5.4.3. Очекивања кретања стопе циљане инфлације у средњорочном периоду у Србији**

Инфлација никада не може да се у потпуности предвиди, тако да објављивање циљане инфлације у Србији има улогу смањења инфлаторних очекивања, а када постоји опасност да раст цена изађе из предвиђеног коридора, НБС мора да мења своју политику. У режиму циљања инфлације важна је координација монетарне и фискалне политике. Влада Републике Србије се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације обавезала да ће спроводити предвидиву и одрживу фискалну политику у складу са циљаном инфлацијом.<sup>282</sup> Сагласно карактеристикама наше привреде, која почива на необављеним структурним реформама и делимичној либерализацији цена,<sup>283</sup> није

---

<sup>282</sup> Споразум НБС и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању инфлације) усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

<sup>283</sup> Крајем 2012. године у две од три чланице ЕУ су биле регулисане цене електричне енергије гаса и нафте. Девет земаља нема регулисане цене енергије: Аустрија, Чешка, Немачка, Финска, Луксембург, Холандија, Словенија, Шведска и Велика Британија. Регулисане цене енергије за домаћинства имају: Белгија, Грчка, Ирска, Литванија, Летонија и Шпанија. Регулисане цене и за домаћинства и за индустријске потрошаче и за домаћинства имају: Бугарска, Кипар, Чешка, Данска, Естонија, Француска, Мађарска, Малта, Пољска, Португалија, Румунија и Словачка. Грчка, Литванија и Португалија су се обавезале да до 2013. године постепено укину регулисане цене, а Румунија до 2017. године (То су практична дешавања у ЕУ а ми смо кандидат за чланство у ЕУ прим. аут.), информације доступне на



реално очекивати да у средњорочном периоду инфлација у Србији буде на нивоу ЕУ, односно да се креће од 2,0 до 2,5%.

Циљ НБС за инфлацију у 2014. и 2015. години треба да буде 5,5% уз одступања  $4\pm 1,5\%$ . Следеће 2016. године пројектована инфлација НБС треба да буде 4%.<sup>284</sup> Главни дезинфлаторни чинилац у 2014. години, као и у претходних неколико година, биће слаба агрегатна тражња и ниски трошкови у производњи хране, док ће притисак на раст инфлације вршити раст регулисаних цена и повећање опште стопе ПДВ-а почетком 2014. године (од 18 на 20%), што ипак има једнократан утицај на инфлацију од 0,5%. Из угла НБС, један од потенцијалних ризика за пројектовану инфлацију током 2014-2016. године представљаће и раст премија ризика земље и слабљење вредности динара према еврџу, што може бити изазвано евентуалним променама монетарних стратегија развијених земаља и земаља у развоју.

Уосталом, спровођење структурних реформи у Србији је предуслов и гаранција за стабилну валуту, ниску инфлацију и одржив економски раст. Последњих година су биле изражене сталне турбуленције тржишних цена, цена пољопривредних производа и хране, које су знатно смањене током 2013. године, што је веома повољно утицало на ишчезавање инфлационог шока. Од НБС долазе сугестије да Влада треба да утврди средњорочни оквир корекција регулисаних цена, првенствено енергената, дувана, прехранбених производа и др. Треба нагласити да је најпозитивнији допринос расту инфлације у Србији 2013. године дао заправо раст регулисаних цена, (табела 90).

**Табела 90.** Раст регулисаних цена и допринос раста регулисаних  
цена укупној инфлацији у Србији 2013. године

(у %)

Година	Раст регулисаних цена	Допринос укупном расту инфлације/раст регулисаних цена
2013.	10,4	2,1

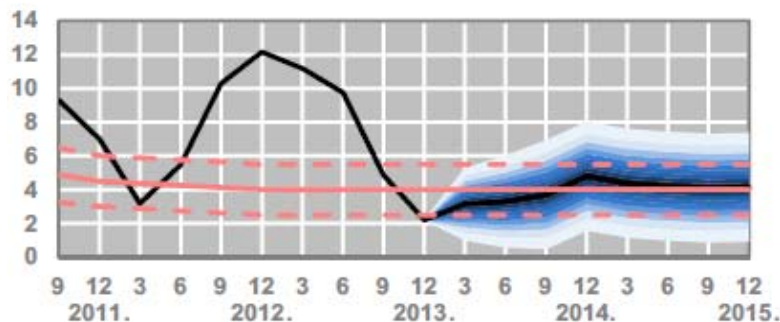
**Извор:** [http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije\\_401\\_inflacija-u-2013-godini](http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije_401_inflacija-u-2013-godini), доступно дана 06.03.2014.

адреси сајта: <http://www.euractiv.rs/energetika/5010-regulisane-cene-u-dve-od-tri-l...>, доступно дана 06.03.2014.

<sup>284</sup> Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013. године.

Према пројекцијама НБС, у средњем року би инфлација требало да се креће у границама циља (НБС, 2014),<sup>285</sup> уз опаску да се одступања од пројектоване инфлације првенствено односе на кретања цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту, као и на дешавања у реалном сектору и финансијским тржиштима у међународном окружењу. У том контексту карактер евентуалног ублажавања монетарне политике у Србији не би требало да буде обавезујући за НБС због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, (слика 16). Фискални ризици са којима се сусреће економија Србије су након доношења програма фискалне консолидације мало смањени, а потврду о кредибилности неолибералног програма економске политике, а самим тим и изабране монетарне стратегије циљање инфлације, дао је наставак преговора са ММФ-ом почетком 2014. године.<sup>286</sup>

Слика 16. Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције



Извор: НБС, Извештај о инфлацији-фебруар 2014, стр. 3

На крају погледајмо како та условно “ниска инфлација” остварена у Србији 2013. године са пројекцијама до 2018. године стоји и колико је далеко у поређењу са остареним и пројектованим стопама инфлације у економијама бивше Југославије. То практично значи да смо ми још увек удаљени по пројектованој инфлацији 2014-2018.

<sup>285</sup> Хинић Б., фебруар 2014, “Говор на презентацији Извештаја о инфлацији” фебруар 2014, Народна банка Србије, Београд, стр. 1-6.

<sup>286</sup> Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана и вероватноћа да ће пасти у овај распон је 10%. Свака следећа нијанса укључује још 10% вероватноће, па цео распон укључује 90% остварене пројекције.

године од некадашњих земаља Југославије, које су достигле стандарде ЕУ од 2-3%, (табела 91).

**Табела 91.** Остварена стопа инфлације у Србији, Хрватској, Црној Гори, Словенији, Босни и Херцеговини и Албанији 2013. године са пројекцијом инфлације у периоду 2014-2018. године

Година/држава	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Србија	<b>2.2</b>	5.0	4.9	4.0	3.7	3.5
Хрватска	<b>3.0</b>	2.5	2.7	2.9	3.0	3.0
Црна Гора	<b>2.8</b>	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3
Словенија	<b>2.3</b>	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
Босна и Херцеговина	<b>1.8</b>	1.8	1.9	2.0	2.2	2.2
Албанија	<b>2.2</b>	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0

**Извор:** <http://www.makroekonomia.org/0-sasa-milojevic/inflacija-i-spin/>, доступно дана 12.03.2014.

## 5.5. Мере за унапређење монетарне стратегије НБС

Ако парафразирамо дефиницију Милтона Фридмана да је нестабилност курсева (а ми бисмо додали и инфлације), симптом нестабилности у дубини економске структуре, тиме алудирамо на део мера које треба предузимати, не само као монетарни лек од стране НБС, већ које би требало да дођу и из сфере реалне економије. За разлику од других централних банака које мењају своју монетарну политику, НБС је само делимично узимала у обзир шта се дешава у реалној економији Србије. Отуда се не може искључиво монетарним мерама постићи зацртани коридор изабране монетарне стратегије кроз концепт циљане инфлације. Уосталом, мере које би се предузимале у Србији за унапређење изабране монетарне стратегије морају долазити коегзистентно и координирано и из правца монетарне и реалне сфере економије. Истина, НБС мора да прати нове монетарне трендове у свету који превазилазе изабрану монетарну доктрину наше централне банке.

НБС је оличена кроз неолиберални тржишни концепт спровођења монетарне политике. Монетарна политика НБС је кроз ефекат угледања изабрала политику и доктрину централних банака западних земаља која је почивала на ставу да је задатак централне банке да брине само о стабилности цена, а да су запосленост и привредни

раст у домену Владе и саморегулишућег тржишта. Дакле, на сцени је потпуна неутралност НБС у погледе дешавања у реалној сфери економије. Логика монетарне неутралности централне банке почивала је на уверењу да се штампањем новца пре стиже до инфлације него до привредног раста. Највећи број централних банака у свету до сада је примењивао тзв. циљану инфлацију. Централне банке би одређивале распон дозвољеног кретања инфлације, а затим би, сходно томе, спроводиле рестриктивну или релаксирајућу монетарну политику не обазирајући се на кретања у реалној економији.

Данас имамо велике заокрете у вођењу монетарне политике од стране централних банака у свету. Уместо досадашњег фокусирања само на висину стопе инфлације, акценат се помера на стимулисање и привредног раста и запослености. Ово је тзв. више преформулисани концепт циљане инфлације какав имамо код централних банака водећих економија у свету. Осим тога, ово предлажемо као меру код преформулисања спровођења монетарне политике коју би уврстила наша НБС, не само кроз стабилност цена као циљ у наредном периоду, већ се актуелни концепт монетарне политике мора проширити на стимулисање привредног раста и запослености.

НБС је у протеклом периоду углавном била фокусирана на политику високих референтних каматних стопа и условно “јаког динара”, што није имало позитивне ефекте на привредни раст домаће економије (Очекивања су да ће стопа раста БДП-у 2014. години бити од 0% до 1%). Ово је иначе аутентичан неолиберални концепт спровођења монетарне политике који је типичан за НБС. Отуда би једна од првих правих мера на терену била ублажавање сувише рестриктивне монетарне политике уз релаксирану монетарну политику, јер ће инфлаторна очекивања у Србији бити доста стабилна у наредном периоду. Уосталом, као следећа мера за унапређење изабране монетарне стратегије коју би требало размотрити је да НБС смањи стопу обавезне резерве по свим основама, и на тај начин повећа количину новца за давање кредита. Ово би имало директан подстицај на привредни раст и смањење незапослености у Србији. За сада НБС сувише опрезно прилази овим мерама.

Референтна каматна стопа је у Србији децембра 2013. године износила 9,5%. Истина, пад референтне каматне стопе је евидентан, али би, по нашем мишљењу, требало да буде знатно бржи, што би била још једна мера у прилог унапређењу изабране монетарне стратегије.

Насупрот нашим искуствима трендови у свету код водећих економија имају супротно искуство код кретања репо каматних стопа.<sup>287</sup> Референтна каматна стопа у еврозони (*ECB main refinancing rate*) је почетком 2014. године износила 0,25%, док је Британска централна банка (*Official bank rate*) имала званичну каматну стопу од 0,5%. Фед најављује да ће се током 2014. године фокусирати на висину стопе незапослености и да ће камате држати на нивоу близу нуле све док стопа незапослености не падне испод 6,5% као што је било крајем 2013. године. Иначе, Амерички систем Федералних резерви је једна од ретких банака у свету која је међу своје циљеве и раније уврстила максимизирање стопе запослености, али то није био јасно идентификовани циљ. Централне банке у свету су у 2012. и 2013. години драстично повећале износ новца у оптицају, укључујући и депозите комерцијалних банака. Једина монетарна логика на којима данас почива већина економија западних држава јесте да се привредни раст може подстаћи само монетарном политиком, дакле снижавањем каматних стопа, а тиме и подстицањем потрошње и инвестиција. Истина, прилично смо скептични према ставу да се само монетарним инструментима може доћи до привредног раста, (табела 92).

Нови концепт понашања који би требало да буде и нови преформулисани концепт НБС ради унапређења изабране монетарне стратегије јесте да запосленост не буде више први приоритет владе, већ и приоритет централне банке. Оваква мера би требало да буде јасна порука и инвеститорима и потрошачима у Србији. Насупрот овоме, Влада Србије, а и НБС нису најављивале ништа што може помоћи расту запослености у привреди Србије. Стиче се утисак да се мање и/или више експлицитно раст запослености најављује тек за 2014. годину након смиривања инфлације на једноцифреном нивоу у 2013. години, уз смањење инфлаторних очекивања која се очекује у будућности и референтну каматну стопу НБС која прилично споро иде надоле.

---

<sup>287</sup> Истина, стоји констатација да је неумесно поредити актуелне трендове монетарне стратегије код развијених економија, али слично и/или исто се понашају у том домену и већина монетарних установа земаља у транзицији.

**Табела 92.** Преглед референтних каматних стопа водећих централних банака и стопа незапослености у свету и у Србији

(у %)

Земља	Назив централне банке	Назив референтне каматне стопе	Висина референтне каматне стопе	Стопа незапослености	Наредно заседање
Евروزона	Европска централна банка (European central bank)	“ECB main refinancing rate”	0,25	12,0	06.02.2014.
САД	Федералне резерве (Federal Reserves)	“Federal funds target Rate”	0,25	6,5	29.01.2014.
Јапан	Банка Јапана (Bank of Japan)	Overnight call Rate	0,1	4,0	22.01.2014.
Швајцарска	Швајцарска Национална Банка (Swiss National Bank)	“Libor Target Rate”	0%	3,5	20.03.2014.
Канада	Банка Канаде (Bank of Canada)	“Target Overnight Rate”	1%	7,0	22.01.2014.
Аустралија	Федералне резерве Аустралије (Reserve Bank of Australia)	“Cash Rate Target”	2,5%	8,0	04.02.2014.
Нови Зеланд	Резервна банка Новог Зеланда (Reserve bank of New Zealand)	“Official Cash Rate”	2,5	6,2	29.01.2014.
Србија	Народна банка Србије	Просечна пондерисна референтна каматна стопа на репо операције (Референтна каматна стопа)	9,5	20,1	10.02.2014.

**Напомена:** Подаци о оствареној стопи незапослености у водећим економијама света преузета са сајта: <http://tradingeconomics.com-new-unemployment-rate>, доступно дана 08.03.2014, а за Србију референтна каматна стопа и подаци о стопи незапослености преузети са сајта РЗСС.

**Извор:** Двонедељни извештај са међународног финансијског извештаја (17. јануар 2014), Сектор за финансијске операције, ЦБЦГ, Подгорица, стр. 3

Стабилност инфлације на циљаном нивоу у средњем и дугом року, НБС отвара простор за подизање кредибилитета монетарне политике. Међутим, стална варијабилност остварене инфлације од почетка примене новог оквира монетарне политике 2006. па све до 2013. године не иде у прилог подизању кредибилитета НБС. Као потврду смањења кредибилитета имамо податак да је у периоду 2007-2013. године НБС остварила пројектовани коридор циљање инфлације изабране монетарне стратегије свега 3 пута у претходних 7-8 година. Да би смањили ту варијабилност

инфлације, кроз конкретан допринос на стабилност потрошачких цена као конкретна мера (а која је дошла и кроз захтев од стране НБС који је упућен Влади Србије), је да би требало да се утврди пројектовани оквир раста регулисаних цена на средњи рок. Наш предлог као конкретан допринос је да Влада треба у прелазном периоду да упути апел јавности да умерено повећавају контролисане цене, као мера за унапређење монетарне стратегије НБС. Све је то неопходно да би се спречило монополско и олигополско понашање одређених структура у друштву. Уосталом, о значају тих регулисаних цена у Србији имамо податак да су исте учествовале у оствареној инфлацији са 2,5%, када је укупни раст потрошачких цена износио 2,2% 2013. године.<sup>288</sup> То нам потврђује и податак из 2012. године кроз високо учешће хране које имају регулисан карактер у Србији кроз индекс потрошачких цена од 38,8%. Уз актуелни раст потрошачких цена од 12,2% 2012. године, раст цена хране је износио високих 6,6%.

Све дефиниције, теорије и функције реалног девизног курса у Србији зависе од тога да ли процењујете његов утицај на инфлацију или на платни биланс земље. НБС спроводи политику флукутирајућег тзв. усмереног девизног курса уз слободно формирање на међубанкарском девизном тржишту уз мале свакодневне интервенције наше ЦБ. Дакле, НБС спроводи неки облик пузајућег девизног курса који подразумева један узан коридор дозвољене осцилације  $\pm 0,5\%$ . НБС користи девизни курс као инструмент с којим покушава да смири домаће цене, тако што ће његовом прецењеношћу омогућити јефтинији увоз, чиме смирује трошкове пословања и подстакне стабилност у пословању. Намера НБС је да оваквом политиком смири инфлаторне ризике, обори каматне стопе, при чему би требало да падају и цене, да расте конкурентност привреде, а тиме и извоз, чиме би се смањило платнобилансни дефицит. Међутим, кроз практична дешавања у Србији проблем је што прецењен курс не узима у обзир равнотежну реалну инфлацију која је далеко виша него на иностраним тржиштима, затим огроман спољнотрговински дефицит, као и слабу конкурентну моћ наше привреде.

Уосталом, да НБС у предходних 4-5 година није интервенисала на девизном тржишту са десетак милијарди евра, евро би данас био око 200 динара. Било би од огромне користи да су те милијарде евра уложене у извозно оријентисану привреду

---

<sup>288</sup> Иначе доста ниску инфлацију у Србији од 7,05% крајем 2013. године зову и “сиротињска инфлација” која је добрим делом резултат смањења куповне моћи купаца (потрошача).

која би запослила пар стотина хиљада радника, поправила стандард и обезбедила зараде за које вредност евра од 200 динара не би био проблем. Свакако је са актуелном вредношћу динара од 115-117 динара почетком 2014. године уништена свака извозна шанса јер нисмо конкурентни на светском тржишту, што одговара извозничким државама јер им конкуренција није потребна. Најбољи позитиван пример је НР Кина коју западни свет на челу са САД већ две деценије покушава да присили да подигне вредност јуана и тако смањи конкурентност кинеске привреде. Актуелна неолиберална монетарна политика у области спољнотрговинских односа уз прецењену домаћу валуту не може допринети смањењу дефицита спољне трговине привреде Србије. Дакле, потребно је дати подршку извозу.

Отуда неки економисти као једну од мера за унапређење актуелне монетарне стратегије заговарају фиксни курс или боље речено фиксни курс на орочени период (најмање дваанаест месеци). По њима је главни резултат у периоду 2001-2012. године прецењена вредност динара у односу на вредност долара и евра и то за 15%. Разлика у висини инфлације у Србији и зони евра у истом периоду износила је преко 10%. У еврозони је инфлација у периоду 2001-2012. године била око 2-3%, док је у истом периоду у Србији била 7-13%. Дакле, да је курс пратио овај диспаритет цена и трошкова, данас би равнотежни курс динара требало да буде преко 130-140 динара за један евро. Реалност девизног курса би импоновала српској привреди која је високо отворена, у којој је учешће увоза и извоза у БДП-у крајем 2012. године око 72%.

Треба рећи да је економски тачно да је основна функција девизног курса његова тежња ка изједначавању цена на домаћем и иностраном тржишту. Као конкретну подршку извозу, економисти предлажу монетарну, фискалну и селективну подршку кроз ограничење увоза, и то најпре робе широке потрошње која заузима 25% увоза крајем 2012. године. Такође треба дати разне стимулансе српском извозу у смислу супституисања увозне робе, јер изостанак ове подршке од стране државе видимо кроз пропадање српске привреде. Ово би била монетарна политика подстицајног, односно развојног карактера. Резултат прецењеног девизног курса је пад куповне моћи становништва у Србији реално за пет пута у односу на куповну моћ становништва западних земаља. Прецењени курс и погрешно вођена монетарна, фискална и спољнотрговинска политика је од 2% кредитне задужености према банкама у 2001. години допринела са преко 45%, углавном са девизном клаузулом. Закон о девизном пословању у Србији наметнуо је Србији двовалутни девизни систем, чиме је сав ризик са банака пренео на привреду и становништво, са каматама неколико пута већим у



односу на западна финансијска тржишта. Сам финансијски сектор је у страном власништву који сада држи око 90% активе у односу на домаће банке. Овим је изгубљена контрола над монетарним токовима у девизном и динарском пословању. Због ових околности од стране појединих економиста предлаже се успостављање контроле кретања капитала увођењем некадашње Службе друштвеног књиговодства (СДК) или ЗОП-а. Уосталом, ово је опробани модел контроле кретања капитала који је имао пуно успеха у претходном периоду у Србији и некадашњој Југославији.

Насупрот наведеном, има економиста који су против модела фиксног девизног курса. Они сматрају да Србија не може да уведе фиксни курс јер нема сталне и предвидиве приливе девиза као што их има нпр. Хрватска. Ова држава сваке године има минимум 7 милијарди евра прилива искључиво од туризма. Ако овоме додамо да фиксни курс захтева много веће трошкове, његово увођење отворило би питање да ли имамо довољно девизних резерви да бранимо тај курс. У условима у којима се налази привреда Србије фиксни курс није најбоље решење, јер има знатан ниво буџетске неравнотеже. Ови економисти наводе да има пуно земаља које имају валутне одборе и неку врсту фиксног курса. У тим земљама инфлација се креће 6-7%, а привредна структура је другачија у односу Србију. Многе земље у транзицији су у једном периоду имале фиксни курс, али и високе стопе раста, што у Србији није случај. Узимајући у обзир све аргументе и контрааргументе приликом избора адекватног девизног курса, стојимо на становишту да ипак треба размотрити опцију фиксног курса, али на орочени период од највише шест месеци, а све ради унапређења изабране монетарне стратегије.

Од момента увођења новог оквира монетарне политике 2006. па до 2013. године монетарна политика НБС није била у колизији са аспекта остваривања суверенитета и независности приликом спровођења монетарне политике. Пример за то имамо кроз практичне последице спровођења динаризације монетарне политике НБС која се односила на банкарски сектор Србије. У периоду 2007-2013. године динарске каматне стопе на кредите од стране банкарског сектора Србије (који је већински у страном власништву) су биле доста високе, за више од 100% од актуелне стопе инфлације. У том смислу треба разумети и напоре НБС кроз врло честе преформулације референтне каматне стопе у складу са зацртаним циљевима монетарне политике. Још једном ћемо истаћи да у привреди Србије није проблем несташица новца већ недостатак сигурних корисника зајмова, па са те позиције треба посматрати понашање банкарског сектора у претходном временском периоду у Србији, (табела 93).

**Табела 93.** Каматне стопе на динарске кредите и стопа инфлације у Србији у периоду 2007-2013. године

(у %)

Економски Индикатор/година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Инфлација (годишњи просек)	11	8,6	6,6	10,3	7,0	12,12	2,2
Динарски кредити (просечне камате)	16	21	28	22,4	20,66	20,91	21,29

- Напомена:**
- а) Дозвољен минус 34,85%
  - б) Кредитне картице 23,31%
  - в) Потрошачки кредити 21,91%
  - г) Револвинг кредити 18,17%
  - д) Стамбени кредити 15,05%

**Извор:** По подацима преузетих са сајта [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)

У Србији би требало да НБС административно ограничи висину каматних стопа на кредите привреди и грађанима као меру за унапређивање актуелне монетарне стратегије-циљања инфлације. Ову акцију би НБС извела кроз тзв. плафонирање каматних стопа, па би требало размотрити могућност прописивања максимално дозвољене каматне стопе. За то имамо примере Хрватске, САД и великог броја земаља ЕУ. Конкретно, суседна Црна Гора има ограничење каматних стопа на кредите предузећима на 14%, а 15% за грађане, али на привременој основи на рок од шест месеци. У Хрватској и Македонији то ограничење је везано за кретање референтне каматне стопе и креће се 12 до 13% крајем 2013. године. У земљама ЕУ (Аустрија, Белгија, Данска, Француска, Финска, Грчка, Мађарска, и Британија), користи максимум за уговорене каматне стопе.<sup>289</sup> И друге одабране земље чланице ЕУ имају горње границе каматних стопа током 2010. године. Максимална годишња каматна стопа на потрошачки кредит у Белгији износи од 10 до 19,5%, у Француској од 5,72 до 21,63%, у Немачкој од 8,18 до 16,4%, у Грчкој је делимично ограничена на 6,75%, Холандији 1,59%, Пољској 20% и Шпанији 10%.<sup>290</sup>

<sup>289</sup> Reifner Udo, Renaud Clerc Sebastien, Knobloch Michael, 2010, “*Study on interest rate restrictions in the EU, Final Report*”, Project N0.ETD-2009-IM-H3-87, Institut fur Finanzdien stleistungen an Zentrum fur Europaische, Mannheim, p. 5.

<sup>290</sup> Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања, Подгорица, октобар 2013., стр. 46., а на основу: “*Study on interest rate restrictions in the EU Final Report*” by Prof. Dr. Udo Reifner, Sebastien Clerc-Renaud, RA Michael Knobloch, март 2010.

Овим индиректно дотичемо мере које треба предузети у области реалне сфере економије ради унапређења изабране монетарне стратегије-циљање инфлације, јер одавно инфлација није само монетарни феномен. Свима је познато да, ако привреда не инвестира, становништво све мање троши (због високих каматних стопа у оба случаја). Уколико је буџет рестриктиван, одакле онда може доћи привредни раст? Ортодоксност економске политике Владе, а самим тим и НБС преко конвенционалних мера и инструмената монетарне политике налаже овакво понашање, наравно уз сагласност и подршку ММФ-а. Овим је присутна стална дилема у Србији да ли штедети или трошити, да ли приватизовати предузећа или развијати приватни сектор и да ли нам је потребан привредни раст заснован на страним инвестицијама или развијати концепт домаћег предузетништва.

Буџетски дефицит ће у Србији 2014. години достићи 7-8% , уз реални раст БДП од 0-1% и у тим условима се морају предузети мере постепене фискалне консолидације. Ове мере би долазиле од Владе, а огледале би се кроз опрезно смањење јавне потрошње која је у континуитету присутна свих ових година у Србији, од момента спровођења новог оквира монетарне политике 2006-2013. године. Отуда нам је неопходна конкретна разрада, консензус и координација свих учесника у реалној и монетарној сфери привреде Србије ради креирања амбијента за промене и спровођења структурних реформи. Реформе би требало извести поступно и то кроз:

- а) постепено спровођење реформе пензионог система,
- б) решавање проблема предузећа у реструктурирању и спровођење приватизације истих,
- в) спровођење мера за унапређење привредног амбијента како би дошло до страних инвестиција, али и развоја домаћег приватног сектора Србије и
- г) доношење новог законодавства по угледу на земље ЕУ, што ће омогућити лакше запошљавање.

Једини могући одговор на актуелну ситуацију у Србији су мере које ће долазити истовремено из реалне и монетарне сфере економије Србије, а све у циљу унапређења изабране монетарне стратегије. Отуда НБС не треба да буде институција која одређује вредност националне валуте, већ да вредност националне валуте одређује снага њене привреде.

## ЗАКЉУЧАК

На спровођење изабране монетарне стратегије на глобалном нивоу у претходном временском периоду кроз историју велики утицај је имао прихваћени теоријски концепт монетарне политике. Иначе, у 20. веку су међусобно супростављени кејнзијански и монетаристички начин размишљања. Кејнзијанизам представља пробој Кејнзове филозофије с нагласком на коришћењу фискалне политике ради стимулисања агрегатне тражње у време рецесије. Да подсетимо, Џон Мајнард Кејнз дефинитивно даје предност новцу који пласира у потрошњу, чиме се ствара вишак тражње за инвестицијама као и више радних места. Отуда његов наследник Пол Кругман тврди да, када економска (привредна) активност опада, буџетски дефицит и потрошња треба да расту. Насупрот наведеном, монетаристички и неомонетаристички приступ подразумева подешавање једног инструмента (нпр. краткорочне каматне стопе којима би се утицало на ниво монетарног раста), како би се постигао други циљ (стабилност цена). Уосталом, разумевање датих стратегија није било могуће без анализе и разумевања теоријске основе. Оно што је остало као константа током више деценија примене кејнзијанског и монетаристичког приступа стратегији монетарне политике свакако је то да монетарна политика и даље утиче на цене, само са дугим и променљивим заостатком. Треба нагласити да је недавна глобална финансијска криза условила да се многе централне банке у свету суоче са бројним питањима изван монетарне политике кејнзијанског или монетаристичког начина размишљања.

Прво, последња финансијска криза је подстакла даља истраживања у кризним временима, где савремена монетарна теорија препоручује да је најбољи начин да одговоримо на дешавања ван зоне монетарног утицаја, преко фискалне и структурне консолидације. Конкретно, мапа пута монетарне стратегије централне банке од стране савремених теоретичара током кризних година, је сем познате улоге централне банке као последњег уточишта ликвидности банака и додавање надзорне и регулаторне улоге централној банци. Изостанак тога је заправо и довело до последње финансијске кризе. Актуелна глобална финансијска криза произвела је нови оквир монетарне политике који је заснован на активној улози предвиђања у привреди, уз пројекције које треба да

обухвате будућа кретања инфлације, незапосленост, каматне стопе, девизни курс и друге макроекономске варијабле. Ради постизања наведеног, монетарна политика мора да буде транспарентна и предвидива, па зато највеће централне банке у свету огромну количину енергије троше на прогнозирање. Отуда, нова експлицитна улога централне банке у кризном и посткризном периоду јесте креирање монетарне политике у ходу сагласно датим околностима у привреди.

Друго, не слажу се сви са таквом концепцијом монетарне политике. То је због тога што је актуелна монетарна стратегија заправо у замци ликвидности данас, када је референтна каматна стопа близу нуле, а некадашњи ризик од инфлације замењен ризиком од дефлације. Фискална строгост у времену слабе глобалне агрегатне тражње има дефлаторан утицај, што опоравак од кризе чини знатно споријим и много мање вероватним. У замци ликвидности владе немају логичнију опцију него да позајмљују и инвестирају. У таквој ситуацији су власти развијених економија заобишле банке и “упумпавале” новац у привреду у време актуелне глобалне финансијске кризе. Овај процес је формално назван квантитативно попуштање. Овим је потврђена констатација да смо у време криза и депресија привреде, било да је реч о развијеним или неразвијеним економијама, сви на неки начин кејнзијанци/неокејнзијанци.

Наш став је да у монетарној политици, као и у многим другим областима, ниједна величина не одговара свима. Монетарна политика би требало да буде независна од политичких притисака и усмерена на стабилност цена зато што је управо ту постигла најбоље резултате. Уосталом, управо због ових околности, централне банке већине тржишних економија још од 90-их година уживају висок углед исказан кроз висок кредибилитет. Актуелна финансијска криза је произвела тзв. нови/стари консензус монетарне политике, при чему стабилност цена и даље треба да буде примарни циљ централних банака, који је дефинисан кроз стопу инфлације од око 2%. Треба нагласити да су краткорочне каматне стопе довољно средство за постизање циља у кратком року, док је на дужи рок најбоља неутрална монетарна политика.

Досадашње искуство сугерише да је концепт таргетирања инфлације дао најбоље резултате у борби против инфлације. Овај концепт исказује супериорност преко посвећености новчаном расту, а подједнако добро је послужио за одржавање ниске просечне инфлације и ниских инфлационих очекивања у претходном периоду. Циљање инфлације кроз одговоре на шокове такође постиже оптималне резултате у кратком року, што није случај са циљањем монетарних агрегата. То нам потврђују негативна искуства са концептом монетарног таргетирања у САД, Канади, Великој

Британији и у неколико економија тржишта у развоју. Упорни неуспеси приликом достизања монетарних таргета, исказани кроз нестабилност у односу између монетарног раста и инфлације, утицали су да овај концепт виртуелног монетарног планирања у већини индустријализованих економија буде дефинитивно напуштен. Разлози дистанцирања од стратегије монетарног таргетирања најбоље су илустровани речима да нису економије напуштале монетарне агрегате, већ обратно. Концепт циљања инфлације се показао као најфлексибилнији и истовремено као режим монетарне политике који је успео да преживи неколико великих шокова, па и недавну финансијску кризу и дубоку рецесију у развијеним економијама. Успех је неоспоран чак и у односу на друге стратегије монетарне политике, као што су циљање девизног курса или циљање БДП-а. Истина, ово последње у пракси код развијених и економија у транзицији нигде није заживело.

И земље у транзицији које практикују циљање инфлације имају позитивно искуство. Од 2000. године флукуације инфлације, раст БДП-а и инфлаторна очекивања су нижи у економијама у транзицији које планирају инфлацију у односу на економије које то не практикују. Такође треба нагласити и да је приметан стабилнији развој економија које примењују таргетирање инфлације. Још је илустративнији период од 2007. године по овом питању, који укључује и глобалну финансијску кризу. Овим се таргетирање инфлације усталило и показало као атрактивнија опција између више варијанти, коју је углавном пратило генерисање ниске инфлације у претходном временском периоду.

Протежирање концепта таргетирања инфлације подразумева ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа као производ актуелне глобалне финансијске кризе. С обзиром на наведено, предлаже се подизање прага просечне циљане инфлације, што сугерише потребу за реформом актуелне монетарне стратегије флексибилног циљања инфлације. Закључак који је изведен из финансијске кризе 2008. и 2009. године, а која и данас траје, јесте да централне банке, осим одговорности за стабилност цена, у првом реду морају да преузму и одговорност за финансијску стабилност. Као резултат тога имамо решење кроз приступ алтернативном двоструком мандату који комбинује експлицитни мандат централне банке посвећен стабилности цена, са имплицитним мандатом посвећеним финансијској стабилности система у целини. Као једно од решења предлаже се да одговорност за одржавање финансијске стабилности може бити додељена централној банци или самосталном финансијском надзорном органу. Фокусирање на финансијску стабилност је вероватно највећа

промена у циљевима централне банке после актуелне финансијске кризе у развијеним економијама. Овим добијамо и одговор на питање како треба да изгледа посткризна монетарна политика централних банака у развијеним економијама.

Концепт флексибилног таргетирања инфлације, који је важио до времена глобалне финансијске кризе 2008. и 2009. године, био је нека врста консензуса. Према том консензусу, мандат је био усмерен на стабилност цена, што је аутоматски резултирало финансијском стабилношћу. Глобална финансијска криза је преусмерила овај консензус тако да се он сада све више посматра као неадекватан и недовољан. Политика каматних стопа данас није више “савршен” инструмент који је довољан за очување финансијске стабилности, а то је управо један од проширених задатака монетарних власти током и после најновије финансијске кризе. Као практичну потврду наведеног имамо податак да је током глобалне финансијске кризе европски систем централних банака усвојио опсежне мере како би подржао финансијску стабилност. У сваком случају, у кризним условима мање штете може нанети присуство централне банке као надзорника финансијског система. Отуда, финансијску стабилност треба узети у обзир и уградити је и кроз одлуке монетарне политике у тој мери да очекивани изгледи за инфлацију не утичу негативно на реалну активност.

У многим отвореним економијама и у земљама у развоју које су усвојиле концепт флексибилног таргетирања инфлације постоји дебата у вези са одговарајућом улогом девизног курса код изабраног концепта циљања инфлације. Тако ће, на пример, у привредама са високим нивоом девизног дуга, курсне промене имати јаке ефекте на финансијску позицију дужника. Зато је изазов за креаторе стратегије таргетирања инфлације управо у томе да обезбеде курс који остаје подређен овој стратегији. Уосталом, улога девизног курса као номиналног сидра посебно је изражена у земљама у којима су монетарне институције слабе. У том смислу избор фиксног девизног курса треба да буде усвојен када високе стопе инфлације нарушавају кредибилитет монетарне власти. Поставља се питање да ли држава треба да изабере фиксни или пливајући курс или пак неки прелазни режим. Ипак, сигурно је да ниједан режим није идеалан за све земље, као што ни изабрани девизни курс није погодан за сва времена. Избор режима девизног курса свакако је под утицајем макроекономских показатеља, структурних фактора, стопе инфлације, а посебно мобилности капитала у свакој економији. На основу резултата добијених приликом нашег истраживања намеће се закључак да режим који комбинује отворен рачун капитала уз његову пуну

либерализацију са пливајућим курсом најбоље утиче на постизање макроекономске стабилности као одговор на спољашње шокове.

Концепт циљања инфлације ће после најновије глобалне финансијске кризе неоспорно бити измењен и прилагођен новонасталим околностима. Литература из монетарне области све до данашњих дана сугерише инфлационо таргетирање као фаворизовани оквир за монетарну политику у било којој земљи. Данас централне банке многих земаља практикују таргетирање инфлације, али себи дозвољавају и малу дискрецију у спровођењу овакве стратегије монетарне политике. Централне банке би зато имале више дискреционо право уколико би постојали циклични падови у привреди.

Ове околности су изазвале дебату о одабиру између два режима и то да ли преузети концепт таргетираниг нивоа цена, где централна банка даје себи за право да коригује девијације цена у односу на таргет, или примену концепта таргетирања инфлације, где централна банка треба да коригује девијације исте. Уосталом, ограничење које је донела нулта номинална каматна стопа у последње време довело је до предлога да се евентуално подигне праг просечне циљане инфлације. Све то сугерише потребу за великом реформом актуелне монетарне стратегије. Отуда нема сумње да су иновације концепта циљања инфлације пред нама, а све ради смањења незапослености и већег привредног раста у развијеним економијама и у земљама у транзицији. Да парафразирамо Черчила код одабира пожељне стратегије монетарне политике да је концепт циљања инфлације најлошији од свих режима монетарне политике, осим свих осталих. И ове речи наводе на још флексибилније тумачење инфлационог циља.

Треба нагласити да имамо и заговорнике политике циљања номиналног БДП-а који још увек није заживео у пракси развијених, али ни земаља у транзицији. Намеће се став да замена концепта инфлационог таргетирања концептом таргетирања номиналног БДП-а, ипак се не постиже алтернативним алатима у ситуацији када је каматна стопа на нултом нивоу тј. у замци ликвидности, како је сада у водећим банкама у свету. Конкретно, сама процена неинфлационе стопе раста реалног БДП-а је контроверзна и неизвесна. Штавише, сасвим је вероватно да ће управо то бити предмет значајних политичких контроверзи у било којој економији без обзира да ли је развијена или не. Кад је реч о избору концепта таргетирања БДП-а, универзални оперативни изазови присутни су не само код развијених већ и код транзиционих неразвијених економија. С тим у вези треба имати у виду следеће:



- a) у већини земаља подаци о инфлацији се износе на месечном нивоу, док су подаци о БДП-у доступни на кварталној основи,
- б) подаци о БДП-у обично стижу са значајним закашњењем, уз значајне негативне импликације за вођење далековиде монетарне политике,
- в) информације о БДП-у су склоније ревизији у односу на податке о инфлацији, чиме се повећава ризик од погрешне информације о стању у привреди и
- г) имплементација циљаног БДП-а захтева процену дугорочног раста потенцијала привреде, што је немогуће извести.

На основу искуства је евидентно да је до сада канал каматне стопе био најчешћи таргет у монетарној политици. Отуда се намеће закључак да политика циљања каматних стопа може дуго да се користи као додатни инструмент монетарне политике, под условом да постоји довољна варијабилност каматне стопе. Закључујемо да је каматна стопа неделотворан инструмент за финансијску стабилност јер на њу утиче врло мало. Иначе, монетарна политика је била прилично неефикасна стратегија у постизању и одржавању финансијске стабилности. Зато није јасно да ли је потребно мењати мандат монетарним властима или предузимати нешто друго. Финансијска криза у раздобљу 2007-2009. године показала је, првенствено у развијеним економијама, дозу скептицизма и нејасне везе каматне стопе са крајњим циљевима економске политике. Уосталом, монетарна политика (преко каматне стопе) треба да предвиди стање у привреди за око 18 месеци унапред, што је у пракси тешко спроводљиво. Недавна финансијска превирања неоспорно су показала на то да су неопходни нови макроекономски алати за стабилизацију националних економија погођених кризом.

У сложеној тржишној привреди свакако је тешко издвојити неки финансијски агрегат или каматну стопу која би имала добру специфичну везу са реалним токовима привредне активности. Управо због ових околности временско заостајање мера монетарне политике смањује њену ефикасност. Проблем заостајања монетарне политике сугерише да она не треба да одговори на статистичке извештаје о економским условима у прошлости, али сигурно треба да одговори на услове који се очекују у будућности. Ипак треба признати да у академским круговима у економији до данас није искристалисано мишљење када треба предузимати поједине мере монетарне политике. Због претходно изнетих околности је јасно да избор монетарне стратегије није скуп механичких једначина, али са искуством свакако долази и побољшање.

Уколико учимо из искуства, можемо поновити и усавршити оно што добро функционише, а не понављати грешке из прошлости које произилазе унутар “*trade off*”-а и савремене стратегије монетарне политике.

Такође треба нагласити да актуелна монетарна стратегија у било којој економији подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој дискрецији. Дobar део анализе има практичну потврду приликом избора оптималне стратегије монетарне политике. На основу добијених емпиријских података при анализи водећих економија у свету наш став је да се у различитим условима у којима функцинишу привреде не могу користити универзална правила. Сваки период има своје специфичности и зато се напред поменута правила не могу користити као универзална. Уосталом, глобалну монетарну политику треба да прати одговарајући степен независности централне банке, што треба да представља стандард вођења монетарне политике 21. века било да је реч о развијеним економија или земљама у транзицији.

Ако сагледамо монетарну стратегију врховне монетарне установе ЕМУ, треба нагласити да би ЕЦБ требало да усвоји симетричност инфлационог циља, омогућавајући извесна одступања, уместо формулисања апсолутног горњег плафона за инфлацију који је иначе важио од почетка 1999. године. Дакле, у сваком случају треба унапредити дефиницију стабилности цена, која заправо није довољан услов за финансијску стабилност, при чему недостатак финансијске стабилности може имати само негативне ефекте на стабилност цена. ЕЦБ је током посматраног временског периода у својој стратегији монетарне политике већи значај придавала улози новца у односу на већину других великих централних банака у свету. Овим препознајемо знатан утицај квантитативне теорије новца и конкретно Милтона Фридмана у формулисању стратегије. Главна синтагма монетарне политике Милтона Фридмана означава цене у лику каматне стопе, а не количине, као и монетарне агрегате који су алфа и омега монетарне политике ЕЦБ-а.

Уколико пажњу усмеримо на монетарну установу САД и стратегију коју примењује Фед, треба нагласити да су њени званичници у временима финансијских криза већу тежину давали циљаној каматној стопи Фед-а која је “јурила” инфлацију. Ипак, у време последње глобалне финансијске кризе камате више “не јуре” инфлацију, већ су на сцени алтернативни модели подршке финансијском систему. Оно што можемо истаћи као закључак из досадашње праксе финансијских криза у САД јесте да се инфлација може контролисати од стране монетарне политике, али је стопа незапослености и привредног раста на дужи рок одређена пре свега немонетарним

факторима. И најновије студије иду у сличном смеру сугеришући да би Федералне резерве дозволиле и инфлацију на одређено време од преко 2%, што би значајно утицало на економски раст. Са аспекта данашњих кризних услова у САД сматрамо да FOMC мора вагати предности и ризике одржавања актуелне акомодативне монетарне политике за дужи период, уз признање да стил ове монетарне политике доприноси финансијској неравнотежи и нестабилности.

Уколико је реч о транзиционим економијама, треба нагласити да су присутне значајне различитости у монетарним стратегијама, као и да је њихова основна одлика да не постоји универзална монетарна стратегија која важи за све земље и која даје најбоље резултате. Разлог за то се крије у специфичним привредним околностима појединих економија. Досадашње искуство показује да су најбољи макроекономски индикатори, изражени пре свега преко остварене стопе инфлације и стопе незапослености, у периоду 2000-2012. године постигнути у транзиционим економијама које су одабрале валутне одборе и евро, чврсти фиксни девизни курс, а тек потом следе други аранжмани монетарне политике.

Избором циља приликом таргетирање девизног курса и ИТ код транзиционих економија, а потом потпуно усвајање концепта инфлационог таргетирања у некадашњим источноевропским земљама у транзицији у периоду 1999-2005. године, имали су позитивне ефекте и произвели силазни тренд инфлације. И нова искуства у примени концепта инфлационог таргетирања из претходне деценије у транзиционим економијама су показала да је мања опасност по економију уколико је циљ релативно ниска инфлација, док је далеко већи ризик по привреду где су циљеви инфлационог таргетирања постављени високо.

Важно је истаћи да и поред врло позитивних искуства са концептом инфлационог таргетирања у претходном периоду, не постоји “најбољи” оквир монетарне стратегије за транзиционе економије. Уосталом, постоји широк спектар опција који је доступан и може да се користи у различитим околностима. Употреба фиксног девизног курса је најпогоднија за веома мале и отворене економије или економије са малим финансијским интеграцијама. Анализирана искуства кроз употребу девизног курса као номиналног сидра су се показала веома успешном уколико је реч о економијама које имају односе са великим трговинским партнерима. То је посебно погодно за земље извознице са јаким платним билансима, што може довести до нагомилавања резерви. Тиме се обезбеђује флексибилност монетарне политике, а истовремено може помоћи у спречавању разних врста шокова. Међутим,

супротна искуства показују да је за већа и развијенија тржишта ипак пожељнији нешто флексибилнији курс, а оптималан је када се комбинује са активном монетарном политиком (нпр. таргетирањем инфлације). Било који аранжман, без обзира на то да ли се ради о транзиционим или развијеним економијама, свакако треба да буде пажљиво скројен да би се избегла тзв. конфликтна политика. Ипак, стоји констатација на основу искуства тржишта у развоју-транзиционих економија, да је концепт таргетирања девизног курса друго најбоље решење после концепта инфлационог таргетирања. Истина, таргетирани девизни курс је опасан јер оставља простор за спекулативне нападе на националне валуте који имају штетне последице по њихове економије. И заиста спекулативни напади на Мексико, Источну Азију и Аргентину су проузроковали велике валутне кризе што је оставило негативне последице по њихове економије.

На основу бројних студија које су у раду представљене може се констатовати да већа независност централне банке у транзиционим економијама доводи до смањења варијабилности стопе инфлације. Резултати многобројних студија сугеришу да ће се, уколико је централна банка политички независна, постићи нижа инфлација. Као доказ за то може да послужи пример земаља некадашњег Варшавског пакта током прве деценије 21. века, које имају највишу стопу индекса независности централне банке и либерализације цена коју прате ниске инфлације. Треба истаћи да су те земље до 90-их година бележиле двоцифрене, па и троцифрене инфлације. Конкретно, Чешка Република, Пољска и Словачка су у периоду 2004-2011. године оствариле инфлацију од око 2 до 3%, што је стандард високоразвијених економија и ЕУ.

Има и примера који опонирају тврдњама да са већом независношћу централних банака иде и нижа стопа инфлације. Поједини теоретичари кроз практична искуства тих економија, првенствено се мисли на земље Западне Азије, истичу правни индекс као недовољан да обухвати степен независности централне банке и то из два главна разлога:

1. кроз правни статус централне банке није могуће експлицитно навести тачне границе овлашћења централне банке и владе. Такве празнине се често попуњавају традицијом у најбољем или политиком моћи у најгорем случају;
2. у већини случајева овај закон се не поштује. Исто тако су ретке измене и допуне закона централних банака транзиционих економија, па то објашњава деценијама једнаке законске мере у некој земљи за које важи правило тзв. исламског банкарства.

Ако се узме у обзир евроизација као стратегија монетарног осамостаљивања, искуства појединих малих економија, конкретно Црне Горе, су на кратак рок била позитивна, али се сада појављују бројни негативни ефекти код остваривања позитивних макроекономских индикатора. Уосталом, главна корист од званичне доларизације према заступницима доларизације/евроизације су да ће инфлација бити смањена. Међутим, упоређујући податке централне банке Црне Горе и Евростата 2001-2013. године, инфлација у Црној Гори је три пута већа од раста потрошачких цена ЕУ-15. Када је у питању други макроекономски параметар-стопа привредног раста нарочито у преткризним годинама светске економске кризе Црна Гора има високе стопе привредног раста. Међутим, кризни и посткризни период светске економске кризе карактерише знатно мања стопа привредног раста у Црној Гори, која је много ближа тренду привредног раста ЕУ-15. Дакле, већи степен корелације је постигнут по питању стопе привредног раста него са стопом инфлације између ЕУ-15 и Црне Горе, нарочито у посткризном периоду.

Оно што је битно истаћи пратећи искуства Црне Горе евроизација није аутоматски обезбедила нивелацију домаћих цена и камата због ризика земље, ризика клијената и слично. Чињеница је да су каматне стопе банака веома различите у Црној Гори и евро зони. Ово се поклапа са констатацијом да ефекти на земљу периферије могу бити врло слаби и непредвидиви. Тако на пример мере ЕЦБ за повећање ликвидности у кризном периоду путем смањења каматних стопа и обезбеђења јефтених кредита нису имале ефекат у Црној Гори. Након избијања економске и финансијске кризе, камате у Еврозони су достигле историјске минимуме, док су се у Црној Гори камате повећале. Ово је делимично последица унилатералне евроизације, будући да Црна Гора није део ЕМУ и не полаже право на приступ кредитима ЕЦБ. Уосталом, раст каматних стопа у Црној Гори одсликава слабу ликвидност у економији и висок кредитни ризик земље ове евроизоване економије. Исто тако, доларизација може појачати фискалну дисциплину, а свежа искуства Црне Горе делимично потврђују ту тезу. Већи успех је постигнут код буџетског дефицита, а мање код јавног дуга у Црној Гори. Истина, у моменту увођења евроизације буџетски дефицит у Црној Гори је износио високих 20% БДП, док 2012. године износи 3% што је у складу са Мастрихтским критеријумом ЕУ.

Током последње деценије 20. века овакав концепт доларизације је подстицао трговинске интеграције између доларизоване земље и економије сидра. Међутим, ову констатацију не потврђују искуства Црне Горе, јер ова евроизована економија има

значајне односе са Србијом, Босном и Херцеговином, Хрватском, и другим СЕФТА-а економијама, дакле економијама ван евро зоне. И на крају ефектима доларизације наводно се прекида редистрибуција богатства која настаје у периоду инфлације на рачун оних који живе од фиксних прихода. Међутим, у случају Црне Горе то није тачно јер је дошло до ишчезавања тзв. средње класе. Почетком 2014. године по релевантним истраживањима невладиног сектора у Црној Гори половима популације живи у зони сиромаштва. Дакле, ни ова констатација није тачна. Сада са ове временске дистанце ефекти увођења евра у Црној Гори су били позитивни, али врло кратко, јер су сада превладали бројни негативни ефекти. Оно што би било лигично са дистанце ове ероизоване економије, да би требало кренути у структурне реформе привреде Црне Горе, а не само користити евро као средство плаћања у буквалном смислу речи.

Када се посматра увођење валутног одбора у пракси земаља у транзицији показало се да то није довољан аргумент за постизање стабилног привредног амбијента и раст у средњем и дугом року. Избор валутног одбора као аранжман девизног курса кроз праксу земаља у транзицији, у неким економијама се показао као нефлексибилан режим монетарне политике, док је искуство других земаља супротно. Ипак, треба знати и да је већина земаља у транзицији које су прошле праксу валутних одбора тражила решења за тешке макроекономске дизбалансе и скоро увек уз асистенцију ММФ и његових аранжмана. Оно што је било карактеристично за две Балтичке економије, Естонију и Литванију, је да су се валутни одбори у овим земљама видели само као привремена мера стабилизације на путу ка ЕУ. Оно што је заједничка карактеристика за Литванију и Естонију у најновијем периоду посматрања 2004-2011. године је да ефикасност овог режима доказана кроз укупну економску стабилност која се манифестовала кроз одржив БДП, насупротив ЕУ-27 које прати нижи привредни раст. Естонија је имало нешто боље параметре, поготово у области постизања стабилне инфлације изражене кроз НСРІ.

Поред позитивних лекција имали смо и негативне појаве које се могу извући из политике валутног одбора у Аргентини. Овај аранжман монетарне политике и девизног курса нису били лек за проблеме у области макроекономске политике. Истина, у почетном периоду дошло је до обарања инфлације и раста БДП у кратком року. Међутим, негативне појаве увођења аранжмана постају доминанте кроз: значајно погоршање социјалног статуса грађана, повећаној незапослености, неједнакостима у расподели дохотка и сиромаштво, уз истовремено смањење зарада. Режим је релативно кратко трајао у овој Латино Америчкој економији, када су домаћи и страни

инвеститори потрдили да је фискална политика владе Аргентине постала неодржива. И спољни шокови су додатно уздрмали валутни одбор у Аргентини.

Врло карактеристично позитивно искуство примене режима валутног одбора има Бугарска, исказаног кроз највише поверење од стране јавности. Ово је подразумевало апсолутну монетарну и фискалну дисциплину. Прави ефекат имамо кроз чињеницу да је Бугарска смањила годишњу инфлацију на 1% до краја 1998. године. Најновији период примене валутног одбора у Бугарској имамо кроз позитиван ефекат смањења стопе инфлације, истина уз повећање незапослености, али с друге стране имамо годишњи фискални рачун који најближе балансира од било које друге земље према ЕУ. Дуг Бугарске је један од најнижих у Европи и он илуструје степен стабилности јавних финансија и политичку вољу да се ојача финансијска стабилност. Дакле, ова економија има врло позитивно искуство код примене овог аранжмана

И пример који је код нас изазвао доста велику пажњу је анализа примене валутног одбора у Босни и Херцеговини као бивше чланице Југославије. Босна и Херцеговина је мала и отворена економија и са концептом валутног одбора је постигла завидне резултате. Ови позитивни ефекти се манифестују првенствено у погледу континуираног привредног раста и смањења инфлације што је веома близу земљама ЕУ са најбољим инфлаторним карактеристикама и стопама привредног раста.

И на крају последњи део дисертације представља врло комплексну анализу примене монетарне стратегије у Србији. Оно што се врло поуздано може закључити да монетарна стратегија Србије није дала задовољавајуће резултате. У периоду 2000-2013. године присутне велике турбуленције активних каматних стопа НБС резултат су променљивих привредних околности и стања у којем се налази привреда Србије. Актуелни двоцифрени проценти есконтних стопа, па потом референтне каматне стопе у два одвојена посматрана периода монетарне политике од 2000-2006. и 2006-2013. године, показују да је намера била да се првенствено управља инфлацијом, и то претежно путем рестриктивне монетарне политике. Са данашње временске дистанце јасно је да су сва дешавања везана за кретања активних каматних стопа у Србији одраз реалних привредних кретања и превеликог ослањања искључиво на монетарне мере НБС. Истина, евидентно је да је монетарна стратегија НБС ипак нешто бољи део макроекономске политике.

Оваква изабрана стратегија монетарне политике од 2000-2006. године преко концепта руковођеног девизног курса и од 2006-2013. године где је за номинално сидро коришћена краткорочна каматна стопа, је имала ограничен антифлаторни утицај. То

доказује и остварена просечна инфлација са једноцифреним високим предзнаком од 9,26% у периоду 2002-2012. године. Дакле, борба против инфлације евидентно није била нарочито успешна. Стална варијабилност остварене инфлације која прати економску стварност Србије од почетка примене новог оквира монетарне политике 2006. све до 2013. године не иде у прилог подизању кредибилитета наше централне монетарне установе. Томе у прилог иде податак да је у периоду 2007-2013. године НБС свега три пута остварила пројектовани коридор циљане инфлације изабране монетарне стратегије.

НБС је у периоду примене монетарне политике од 2000. до 2013. године углавном била фокусирана на политику високих референтних каматних стопа и условно “јаког динара”. Све ово није имало позитивне ефекте на привредни раст домаће економије и смањење незапослености. Насупрот томе стоји искуство развијених економија у најновијем периоду којима су направљени велики заокрети у вођењу монетарне политике. Уместо досадашњег фокусирања само на висину стопе инфлације, акценат се помера на стимулисање привредног раста и запослености. Ово је заправо више преформулисани концепт циљане инфлације какав данас имамо у већини централних банака водећих економија у свету. Осим тога и овај сегмент померања глобалне монетарне стратегије морамо узети у обзир, који би наша НБС евентуално уврстила као додатне циљеве у наредном периоду.

Треба да знамо да капитал и цена тог капитала изражена кроз каматну стопу треба да буде водиља просперитета тржишта, па тако и наше економије. Врло је интересантно искуство наше земље у транзиторном периоду где изразито високе камате прате долазак страних банака. За транзиторну привреду Србије каматне стопе банака су заправо цена слабе економије. Хроничан дефицит близанаца, висок јавни и спољни дуг државе, висока незапосленост, као економски миље у којем функционише банкарство Србије у континуитету се у претходном периоду финансира кредитима пословних банака. Банкарски сектор Србије у условима светске финансијске кризе 2009-2012. године, услед условне немоћи државе попуњавао је буџет државе кроз разне врсте зајмова. Захваљујући свему наведеном, омогућено је “комотније” понашање банкарског сектора Србије, што је имало за последицу да су у претходних дванаест до тринаест година каматне стопе банкарског сектора динарског и девизног типа биле ефективно изузетно високе. Овоме треба додати информацију на основу извршених истраживања да кључни фактор високих каматних стопа банака у Србији јесу заправо банкарске марже, а мање премије ризика земље и скупи извори финансирања. Дакле,



код нас је у протеклој деценији присутно преливање капитала из домаћег реалног у страни банкарски сектор, који је иначе доминантан на нашем тржишту.

Са сигурношћу можемо констатовати да монетарни изазови који чекају Србију ка ЕМУ нису задовољени. Као доказ неиспуњености Мастрихтских монетарних критеријума стоји анализа остварене високе инфлације у Србији, самеравана са три најбоље економије ЕУ и њиховим ниским инфлацијама. Ту су и актуелне флукуације девизног курса у Србији које су евидентне током посматраног периода. Главна манифестација су флукуације девизног курса које одступају од дозвољених маргина као стандарда ЕМУ. И на крају код нас просечне каматне стопе на државне папире имају двоцифрен предзнак за разлику од три најбоље економије ЕУ код којих имају константно једноцифрен ниво. Отуда, испуњење Мастрихтских монетарних критеријума конвергенције је велики изазов за Србију, пре свега у области горе споменутих финансијских индикатора. Можемо закључити да без испуњења ових монетарних критеријума удаљени смо од уласка у ЕМУ више деценија.

Са ове временске дистанце можемо рећи да је актуелни девизни курс у нашој земљи пре свега одраз стања читаве економије. Немоћ монетарне политике НБС преко репо стопе и банкарског кредитирања као важних трансмисионих канала монетарне политике наглашена је управо због високе евроизације, али и услед фундаменталних неравнотежа и ендогених поремећаја у привреди Србије. Вишегодишња екстерна платнобилансна неравнотежа у Србији је пре свега резултат структурних проблема у привреди, као и неодговарајуће макроекономске политике, а посебно процикличне фискалне политике током целог транзиционог периода. За нашу земљу ће у наредном периоду бити кључно вођење одговорне буџетске и фискалне политике, а пре свега политике дуга (јавног и приватног). Све ово ће утицати на смањење инфлације и агрегатне тражње, а самим тим и ризика земље по свим видовима.

Стојимо на становишту да је одабир стратегије таргетирања инфлације уз руковођени флексибилни курс, ипак најадекватније решење. Сагласно условима треба извршити структурне промене у привреди, што подразумева пореску реформу, ригорозну финансијску дисциплину, смањење потрошње на свим нивоима, спољнотрговински и фискални дефицит. Неопходно је, оживљавање домаће, сада неконкурентне и недовољно оспособљене привреде, озбиљне реформе јавног сектора и свакако повећан прилив страних инвестиција. Из угла НБС изабрана стратегија таргетирања инфлације уз режим контролисаног девизног курса са редовним прилагођавањем према кретањима на девизном тржишту за сада је најбоље решење за

Србију. Још једном треба нагласити да се само монетарном политиком не могу постићи резултати на дужи рок, већ само привремено и на кратак рок. Проблем НБС је у томе што инфлација “по природи није само монетарна”, већ је изазвана и повећањем пореза на промет и акциза као и разним другим трошковима исказаним кроз екстремно висок јавни и спољни дуг и др.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Adrian Tobias and Hyun Song Shin (September 2008), “*Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*”, *Jackson Hole Economic Symposium Proceedings*, Staff raport 346, Federal Reserve Bank New York, p. 287-334.
2. Aizenman Joshua, Hutchison Michael, Noy Ilan (December, 2008), “*Inflation targeting and real Exchange Rates in Emerging Markets*”, Working paper 14561, National bureau of economic research, Cambridge, p. 4.
3. Akerlof G. A., Dickens W. T. and Perry G. L., 1996, “*The Macroeconomics of Low inflation*”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, p. 1-76.
4. Aleksandar Sokić, Fabris Nikola (25. April 2013), “*Euroization and cyclical stabilization in Monternegro: an empirical analysis*”, MPRA, Munich Personal RePEc Archive, Paper NO. 46537, p. 2 ili dostupno na adresi sajta <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/46537>, dostupno dana 20.01.2014.
5. Arestis Philip, Mihailov Alexander, 2007, “*Flexible rules cum constrained discretion: A new consensus in monetary policy*”, Working paper series, NO 13, Economic analysis Research group, University of Reading, UK, p. 15-16.
6. Arestis Philip, Mouratidis Kostas (Oktober 2002), “*Is there a trade Off Between Inflation and Output-Gap in the EMU Countries Output-Gap in the EMU Countries*”, Working paper NO 359, p. 1-14.
7. Ascxinger Gerhard (March-April 2002), “*Currency Board, Dollarisation or Flexible Exchange Rates for Emerging Economies?*” Reflections on Argentina, *Intereconomics*, p. 112.
8. Arestis Fernando, Filho Ferrari and Paula de Fernando Luiz (March 2011), “*Inflation targeting in Brazil*”, *International review of Applied Economics*, Federal university of Rio Grande do Sul and CNPq, Rio de Janeiro, Brazil, p. 136 ili dostupno na adresi sajta <http://www.informaworld.com/smpp/title-content=t713426883>
9. Atanasov Yavor, Valchanov Dimitar (August 2011), “*Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience*”, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55.
10. Athanasios Anastasio, 2009, “*Central Bank Independence and Economic Performance*”, *Cyprus Economic Policy Review*, Vol. 3, No. 1, p. 130-131.

11. Бабић А., Жигман А. (вељача 2000), “*Валутне кризе: прегледи теорије и искуства 1990-тих*”, Хрватска народна банка, Загреб, стр. 13.
12. Baeriswyl Romain, 2007, “*Central Bank’s Action and Communication*”, Munich Discussion Paper No. 10, Department of Economics, University of Munich, p. 1-36.
13. Baeriswyl Romain, Cornand Camille (January 2006), “*Optimal monetary policy in response to supply inflation: the impact of central bank communication*”, Munich Graduate School of Economics, p. 19.
14. Bali G. Turan, Thurston B. Thom, 2002, “*Policy effectiveness with a constant interest rate: With and without a defined monetary process*”, New York, July, p. 2.
15. Bambula Piotr, Kozinski Witold and Rubaszek Michal, 2011, “*The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy in Poland*”, Bank for International Settlements, BIS Papers, N0 57, p. 286.
16. Барјактаровић Ј., 2010, “*Монетарно кредитни и девизни систем*”, Универзитет Сингидунум, Београд, стр. 101, 120-122.
17. Batini Nicoletta, Nelson Edward, 2002, “*The lag from monetary Policy actions to inflation: Friedman revisied*”, Discussion paper N6, External MPC, Unit, Bank of England, London, p. 13.
18. Bean C. (December 1983), “*Targeting nominal income: An appraisal*”, Economic Journal, p. 806-819.
19. Бекер Е., 2006, “*Девизно-курсни аранжмани од екстрема до ’нормале’*”, Рапоеconomicus, бр. 1, Нови Сад, стр. 37.
20. Belke Ansgar, Freutag Andreas, Keil Jonas and Schneinder Friedrich, 2012, “*The credibility of Monetary Policy Announcements, Empirical evidence for OECD Countries since the 1960s*”, Deutches Institut fur Wirtschaftsforschung, Berlin.
21. Benerjee Ruan, Stephen Cecchetti and Boris Hofmann, 2013, “*The Riksbank’s Attainment of its Inflation Target over a longer Period of Time*”, Economic Commentaries, 4, Sveriges Rikbank.
22. Bennet T. McCallum and Edvard Nelson, 1998, “*Nominal income Targeting in an open economy Optimizing model*”, Conference of monetary policy Rules, Sveriges riksbank and Institute for international economic Studies Stockholm University, Stockholm, 12-13. June, p. 29.
23. Berg Claes, Hallsten Kerstin, Queijo Von Heideken, Virginia Sodersrom Ulf, 2013, “*Two Decades of Inflation Targeting: Main Lesons an Remaining Challenges*”, Economic Review, Sveriges Risk Bank N3, Special Issue, Stocholm, p. 5, 18.
24. Berger N. Alen, Black K. Lamont, Bouwman H.S. Christa, Jenifer L. Dlugosz (July 2013) “*The Federal Reserve’s Discount Window and TAF Programs: “Pushing on a*

- String?*”, Technical report, Working Paper, p. 2., available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2429710> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2429710>
25. Bernanke Ben, 2004, “*The logic of monetary policy*” [also covers Taylor rules], dostupno na adresi sajta <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041202/default.htm>
  26. Bernanke Ben, Laubach Thomas, Mishkin Frederic and Posen Adam, 1999, “*Inflation targeting: lessons from the international experience*”, Princeton University Press, chs. 1-3.
  27. Bernardino Adão, Correia Isabel, Teles Pedro, 2010, “*Short and Long Interest Rate Target*”, Review of Economic Dynamics, Working Papers with number 680, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Minneapolis, p. 1-21.
  28. Blejer M, Škreb M, 1999, “*Balance of payments, exchange rates, and competitiveness in transition economies*”, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts, p. 112-113.
  29. Blinder et al., 2008, “*Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*”, Journal of Economic Literature, 46(4): 910-45.
  30. Board of Governors of the Federal Reserve System, Minutes of March 12 FOMC Meeting, Projection Materials, at <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>, and International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2013, Table 1.1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>. and CBO Budget and Economic Outlook, February 2013, at <http://www.cbo.gov/publication/43907>, dostupno dana 18.04.2013.
  31. Bodea Cristina, Raymond Hicks (November 2012), “*Price stability and central bank independence: Discipline, credibility and democratic institutions*”, p. 2, p. 24 или преузето из интервјуа председника Бундесбанке Немачке Jens Weidmanna, Finacial times od 8. маја 2012, p. 11.
  32. Bordes Christian, Clerc Laurent (March 2004), “*Price stability and the ECB’s monetary policy strategy*”, Banque de France, N. 109, Paris, p. 12 или dostupno na adresi sajta: [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)
  33. Bofinger P., 1999, “*The conduct of Monetary Policy by the European central Bank*”, Briefing Paper for the Monetary Subcommittee of the European parliament, Brussels.
  34. Breedon Francis, Pétursson G., Thórarinn, Rose Kandrew K., (June 2011), “*Exchange Rate Policy in Small Rich Economies*”, p. 21-22.
  35. Broodus Alfred, Goofriew Marvin (November-December 1984), “*Base drift and the long run growth of M1: Experience from a decade of monetary policy*”, Economic review, p. 7.
  36. Valdes O. Rodrigo (28 February 2007), “*Inflation targeting in Chile: Experience and Issues, Monetary Policy in Emerging Markets*”, organized by the Economics

- Department/OECD and CCBS/Bank of England Central bank of Chile, PDF verzija 38275839, a podaci za prosečno ostvarenu inflaciju 2007-2013. godine u Čileu preuzeti sa sajta <http://www.inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla...>, dostupno dana 08.01.2011.
37. Vuković V., Zdravković A., 2011, “*The inflation and exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect*”, Рад је био део истраживачког пројекта број 47009 (Европске интеграције и друштвено економске промене привреде Србије на путу ка ЕУ) и броја 179015 (Изазови и перспектива структурних промена у Србији: Стратешки правци економски развој и усклађивање са захтевима ЕУ), Београд, стр. 48 или доступно на адреси сајта <http://econpapers.repec.org/bookchap/ibgcaptr/conissue-3.htm>, доступно дана 25.02.2014.
  38. Geerats Petra Maria, 2009, “*Trends in monetary policy transparency*”, Cesifo working paper, N0 2584, Ifo Institute-Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich, p. 3, 10.
  39. Georgieva Emilia, 2012, “*The economies of the BELL Countries (Bulgaria, Estonia, Latvia and Lithuania) after their EU Accession*”, Review of European Studies, Vol. 4, N0 5, Published by Canadian Center of Science and Education, str. 195.
  40. Gerlach Stefan and Svensson E O Lars (December 2000), “*Money and inflation in the Euro Area: A case for monetary indicators?*”, NBER Working papers No 8025, National Bureau of Economic research, Massa chusetts Avenue, Cambridge, p. 2.
  41. Giannoni P. Mark, Woodford Michael, 2003, “*Optimal interest rate rules: A general theory*”, NBER Working Paper, No. 9419, Washington, p. 1.
  42. Giaonnoni P. Marc., Woodford Michael, 2012, “*Optimal Target Criteria for stabilization policy*”, Staff report N0 535, Federal reserve bank of New York, january, p. 1.
  43. Giusepp Diana, Papadopulos Athanasios, Sidiropulos Moise (April 2005), “*Central bank reform and inflation Dynamics in the Transition Economies: Theory and some evidence*”, p. 15 ili dostupno na adresi sajta: <http://repec.org/mmfc05/paper58.pdf>, dostupno dana 10.01.2014.
  44. Giucci Ricardo, Rubia De La Cyrus (September 2012), “*The inflation targeting regime 2013-2017: Analysis and Recommendations*”, German Economic Team Moldova, Policy Briefing Series, PB /02/2012, Berlin, p. 24.
  45. Gonzales Andreas, Franz Hamann, 2011, “*Lack of Credibilita, Inflation Persistence an Disinflation in Colombia*”, Desprallo Y Sociedad, Prime semestre DE 2011. PB 01, p. 66 and inflation rate ili dostupno na adresi sajta: <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?co&v=71>., dostupno dana 31.12.2013.
  46. Goodhart Charles, 1988, “*The Evolution of Central Banks*”, MIT Press.

47. Грбић М., Јакшић М., 2012, “*Таргетирање инфлације у функцији стабилности цена*”, Институционалне промене као детерминанта привредног развоја, Економски факултет, Крагујевац, стр. 187.
48. Грубишић З., Фабрис Н., Галић Ј., 2011, “*Нове тенденције у монетарној политици*”, Зборник радова са Друге међународне научне конференције “Економија интеграција”, Тузла, 8-9. децембра, стр. 243.
49. Gulde Marie, Anne (September 1999), “*The role of the Currency Board in Bulgaria’s Stabilization, Finance development*”, A quarterly magazine of the IMF, Volume 36, Number 3, Washington или доступно на адреси сајта [file:///C:/Documentsand Settings/administrator/desktop/finance&....](file:///C:/DocumentsandSettings/administrator/desktop/finance&....), доступно дана 20.01.2014.
50. Guilde Marie Anne (May 2008), 51 8, “*Minsk Exchange Rate Regimes for Transition Economies: Were Currency Boards an Efficient Choice*”, Itberationa conference May 19-20 2008., National bank of the Republic of Belarus, p. 54.
51. Dabrowski Marek, 2001, “*The episodes of Currency crisis in Latin American and Asian Economies*”, Center for Social and Economic research, N° 39, Warsaw, p. 7.
52. David Greenlaw, James D. Hamilton, Peter Hooper and Frederic S. Mishkin (22 February 2013), “*Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy*”, paper written for “U.S. Monetary Policy Forum”, a conference sponsored by the University of Chicago Booth School of Business, held in New York, p. 81 или доступно на адреси сајра <http://www.federalreserve.gov/new.sevents/speech/powell20130021a.b>, доступно дана 07.04.2013.
53. Darvas Zsolt, Merler Silvia (Oktober 2013), “*The European central bank in the age of banking union*”, Issue 13, p. 10., или доступно на адреси сајта <http://www.bruegal.org/publications/publication-detail/publication/79...>, доступно дана 21.04.2014.
54. *Двонедељни извештај са међународног финансијског извештаја* (17. јануар 2014), Сектор за финансијске операције, ЦБЦГ, Подгорица, стр. 3.
55. Devereux M., P. R. Lane and J Xu, 2006, “*Exchange rates and monetary policy in emerging market economies*”, The Economic Journal, Vol. 116, No 511, p. 56.
56. Dileo Petrino (January-February 2009), “*The return of Keynes?*”, International socialist review, Issue 63, подаци доступни на адреси <http://www.isreview.org/org/issues/63/feat-keynes.shtml>, доступно дана 01.04. 2012.
57. Dianu Daniel, Langu Larian, 2006, “*Inflation targeting Between Rhetoric and Reality The case of transition economies*”, Tiger, Working Paper Series, N0 96, Warsaw, p. 19.
58. *Differences in money and credit growth in the euro area and in individual euro-area countries*, (July 2013), Deutsche Bundesbank Monthly Report, Frankfurt Arn Main, p. 47-49.

59. Dotsey Michael, 2006, “*A Review of Inflation Targeting in Developed Countries*”, Business Review, Federal reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 4., ili dostupno na adresi sajta [www.philadelphiafed.org](http://www.philadelphiafed.org)., dostupno dana 13.02.2012.
60. Đurović Todorović J., 2007, “*Experiences with different monetary strategies*”, Facta universitatis, Facta universitatis, Econiomics and organization, Vol. 4, No 1, Niš, p. 32.
61. Ђуровић Тодоровић Ј., 2010, “*Монетарна економија*”, Економски факултет, Ниш, стр. 297.
62. Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2011, “*Монетарна стратегија*”, Економски факултет, Ниш, стр. 86, 90, 137.
63. Ђуровић Тодоровић Ј., Јовановић М., Крстић Б., 2007, “*Монетарни и фискални менаџмент*”, Економски факултет, Ниш, стр. 187, 196.
64. Edwards Sebastian (January 1999), “*The Choice of Exchange Rate Regime in Developing and Middle Income Countries*”, University of Chicago Press, Chicago, *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues* (NBER-EASE Vol. 7), p. 22, или подаци су доступни на адреси сајта: <http://www.nber.org/chapters/c861>, доступно дана 14.01.2013.
65. Eichengreen Barry, Raghuram Rajan and Eswar Prasad (October 24. 2011.), “*Central Banks Need a Bigger and Bolder Mandate*”, Financial Times, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, доступно дана 28.03.2013. Esteban Pérez, Caldentey and Vernengo Matías (May 2013), “*Is inflation targeting Operative in an Open Economy Setting?*”, Political Economy Research Insitute, Working paper series number 324, University Massachusetts Amherst, p. 2.
66. Erhan Aslanoğlu, Pınar, Deni (September 2012), “*How does stabiliz in financial openness afffect growth, Topics in Middle Eastern and African Economies*”, Vol. 14, Marmara University, p. 174.
67. *Есконтна стопа за 2005. годину и референтна каматна стопа за 2006. и 2008. годину*, подаци преузети из: Review on NBS Money Market Interest rates, NBS, Belgrade, 2008, стр. 15.
68. *Euro area annual inflation stable at 1,6%*, July 2013, Eurostat, the statistical office of the European Union, N0 123, Frankfurt, 16 avgust 2013, p. 1-3.
69. Eurozone Forecast, Published in collaboration with Oxford Economics, Ernst & Young Quality in Everything We Do, UK company, London, June 2013, p. 9-43.
70. Eusepi and Preston, 2010, “*Central Bank Communication and Expectations Stabilization*”, American Economic Journal: Macroeconomics, 2(3): 235-71.
71. ECB (2004) “*Monetary policy*”, European central bank, Frankfurt, p. 49.



72. Economic and social Commission for Western Asia (10. November 2011), “*Central bank independence and it's effect on inflation performance in the ESCWA Countries*”, United Nations E/ESCWA Publications, /EDGD/2011, WP 2, New York, p. 10.
73. *Economic growth in the Republic of Yemen, 2002*, A World bank Country Study, World bank, Washington, p. 13., a preuzeto po osnovu Data from the World Bank, Live Database (2001).
74. Живковић А., 1995, “*Анализа ефикасности монетарне политике у Југославији*”, Економски факултет, Београд, стр. 70.
75. Живковић А., Комазец С., 2000, “*Монетарна економија*”, Универзитет у Београду, Економски факултет, Београд, стр. 468.
76. Живковић А., Кожегинац Г., 2005, “*Монетарна економија*”, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 316, 416, 419.
77. *За 40 година више од 430 финансијских криза*, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://www.akter.co.rs/26-ekonomija/30065-za-40-godina-vie-od-430->, доступно дана 01.02.2014.
78. Zheng Liu, Spiegel M. Mark (December 3. 2012), “*External Shocks and China's Monetary Policy*”, подаци и информације доступне на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2012/el2012-36...>, доступно дана 04.01.2013.
79. Zheng Xin (July 2012), “*The Determinants of Exchange Rate Regime and Impacts upon the Stability of Economy: Experiences from Australia*”, Journal of Accounting, Finance and Economics, Vol. 2. No. 1, p. 32 (31-48).
80. Извештај министрима финансија и гувернерима централних банака Г 20 (14 фебруар 2011), “*ФСБ Макропруденцијална политика*”, Банкарство, број 3-4, Удружење банака Србије, стр. 116.
81. *Измена одлуке о висини есконтне стопе НБС* (“Службени гласник РС”, број 31/10).
82. IMF Global Outlook, 2013, p. 2.
83. International monetary fund (January 29, 2013), “*The interaction of monetary and macroprudential policies*”, Washington, p. 3.
84. Jamus Jerome Lim, 1998, “*Optimal choice of an exchange rate regime: The case of Australia*”, Institute of Southeast Asian Studie, Н0 102, p. 4.
85. Jacome H. and Luis I. (December 2001), “*Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America*”, IMF, Working paper, WP 01/212, Washington, p. 20-22.
86. Јовановић М., Ђуровић Тодоровић Ј., Ђорђевић М., 2000, “*Значај избора адекватног модела монетарне политике за стабилан привредни развој*”, Економске теме, број 2, Економски факултет, Ниш, стр. 137.

87. Joshua N. Feinman, Christoph Hinkelmann (June 1993), “*Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform*”, Bulletin, Federal Reserve, Washington, p. 581.
88. Jefferis Keith, 2013, “*Exchange Rate Policy and Monetary Policy Implementation*”, IGC, International Growth Centre-IGC, School of University of London, Oxford, p. 4., a na osnovu podataka IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2010.
89. Kamenik Ondra, Kumhof, Michael (August 18, 2009), “*Trade Openness and Exchange Rate Regimes*”, Research Department, Room 9-548E, International Monetary Fund, Washington, p. 2.
90. Kamil Herman (April 2008), “*Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes?*”, The Case of Colombia, IMF Working paper wp/08/88, International Monetary Fund, Washington, p. 25.
91. Kaspar H., “*The liquidity trap, monetary policy, and inflation expectations (help needed)*”, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://kantooseconomics.com/2012/02/03/the-liquidaty-trap-monetary-p...>, доступно дана 23. 5. 2012, стр. 1.
92. Комазец С., Ристић Ж., 2009, “*Менаџмент монетарних и јавних финансија*”, Етно стил, Београд, стр. 321.
93. Комазец С., Ристић Ж., 2012, “*Монетарна економија и банкарски менаџмент*”, Београд, стр. 302.
94. Kohli Urlic and Rich Georg, Winter 1986, “*Monetary control: The Swiss experience*”, *An Interdisciplinary Journal of Public Policy Analysis*, Vol. 5, N03, Cato Institute, Massachusetts, Washington, p. 925-926.
95. Krugman Paul R., 2012, “*End this depression now!*”, New York: W.W. Norton & Co, p. 72.
96. Куртовић С., 2014, “*Међународне финансије*”, Економски факултет, Мостар, стр. 245, а преузето по основу извештаја World Outlook, 2013, p. 17.
97. Lavigne Robert, Mendes R. Rhus, Sarker Surbata (spring 2012), “*Inflation targeting: The recent international Experience*”, Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa, p. 17.
98. Laidler D., 2004, “*Woodford and Wicksell on Interest and Prices The Place of the Pure Credit Economy in the Theory of Monetary Policy*”, panel discussion held at the History of Economics Society Meeting in Toronto, Toronto, June 25-28.
99. Лакић С., 2006, “*Инструментаријум монетарног менаџмента*”, Економски факултет, Подгорица, стр. 112, 156, 168.

100. Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum and Charles L. Evans (2005), “*Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy*”, *Journal of Political Economy*, Vol. 113, no. 1, p. 42.
101. Leiderman Leonardo, Maino Rodokfo, Parrado Eric (Julio 2006), “*Inflation Targeting in Dollarized Economies*”, Working papers N0 368, Banco Central de Chile, Peru, p. 4.
102. Lin Shu, Haichun Ye (June 2011), “*The Role of Financial Development in Exchange Rate Regime Choices*”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, Issue 4, p. 1.
103. Luzzetti N. Matthew, Ohanian E. Lee (31. January 2011), “*Macroeconomic paradigm shifts and Keynes' s General Theory*”, Available at <http://www.vox.org/article/macroeconomic-paradigm-shifts-and...>, доступно дана 26.03.2013.
104. Лучић Љ., 2006, “*Монетарни трансмисиони механизам и стратегије монетарне политике*”, Банкарство, Удружење банака Србије, Београд, стр. 32.
105. Magud E., Nicolas E., 2010, “*Currency Mismatch, Openness and Exchange Rate Regime Choice*”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 32, no. 1, p. 68-89.
106. *Макроекономски извештај ЦБЦГ-II квартал 2013, Монетарна кретања*, Подгорица, октобар 2013, стр. 43.
107. Malcolm Edey, 1997, “*The Debate on Alternatives for Monetary Policy in Australia*”, Sidney, RBA, Sidney, p. 52.
108. Mankiw N.G., 2000, “*Macroeconomics*”, 4<sup>th</sup> Edition. New-York: Worth Publisher.
109. Marinković S., Radojičić J., 2009, “*Inflation targeting challenged by financial crisis*”, Facta universitatis, Economics and organization, Vol. 6, No 3, Niš, str. 249.
110. Marshall D., 2002, “*Origins of the use of Treasury debt in open market operations: Lessons for the present*”, Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q/2002, *Economic Perspectives*, p. 48.
111. Mayes G. David, Toporowski (Jan 2007), “*Open market operations and Financial markets*”, Routledge Taylor and Francis group, Abingdon and London, New York, p. 91.
112. Meltzer H. Allan, 1969, “*Appropriate Indicators of Monetary Policy*”, Tepper School of Business, Paper No 579, Carnegie Mellon University Research Showcase, p. 14.
113. *Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике*, На путу ка остварењу циљева ниске инфлације (септембар 2006), НБС, Београд.
114. *Меморандум НБС о циљању (таргетирању инфлације) као монетарној стратегији* (децембар 2008), НБС, Београд.
115. Mervyn King, 2005, “*Inflation targeting debate*”, National Bureau of economic research-Studies in Business Cycles, The University of Chicago Press, Vol. 32, Chicago and London, p. 11.

116. Mesečni bilten – *Ciljana i ostvarena stopa rasta M3 i stopa inflacije u periodu 1997-2001. godine u Sloveniji*, Monthlu Bulletin (2002), various issues and IMAD Spring and Autumn reports, Bank of Slovenia, Ljubljana, str. 26.
117. Mehrara Mohsen, Karsakari Rezazadeh Abas, 2011, “*Asymmetric Effects of Monetary Shocks on Economic Activities: The Case of Iran*”, Journal of Money, Investment and Banking, Issue 20, p. 64.
118. Minsk Roubini, Nouriel, 1999, “*The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths About the Benefits of Currency Boards*”, Mimeo, NYU, New York: New York University-NYU-Stern School of Business, February, mimeo.
119. Mishkin S. Frederic (Winter 1982/3), “*A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics*”, NBER Reporter, p. 4-7.
120. Mishkin S. Frederic (Winter 1996/7), “*Financial Crises*”, *NBER Reporter*, p. 10-12, преузето са: <http://www.nber.org/reporter/winter02/mishkin.html>, доступно дана 31.12.2011.
121. Mishkin S. Frederic (November 2000), From monetary targeting to inflation targeting lessons from the industrialized countries, This paper-a product of the Financial Sector Strategy and Policy Department-was prepared for the Bank of Mexico conference “*Stabilization and Monetary Policy: The International Experience*”, Mexico City, ili dostupno, Policy research Working paper 2684, The World bank Financial sector Strategy and policy department, october 2001, Washington, p. 1.
122. Mishkin S. Frederic, 2000, “*Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?*” *Panoeconomicus*, Vol. 4, Novi Sad, str. 364.
123. Mishkin S. Frederic, 2006, “*Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*”, Data status, Beograd, стр. 490.
124. Mishkin, S. Frederic, 2010, “*Економија новца, банкарства и финансијских тржишта*”, Мате, Загребачка школа економије и менаџмента, Загреб, стр. 405.
125. Mishkin F. S. and Savastano M. A., 2001, “*Monetary Policy Strategies for Latin America*”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2685, Retrieved April 15, 2010 at SSRN: преузето са сајта <http://ssrn.com/abstract=632753>, преузето дана 10.08.2012, стр. 8.
126. Mishkin S. Frederic, 2012, “*Macroeconomics policy and practice*”, Adisson Wesley, Boston, p. 446.
127. Mishkin S. Frederic, 2012, “*Macroeconomics policy and practice*”, Columbia University, p. 302.
128. Mongelli Paolo Francesco, Pavlidis Maria Myrto (16th May 2013) “*The single monetary policy of the ECB*”, Johann Wolfgang Goethe University “The Changing European

- Economic and Monetary Union” MIEP and MMF -- Wilhelm Merton Center 2013 Summer Semester, p. 9.
129. *Монетарна кретања у еврозони, монетарни агрегати и главне компоненте*, ECB, podaci poreuzeti sa Statistics pocket book, oktober, Frankfurt, 2013, p. 25.
  130. Morón Eduardo and Diego Winkelried, 2005, “*Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies*”, Journal of Development Economics, Vol. 76, No. 1, p. 23-51.
  131. Mouley Sami, Sfia M. Daly (January 2009) “*Determinants of Exchange Rate Practices in the MENA Countries: Some Further Empirical Results*”, Working Paper Number 952, William Davidson Institute, University of Michigan, Michigan, p. 2.
  132. Mouhamadou S. (April 2012), “*Exchange Rate Regimes, Capital Controls and the Pattern of Speculative Capital Flows*”, Working paper No 15, Paris school of economics, Paris, p. 4.
  133. Muhammad Arifi (spring 2011), “*Evaluating Experiences of Developing Countries Moving Towards Inflation Targeting: A Lesson Learning for Pakistan*”, Indus Journal of Management & Social Sciences, 5(1), p. 46.
  134. McDermott John (15. March 2013), “*The role of forecasting in monetary policy*”, Reserve bank of New Zeland, Wellington, p. 1-14, Wellington, Available at <http://www.rbnz.govt.nz/speeches/5185399.html>, (accessed 26. March 2013).
  135. Neuenkirch Matthias, 2013, “*Monetary policy transmission in vector autoregressions: A new approach using central bank communication*”, Journal of banking & finance, N037, p. 4284-4285.
  136. Neupauerová Marianna, Ján Vravecstr, 2007, “*Monetary strategies from the perspective of intermediate*”, *Panoeconomicus*, 2, Novi Sad, стр. 223.
  137. Обрадовић И., 2013, “*Инфлација у привреди Републике Србије*”, *Socioeconomica*, Vol. 2, N0 4, Нови Пазар, стр. 334.
  138. Obstfeld Maurice, Shambaugh C. Jaz, Tazlo M. Alan, 2007, “*Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*”, *American Economic Journal*, Vol. 0 No. 0, p. 2.
  139. OIC Outlook Series (February 2012), “*Exchange Rate Regimes in OIC Member Countries*”, Ankara, p. 2.
  140. Ostojić S., Mastilo Z., 2013, “*Effects of Unofficial Euroisation in Serbia With Regards to the Inflation and Real GDP*”, *Research in Applied Economics*, Vol. 5, N0 4, Macrothink, Веč, p. 58.
  141. Ostry D. Jonathan, Ostry Ghosh, R. Atish Ghosh and Chamon Marcon, 2012, Two targets, Two instruments: Monetary and Exchange rate Policies in Emerging Market Economies, SDN/12/01, International monetary fund, Research department, Washington, February 29, p. 21.

142. Parkin Michael, 2013, “*Central bank laws and monetary policy outcomes: A three decade perspective*”, EPRI Working Paper N1, Provided in Cooperation with: Economic Policy Research Institute (EPRI), Department of Economics, University of Western Ontario, Ontario, p. 1.
143. Partly based on Bofinger, 2001, *Monetary Policy*, p. 259 а о томе детаљније видети: King, Mervyn (2004), “*Comments on ‘Risk and uncertainty in monetary policy’ by Alan Greenspan*”, AEA Annual Conference, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf>
144. Paul McCulley and Zoltan Pozsar, 2012, “*Does Central Bank independence Frustrate the optimal fiscal monetary policy mix in a Liquidity Trap*”, paper to be presented at the Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center’s Society of Fellows, Banque de France, Paris, March 26, p. 1-3.
145. Пелевић Б. (октобар 2001-март 2002), “*Појмовник режима девизних курсева*”, Економски анали бр. 151-2, Економски факултет, Београд, стр. 53.
146. Piazzolo Marc (11. September 2013), “*Monetary Policy in the Face of the Eurocrisis How does the European Central Bank Absorb Excess Liquidity?*”, Stellenbosch University p. 4.
147. Pierdzioch Christian (May 2002), “*Capital Mobility, Consumption Substitutability, and the Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies*”, Kiel Institute for World Economics, Kiel Working Paper No. 1110, Kiel, p. 1-24.
148. Pierce D., Shaw D., 1974, “*Monetary economics, theories, evidence and policy*”, Butther-worths, London-Boston, p. 438-439.
149. Plessis Du Stan and Rietveld Malan (July 2013), “*Should inflation targeting be abandoned in favour of nominal income targeting?*” Stellenbosch Economic Working papers, 12/13 Bureau For Economic Research, Universitetit Stellenbosch Universitz, p. 22.
150. Pontines Victor, 2011, “*The nexus between inflation targeting and exchange rate volatility*”, Staff paper 84, The South East Asian Central Banks (SEACEN), Research and Training Centre (The SEACEN Centre), Kuala Lumpur, Malaysia, August, p. 12-13.
151. Popov V., 2001, “*Currenc crises in Russia and other transition economies*”, MMRA\_paper\_28117, str. 16., dostupno na adresi sajta <http://mpr.ub-muenchen.de/28117>
152. Problems and controversies of Monetary Policy, подаци и информације доступни на: <http://www.web-books.com/eLibrary/NC/BO/B62/055MB62html>, доступно дана 23.10.2011.
153. Пројектована инфлација и вероватноће остварења пројекције, Народна банка Србије, Извештај о инфлацији-фебруар 2014, стр. 1.

154. Rajković I., Todorović I., Komazec S., Savoju Ch., 2013, “*Explaining the dynamics of euroisation using electric circuits models with empirical evidence*”, Vol. 3 (2), p. 37., a na osnovu podataka preuzetih sa sajtova nacionalnih banaka PNB, CZNB, NBS, RNB, BNB, ANB, TNB and author’ calculations.
155. Reifner Udo, Renaud Clerc Sebastien, Knobloch Michael, 2010, “*Study on interest rate restrictions in the EU, Final Report*”, Project N0.ETD-2009-IM-H3-87, Institut fur Finanzdienstleistungen an Zentrum fur Europaische, Mannheim, p. 5.
156. Reichlin Lucrezia and Baldwin Richard, 2013, “*Is inflation targeting dead? Central banking after the crisis*”, Centre for Economic Policy Research, London, p. 123-124.
157. Ристић Ж., Живковић А., 1998, “*Финансијска макроекономија*”, Београд, стр. 201.
158. Roger A. Arnold, 2008, “*Economics*”, Thomson learning Academic Resource center, Thomson Higher Education, Thomson South Western, Ohio, USA, стр. 314.
159. Roger Scott, 2010, “*Inflation targeting turns 20*”, Volume 47, Number 1, International monetary fund, Washington, March, p. 49.
160. Roubilni N., 1998, “*The Case Against Currency Board: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*”, Stern School of Business, New York University, podaci i informacije dostupni na adresi sajta <http://home.aubg.bg/faculty/ssullivan/intfin/tenmyths.html>, dostupno dana 25.5.2013.
161. Rudebusch and Williams, 2008, “*Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections*”, in Campbell, John, ed. *Asset Prices and Monetary Policy*, Chicago, IL: The University of Chicago Press.
162. Sarwat Jahan (28. March 2012), “*Inflation targeting: Holding the line, International monetary fund*”, преузето са сајта <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 11.03.2012.
163. Svensson L., 1997, “*Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets*”, *European Economic Review* 41, 1111-1146. <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/intermt.pdf>
164. Свенсон (1997, 2005), “*Предности формулисања политике у погледу циљаних критеријума, него експлицитног инструмента владавине*”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
165. Svensson L., 2003, “*Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others*”, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (Fall), p. 145-166.
166. Svensson Lars E.O., 2009, “*Flexible inflation targeting-lessons from the financial crisis*”, speech at BIS, 21 September, или доступно на адреси сајта <http://www.bis.org/review/r090923d.pdf>, доступно дана 24.12.2012.
167. Svensson Lars E.O., 2010, “*Inflation Targeting and Financial Stability. policy lecture at the CEPR/ESF*” 14th Annual Conference on “How Has Our View of Central Banking

- Changed with the Recent Financial Crisis?”, hosted by the Central Bank of Turkey, Izmir, October 28, 2010.
168. Svensson Lars E.O., 2010, “*Inflation targeting*”, NBER Working paper, Working paper 11654, National bureau of economic research Cambridge, December, p. 57-60; преузето са <http://www.nber.org/papers/w116654>, доступно дана 12.09.2011.
  169. Svensson Lars E.O. (29. November 2011), “*Monetary policy after the crisis*”, Speech by Mr Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the conference “Asia’s role in the post-crisis global economy”, Federal Reserve Bank of San Francisco, Sana Francisko, p. 3, Available at <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf?frames=0>, доступно дана 28.03.2013.
  170. Sellon H. Gordon (April 1982), “*Monetary targets and inflation: The Canadian Experience*”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 18.
  171. Solanes Garcia, Jose Flores, Torrejon Fernando, (May 2009), “*Inflation Targeting Works Well in Latin America*”, PDECO 2008/02, Universidad Catolica De San Antonio, Murcia, p. 6.
  172. Sprinkel W. Beryl (Fall, 1986), “*Monetary policy and the busieness Cycle*”, Cato journal, Vol. 6, No 2, Cato institute, Massachusetts, Washington, p. 365.
  173. Spyromitros Eleftherios, Tuysuz Sukriye (April 2012), “*Do Monetary Policy Transparency, Independence and Credibility Enhance Macro-Financial Stability?*”, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 4, Published by Canadian Center of Science and Education, p. 47.
  174. Станић М., 2012, “*Достигнути ниво и економске претпоставке БУХ-а за чланство у ЕУ*”, Међународни научни скуп: Квалитет пут у Европу, Универзитет Синергија, Бјељина стр. 18-20.
  175. Stark Jürgen, 2009, “*Monetary Policy Before, During and After the Financial Crisis*”, speech at the University of Tübingen, 9 November, Available <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091109.en.html>, доступно дана 31.03.2013.
  176. Stevens Glenn (December quarter 2012), Challenges for Central Banking, Bulletin Enqurlies, Reserve bank of Australia, p. 74.
  177. Stephen A. O’Connell, Benjamin O. Maturu, Francis M. Mweга, Njuguna S. Ndung’u and Rose W. Ngug (April 29, 2010), “*Capital Mobility, Monetary Policy, and Exchange Rate Management in Kenya*”, Chapter 8 appears in Adam, Collier and Ngung’u, eds, Kenya: Policies for Prosperity (Oxford: Oxford University Press), p. 5.
  178. Sumner Scott, “*Re-Targeting the Fed, National Affairs*”, From Issue number-fall11 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта



- <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/re-targeting-the-fed>, доступно дана 22.12.2012.
179. Sumner Scott, 2011, “*Targeting nominal GDP*”, Available at <http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80-fall2011/74-targetinggdp>, (accessed 13. February 2013).
180. Sheng Nan, 2011, “*Evaluating monetary policy rules under financial frictions: A poole analysis*”, European Economic Association & Econometric Society, Parallel Meetings 25-29. August, Oslo, p. 6.
181. Sherwin Murray (20. October 2000), “*Institutional frameworks for inflation targeting*”, To Bank of Thailand Syposium, Reserve bank of New Zeland, преузето са: <http://www.rbnz.govt.nz/index.html>, доступно дана 20.10.2012.
182. Scott Sumner, “*Targeting nominal GDP, Columbia Economics Review*”, преузето са сајта [http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80\\_fal...](http://columbiaeconreview.com/index.php/en/viewissuesonline/80_fal...), доступно дана 13.06.2012.
183. Schoemaker Dirk, 2011, “*The financial trilemma*”, Economics Letters, No 111, p. 57.
184. Schuler Kurt, Bob Keleher’s market price approach to monetary policy, (June 5th, 2012), преузето са сајта <http://www.freebanking.org/2012/06/05/bob-kelehers-market-price-ar...>, доступно дана 06.06.2012.
185. Szpunar Piotr, JPruski Jerzy (December 2008), “*Capital flows and their implications for monetary and financial stability: the experience of Poland*”, BIS Papers, Bank for International Settlements, number 44, p. 403-404.
186. Takatoshi Ito (February 2010), “*Great Inflation and Central Bank Independence in Japan*”, NBER Working Paper No. 15726, National Bureay of economic research, Massachusetts, Cambridge, p. 1-47.
187. Takehiro Sato (February 6, 2013) “*Recent Developments in Economic Activity, Prices, and Monetary Policy*”, Speech at a Meeting with Business Leaders in Gunma, Bank of Japan, Tokio, p. 22.
188. Takim Abdullah, 2011, “*Evaluation of Empirical Findings Measuring the Effectiveness of Monetary Transmission Mechanism in Turkey*”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 61, EuroJournals Publishing, p. 86.
189. Тасић С., “*Тржишно решење: инфлација, замка ликвидности, микро и макро*”, 28. август 2011, подаци и информације доступни на адреси сајта <http://C:Documents%20and%Settings/korisnik/My%20Documents/i...>, Београд, доступно дана 12.05.2012.
190. Tobin J. Brainard, 1963, “*Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls*”, American economic Review, 53(2), p. 383-400.

191. Truman M. Edwin, 2005, "*Inflation targeting in the world economy*", Book Reviews, Indian Edition, Viva Books Private Limited, New Delhi, p. 428.
192. The Federal Reserve's exit strategy: How will it unfold (jun 13, 2013), TD Economics на основу података Борда Федералних резерви или доступно на адреси сајта [www.td.com/economics](http://www.td.com/economics), доступно дана 18.07.2013., p. 1-3.
193. UN/DESA, based on OECD Main Economic Indicator, Eurostat and individual national sources and Baseline scenario, based in Part in Project link and the UN/DESA World Economic Forecasting model.
194. UN/DESA, based on IMF, International Financial Statistics.
195. UN /DESA, based on data of the United Nations Statistics Division and individual national sources.
196. Uselton G., 1974., "*Lags in Effects of monetary policy*", Marcel Dekker, p. 1-2.
197. Фабрис Никола, 2004, "*Економска политика у доларизованим економијама са посебним освртом на Црну Гору*", Радна студија 1, Централна банка Црне Горе, Подгорица, стр. 30.
198. Фабрис Н., 2006, "*Еуризација као инструмент монетарне политике Србије*", Економски анали, бр. 168, Економски факултет, Београд, стр. 21.
199. Фабрис Н., 2007, "*Евроизација у Црној Гори-предности, недостаци и ограничења*", Квартални монитор, бр. 11, Фонд за развој економске науке, Београд, октобар-децембар, стр. 88.
200. Фабрис Н., Галић Ј., 2010, "*Ка новој монетарној парадигми: Да ли ће финансијска стабилност постати преовлађујући циљ монетарне политике*", Економска политика Србије у 2010. години, ка новом моделу макроекономске стабилности, Научно друштво економиста са академијом економских наука и Економски факултет Београд, Центар за издавачку делатност, Економски факултет, Београд, стр. 15.
201. Fatas Antonio, Mihov Iia, 2012, "*Fiskal Policy as a stabilization tool, The B.E. Journal of macroeconomics*", Special issue: Long term effects of the great recession, Vol. 12, Issue 3, p. 1-68.
202. Faust and Svensson, 2001, "*Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable*", Goals. International Economic Review, 42(2): 369-97.
203. Fahr Stephan, Motto Roberto, Rostagno Massimo, Smets Frank and Tristan Oreste (May 2011), "*A monetary policy strategy in good and bad times, Lessons from the recent past*", Working paper series N0 1336, European central bank, Frankfurt an Maim, This paper can be downloaded without charge from <http://www.ecb.europa.eu> or from the Social Science Research Network electronic library at [http://ssrn.com/abstract\\_id=1814928](http://ssrn.com/abstract_id=1814928)

204. Frankel Jeffrey (31.05.2012), “*How inflation targeting met its demise*”, преузето са сајта <http://www.bangkokpost.com/opinion/opinion/295849/how-inflation>, доступно дана 12.06.2012.
205. Freedman B., 2003, “*Central Banking, Monetary Theory and Practice*”, Edward Elgar, p. 120.
206. Frenkel Jeff (December 19, 2012), “*Central banks Can Phase in NGDP Targets without Damaging the inflation Anchor*”, Economist’ s View: Monetary policy, подаци и информације доступни на адреси сајта [http://—economistsview.typepad.com-economistsview-monetary\\_policy](http://—economistsview.typepad.com-economistsview-monetary_policy), доступно дана 25.12.2012.
207. Friedman M., 1973, “*Teorija novca i monetarna politika*”, Rad, Beograd, str. 262.
208. Fung Sanchez R. Jose, 2007, “*Inflation targeting and monetary analysis in Chile and Mexico*”, Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences, Volume 1, Issue 3, Kingston University London, p.44 and <http://www.inflation.eu/eu/inflation-rates/chile/historic-inflation/cpi-infla>, dostupno dana 07.01.2014.
209. Фуртула С., Марковић Д., 2010, “*Монетарни систем Европске уније*”, Економски факултет, Крагујевац, 2010, стр. 140.
210. Havráne Tomáš, Rusnák Marek (April 2013), “*Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis*”, Economic Research Bulletin, Vol. 11, N0 1, p. 15.
211. Hagen Von Jurgen, 1989, “*Monetary targeting with exchange rate constraints: The Bundesbank in the 1980s*”, Review, Federal reserve bank of St. Louis, St. Louis, September-October, p. 54.
212. Haddad Mona, Jerome Lim, Jamus Pancaro Casimo, Slaborowski Christian (November 2012), “*Trade oppenes reduces growth voalatility when countries are well diversified*”, Working paper series Ho 1491, European central bank, Frankfurt am Main, p. 17.
213. Haiss R. Peter and Raiener Wolfgang, 2009, “*Credit Euroizatio in CESEE: The “Foreign Funds”*”, Channel at Work, The Seventeenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik, p. 6.
214. Hamilton D. James (March 13, 2013), “*I m More Worried than Krugman About the U.S. Debt Burden*”, Wall Street Pit, доступно на адреси сајта <http://wallstreetpit.com/99154-im-more-worried-than-krugman-abou...>, доступно дана 25.03.2013.
215. Hammond Gill, 2011, “*State of the art of inflation targeting-2011*”, Centre for Central Banking studies, Handbook, No 29, Bank of England, London, p. 6.
216. Hammond Gill (February 2012), “*State of the art of inflation targeting*”, Centre for Central banking studies CCBS Handbook, N0 29, Bank of England, London, p. 16.
217. Hielcher Kai, Markwardt Gunther (March 2011), “*The role of Political institutions for the effectiveness of Central Bank independence*”, CES info Working Papers, N0 3396, p. 3.

218. Herrero Alicia Garcia, Girardin Eric (January 2013), “*China’s monetary policy communication: Money markets not only listen, they also understand*”, HKIMR, Working paper N0 2, Hong Kong Institute for monetary reserach, Hong Kong, p. 1.
219. Хинић Б., фебруар 2014, “*Говор на презентацију Извештаја о инфлацији*”, фебруар 2014, Народна банка Србије, Београд, стр. 1-6.
220. Nyunduk Suh (November 9, 2012), *Macprudential Policy: Its Effects and Relationship to Monetary Policy*, Working paper 12-28, Research department Federal Reserve bank of Philadelphia, Philadelphia, p. 1.
221. Cagan P., Gandolfi A., 1969, “*The Lag in Monetary Policy As Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates*”, American Economic Review, p. 27.
222. Calvo G., Vegh C., 1992, “*Currency Substitution in developing Countries*”, Washington, Dc: International Monetary Fund, Working paper 92/40, p. 41.
223. Cargili F. Thomas, 1988, “*The transition finance in Japan and the United States*”, Hoover Institution, Stanford University, p. 139.
224. Carlos Carvalho (December 2006), “*Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Shocks*”, Frontiers in Macroeconomics, Vol. 6, Issue 1, p. 1-34.
225. Carlos Carvalho, Fernanda Nechio, 2012, “*Do People Understand Monetary Policy?*”, Federal reserve bank of San Francisco, Working paper series 2012-01, p. 2 или на адреси сајта <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2012/wp12-01bk.pdf>, доступно дана 31.10.2012.
226. Carmignani Fabrizio, Colombo Emilio, Tirell Patrizio (November 2008), “*Exploring different views of exchange rate regime choice*”, Journal of International Money and Finance, Vol. 27, p. 1-43.
227. Carney Mark (February 24, 2012), “*NGDP Targeting News Roundup*”, преузето са сајта <http://macromarketmusings.blogspot.com/2012/02/ngdp-targeting-news...>, доступно дана 14.06.2012.
228. CIA, 1999., U.S. Central Intelligence Agency, CIA World Factbook или dostupno na adresi sajta <http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/index.htm>, dostupno dana 07.01.2014.
229. Claudiu Tiberiu Albuлесcu (21. February 2008), “*Central Bank or Single Financial Supervision Authority: The Romanian Case*”, MPRA Paper No. 17225, Muenchen, p. 4 или доступно на адреси сајта <http://mbr.ub.uni-muenchen.de/17225>
230. Coibion Olivier, 2011, “*Why are target interest rate changes so persistent?*”, NBER Working paper serise 16707, National Bureau of economic research, Washington, p. 1.
231. Corbo Vittorio, Hebbel Schmidt Klaus (September 2001), “*Inflation targeting in Latin America*”, N0 105, Banco Central de Chile, Santjago De Chile, str. 53.

232. Crockett A., 1979, “*Money-Theory, Policy and Institutions*”, Second Edition, London-New York: Nelson & Sons Ltd, p. 74-75.
233. Cukierman A, S. Webb and B. Neyapti (September 1992.), “*Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*”, World Bank Economic Review 6, p. 353-398.
234. Cukierman Alex, 2007, “*Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: Prošlost, sadašnjost i budućnost*”, Panoeconomicus, Novi Sad, str. 367-395.
235. Cúrdia Vasco and Woodford Michael (July 2010), “*The central bank balance Sheet as an instrument of monetary policy*”, Staff Report N0 463, Federal reserve bank of New York, p. 1-82.
236. Chang Chun, Zheng Liu, Spiegel M. Mark (February 2013), “*Capital controls and optimal Chinese Monetary policy*”, Working paper 2012-13, Federal reserve bank of San Francisko, San Francisko, p. 25.
237. Changing target, (August 27th 2011), preuzeto sa sajta The economist, <file:///C:/Documents%20and%20Settings/korisnik/Desktop/21526886.html>, dostupno dana 13.02.2012.
238. Charles R Bean, 2009, “*The Great Moderation, the Great Panic and the Great Contraction*”, *Schumpeter Lecture*, Barcelona, 25 August, Available at [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
239. Qvigstad F. Jan, 2006, “*When does and interest rate path 'look good'?*”, Criteria for an Appropriate future interest rate path, Norges bank, Working paper series 5/06, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo, p. 2.
240. Qvigstad F. Jan, 2013, “*Monetary policy committees and communication*”, Staf Memo, N2, Norges bank, p. 8.
241. Walsh E. Carl (September 2011), “*The future of inflation targeting*”, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, p. 23.
242. Walsh E. Carl, 2011, “*The future of inflation targeting*”, The economic record, Vol. 87, Special issue, The economic society of Australia, September, p. 34.
243. Weber A. Axel, 2011, “*Challenges for monetary policy in the European monetary Union*”, This article was originally presented as the Homer Jones Memorial Lecture, organized by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 93(4), July/August 2011, p. 236.
244. Weeks John, 2013, “*Open Economy Monetary Policy Reconsidered*”, Forthcoming in the Review of Political Economy, Issue 1, SOAS, University of London, UK, p. 16.
245. Wen-ya Chang, Hsueh-fang Tsa, 2009, “*Capital Mobility, Interest Rate Rules, and Equilibrium Indeterminacy in a Small Open Economy*”, Department and Graduate Institute of Economics, Fu-Jen Catholic University.

246. World Economic and financial Surveys (October 2012), “*World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*”, International monetary fund, Washington, стр. 146 или доступно на адреси сајта [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) или [www.infbookstore.org](http://www.infbookstore.org) или [www.elibrary.inf.org](http://www.elibrary.inf.org), доступно дана 05.06.2013.
247. Woodford, M., 2005, “*Central Bank Communication and Policy Effectiveness*”, Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 399-474.
248. What is monetary policy, подаци и информације доступни на: <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=26610>, Sveriges Riksbank/Riksbanken, доступно дана 09.10.2011.
249. Wyplosz C., 2001, “*Do we Know How Low Should Inflation be?*”, In A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan and B. Winkler, *Why price stability?*, First ECB Central banking Conference, European Central Bank, Frankfurt am Main p. 15-33.

#### Интернет извори:

1. [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)
2. <http://research.stlouisfed.org>
3. <http://federalreserve.gov/releases/H3/20010830/> and <http://federalreserve.gov/releases/H6/20010830/>, доступно дана 20.05.2010.
4. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/yieldmethod.aspx>, доступно дана 20.02.2013.
5. <http://cnb.ro/inflationtargets3241.aspx>, доступно дана 21.02.2013.
6. [http://statista.com/graphic/1/188165/annual-gdpgrowthinflation\\_rate-of-the-united-states-since-1990-2012](http://statista.com/graphic/1/188165/annual-gdpgrowthinflation_rate-of-the-united-states-since-1990-2012), доступно дана 05.05.2013.
7. <http://www.rba.gov.au/education/monetary-policy.html>, доступно дана 06.06.2013.
8. <http://ec.europa.eu/eurostat>, доступно дана 13.06.2013.
9. [http://twitter.com/#!/EU\\_Eurostat](http://twitter.com/#!/EU_Eurostat), доступно дана 14.10.2013.
10. <http://www.e-forecasting.com/Estore.htm>, доступно дана 17.11.2013.
11. <http://www.forecast-chart.com/forecast-inflation-rate.html>, and [http://fedprimerate.com/wall\\_street\\_journal\\_prime\\_rate\\_history.html](http://fedprimerate.com/wall_street_journal_prime_rate_history.html), доступно дана 28.12.2013.
12. [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_openmarketops.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm), доступно дана 29.12.2013.
13. <http://www.forex.investingvue.com/showthread.php?t=42447>, доступно дана 31.12.2013.

14. <http://bnr.ro/inflation-targets-3241.aspx>, доступно дана 02.01.2014. године, подаци за остварену инфлацију преузети са сајта <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=ro&=71>, доступно дана 02.01.2014. и подаци о расту БДП и стопе незапослености преузети са сајта <http://countryeconomy.com/countries/compareRomania//Poland/Portugal/France/Finland./France/Finland>, доступно дана 01.01.2014.
15. [http://www.cnb.cz/en/faq/how\\_has\\_the\\_cnb\\_two\\_week\\_repo\\_rate\\_ch](http://www.cnb.cz/en/faq/how_has_the_cnb_two_week_repo_rate_ch), доступно дана 06.01.2014.
16. [http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/forecast/](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/forecast/), доступно дана 06.01.2014.
17. <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=qa&v=71>, доступно дана 10.01.2014.
18. [http://www.nowandfutures.com/us\\_argentina.html](http://www.nowandfutures.com/us_argentina.html), доступно дана 13.01.2014.
19. <http://www.cato.org/publications.comentarz/Bulgaria-fifteen-years-later>, доступно дана 16.01.2014.
20. <http://www.tradingeconomics.com/bosnia-and-hercegovina/gdp-growt...>, доступно дана 20.01.2014.
21. <http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchId=343>, доступно дана 20.01.2014.
22. <http://www.tradingeconomics.com/montenegro/inflation-cpi>, доступно дана 23.01.2014.
23. <http://www.portalanalitika.me/ekonomija/tema/86866-crnogorski-iylay>, доступно дана 26.01.2014.
24. <http://glassrbije.org/privreda/slobodna-trgovina-sa-zemljama-cefta-i-efta>, доступно дана 27.01.2014.
25. <http://www.bankar.me-2012-08-05-strana-ulaganja-manja-383-budzets...>, доступно дана 31.01.2014.
26. <http://katalaksija.co/2013/04/05/fiksni-kurs-ya-dinar/...>, доступно дана 18.02.2014
27. <http://www.federalreserve.gov/apps/reportforms/default.aspx>, dostupno dana 22.02.2014.
28. <http://www.nbs.co.bif.rs/2013/02/nbs-nastavak-rasta-medugodisnje-inflacije-i-talasnovih-poskupljenja>, доступно дана 26.02.2014.
29. <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.
30. <http://www.euractiv.rs/energetika/5010-regulisane-cene-u-dve-od-tri-l...>, доступно дана 06.03.2014.
31. [http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije\\_401\\_inflacija-u-2013-godini](http://www.rpk-subotica.org.rs/detaljnije_401_inflacija-u-2013-godini), доступно дана 06.03.2014.
32. <http://tradingeconomics.com-new-unemploment-rate>, доступно дана 08.03.2014.
33. <http://www.makroekonomia.org/0-sasa-milojevic/inflacija-i-spin/>, доступно дана 12.03.2014.

34. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/drag-kam-2jpg>, доступно дана 12.03.2014. и подаци за стопу инфлације преузети са сајта: <http://www.vreme.co.rs/cms/view.php?id=1141649>, доступно дана 26.02.2014.
35. [http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30\\_4/30\\_4\\_1/](http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/), доступно дана 17.03.2014.
36. [http://ww.nbs.rs/internet/latinica/30/30\\_4/30\\_4\\_1/30\\_4\\_1\\_5-html](http://ww.nbs.rs/internet/latinica/30/30_4/30_4_1/30_4_1_5-html), доступно дана 18.03.2014.
37. [www.radmilovicstanko.com/samo-o-ekonomiji-srbije/96-inflaci...](http://www.radmilovicstanko.com/samo-o-ekonomiji-srbije/96-inflaci...), доступно дана 24.03.2014. године и подаци о расту БДП у Србији је преузет са сајта <http://bif.rs/2014/02/da-li-je-privatizacija-glavni-krivac-za-gubitak-ra...>, доступно дана 24.03.2014.
38. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.
39. <http://www.makroekonomija.org/wp-content/uploads/blizanci-1.png>, доступно дана 25.03.2014.
40. <http://www.naslovi.net/2013-12-04/dnevnik/jos-dugo-ce-nas-muciti-v...>, доступно дана 29.03.2014.
41. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.html>, доступно дана 03.04.2014.
42. <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, доступно дана 21.04.2014.
43. <http://www.investing.com/analysis/de-unemployment-will-germany-a...>, доступно дана 22.04.2014.



## БИОГРАФИЈА

Борис Силковић рођен је 02.01.1969. године у Косовској Митровици. Основну школу и средњу економску школу завршио је у Косовској Митровици. Студије Економије на одсеку опште економије завршио је на Економском факултету у Крагујевцу 28. јуна 1994. године. Постдипломске студије на Економском факултету у Приштини завршио је школске 1995/1996. године на одсеку Политика привредног развоја и положио све испите предвиђене наставним планом и програмом са просечном оценом 9,33. На Економском факултету у Приштини-Блацу 30. јуна 2000. године одбранио је магистарску тезу под називом: “Прилагођавање банкарског пословања новим мерама и инструментима кредитно монетарне политике у Југославији”. На БК универзитету сада Алфа Универзитету/Факултету за трговину и банкарство у Београду почетком 2005. године пријавио је докторску дисертацију. Под менторством проф. др Костадина Пушаре одбранио је докторску дисертацију 06.12.2007. године под називом: “Трансформација пословног банкарског система у складу са европским стандардима”. Крајем фебруара 2010. године пријавио је другу докторску дисертацију на Економском факултету у Нишу, Универзитета у Нишу под менторством проф. др Јадранке Ђуровић Тодоровић, под насловом “Еволуција монетарне стратегије у развијеним и земљама у транзицији”, где се налази пред њеном одбраном.

На Високој економској школи струковних студија Пећ са седиштем у Лепосавићу је од школске 2010/2011. године до данас у сталном радном односу и то на месту професора струковних студија на предметима из области банкарске и монетарне проблематике. Од школске 2011/2012. године изабран је у звање доцента на Факултету за менаџмент Универзитета у Травнику, Република БиХ-а. Члан је Савета Универзитета у Приштини са привременим седиштем у Косовској Митровици од 2013. године по одлуци Владе Републике Србије. Од 2013. године члан је Научног друштва економиста Београда. Ожељен је и отац двоје деце.

Аутор или коаутор је 2 уџбеника и преко 40 рада објављених у Научним часописима међународног значаја, Зборницима међународних научних скупова, Саопштења са међународних скупова штампаних у изводу, Часописа националног значаја, Радова у научним часописима и Зборницима скупова националног значаја.