



**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**ДЕСЕТ ГОДИНА ПРИМЕНЕ СТРАТЕГИЈЕ  
ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ**

децембар 2018.

## ДЕСЕТ ГОДИНА ПРИМЕНЕ СТРАТЕГИЈЕ ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ

*Дана 1. јануара 2019. године навршава се десет година откако се у Народној банци Србије примењује стратегија циљања инфлације. Овај значајан јубилеј прилика је да се подсетимо на то да је Народна банка Србије постигла и очувала ценовну и финансијску стабилност, као и да ће томе остати посвећена и у годинама пред нама. Отворени у комуникацији и сарадњи, радили смо и радићемо у корист свих, доследно и стално доприносећи позитивним друштвеним и економским променама у земљи. Ниска и стабилна инфлација пет година заредом, усидрена инфлациона очекивања, постигнута релативна стабилност девизног курса, као и очувана и ојачана финансијска стабилност – препознатљиви су резултати Народне банке Србије којима јачамо кредибилитет монетарне политике и доприносимо одрживом привредном расту и тиме бољем животном стандарду наших грађана.*

Циљање инфлације као монетарна стратегија примењује се од почетка 2009. године. Избор ове стратегије уследио је након неуспеха претходно примењиваних стратегија монетарне политике (циљања девизног курса и монетарних агрегата), с којима је инфлација и даље била висока и волатилна, а интерна и екстерна неравнотежа изражене. Анализе предности и недостатака различитих монетарних стратегија показале су да је режим циљања инфлације најадекватнији у нашим условима јер доприноси постизању жељених резултата:

- стварању окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација, у складу с критеријумима дефинисаним у оквиру процеса приступања Европској унији;
- јачању поверења у домаћу валуту и тиме подстицању њене веће употребе;
- повећању отпорности економије на потресе из домаћег и међународног окружења, као и на промене пословног амбијента које се очекују током процеса приступања Србије Европској унији.

У прилог одлуке да се пређе на монетарну стратегију циљања инфлације говорила су и позитивна искуства

других централних банака, као и чињеница да је све већи број њих прихватио ову монетарну стратегију.

### Основни принципи циљања инфлације

Циљање инфлације је стратегија монетарне политике, чији су основни принципи следећи:

#### 1. Постизање и одржавање ниске и стабилне инфлације као експлицитно дефинисан циљ монетарне политике

Законом о Народној банци Србије прописано је да је основни циљ Народне банке Србије постизање и одржавање стабилности цена. Не доводећи у питање остваривање свог основног циља, Народна банка Србије доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система. Такође, Народна банка Србије подржава спровођење економске политике Владе Републике Србије, не доводећи у питање остваривање ценовне и финансијске стабилности.

#### 2. Објављује се средњорочни циљ за инфлацију као једина нумеричка смерница за монетарну политику

Мерен годишњим променама потрошачких цена, циљ за инфлацију утврђује се као јединствена вредност с дозвољеним одступањем, за неколико

година унапред. Циљану стопу инфлације утврђује Народна банка Србије у сарадњи с Владом, на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања и средњорочног плана корекције цена на које Влада има директан или индиректан утицај. Нумерички циљ олакшава усмеравање инфлационих очекивања јавности, а тежња централне банке јесте да се она усидре, тј. вежу за инфлациони циљ. *Меморандумом Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2021. године*, који је донет децембра 2018, циљана стопа инфлације је утврђена на нивоу од  $3 \pm 1,5\%$  до краја 2021. године.

### 3. Одлучивање о монетарној политици заснива се на свеобухватној економској анализи и предвиђању

Циљање инфлације захтева поглед унапред. Полазна основа су анализе текућих економских кретања, али се одлуке о висини референтне каматне стопе и другим инструментима монетарне политике доносе пре свега на основу будућих кретања, односно средњорочне пројекције инфлације и њених фактора попут раста бруто домаћег производа и кретања других макроекономских категорија. Имајући то у виду, Народна банка Србије је своје напоре усмерила на разумевање трансмисионог механизма монетарне политике и развој конзистентног аналитичког оквира и процеса предвиђања.

### 4. Монетарна политика је транспарентна и одговорна према јавности

Спровођење стратегије циљања инфлације подразумева ефикасну комуникацију с јавношћу. Делујући на транспарентан и одговоран начин према јавности, Народна банка Србије, према утврђеном и објављеном распореду седница, доноси одлуке о монетарној политици и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања у будућности. Ефикасном комуникацијом с јавношћу, користећи пре свега Извештај о инфлацији, Народна банка Србије настоји да стабилизује инфлациона очекивања и тиме допринесе остваривању циљане инфлације.

## Ретроспектива увођења циљања инфлације као монетарне стратегије Народне банке Србије

Припреме за прелазак на нови режим монетарне политике започете су 2006. године, при чему су његови елементи, дефинисани *Меморандумом Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике – на путу ка остварењу циљева ниске инфлације*, постепено увођени у праксу. Период од 2006. до 2009. године представљао је прелазни период тзв. неформалног (имплицитног) циљања инфлације, а након тога се прешло на формалну примену тзв. потпуног (експлицитног) циљања инфлације.

У децембру 2008. закључен је *Споразум о циљању (таргетирању) инфлације*, којим су се Народна банка Србије и Влада Републике Србије сагласиле да циљање инфлације представља најадекватнији монетарни режим за остваривање стабилности цена у Србији. Истог месеца донет је и *Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији*, којим је дефинисана формална примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. године.

### I. Прве године циљања инфлације (2009–2012)

Прва година потпуног циљања инфлације протекла је у условима светске економске кризе, а започета је с високом референтном каматном стопом од 17,75%, која је до краја године смањена на 9,5%. Ублажавање монетарне политике било је могуће због пада бруто домаћег производа односно ниске агрегатне тражње, што је за последицу имало смањење инфлације током године са 10% на 6,6%.

Силазна путања инфлације настављена је и у првој половини 2010. године, када је референтна каматна стопа смањена на 8,0%. Међутим, лоша пољопривредна сезона и знатан раст светских цена примарних пољопривредних производа прелили су се на раст цена хране и инфлационих очекивања. То је, заједно с депрецијацијом девизног курса и недовољном координацијом монетарне и фискалне

политике, пресудно утицало на раст инфлације и њено кретање изнад горње границе циљаног распона од октобра. Ради обуздавања инфлаторних притисака, Народна банка Србије је у августу 2010. започела циклус заштравања монетарне политике, који је завршен у априлу наредне године повећањем референтне каматне стопе на 12,5%, при чему је инфлација истог месеца достигла 14,7% међугодишње, што је њен највиши ниво у режиму циљања инфлације. Након тога, до септембра је пала на једноцифрен ниво, на шта је утицало успоравање раста цена хране, као и раније предузете мере монетарне политике.

Са слабљењем инфлаторних притисака, средином 2011. године започето је ублажавање монетарне политике, али је њен карактер морао бити поново промењен у другој половини 2012. године. Разлог за то била је снажна депрецијација девизног курса у првој половини године, изазвана, између осталог, и неодрживом фискалном политиком и повећањем спољне неравнотеже. Инфлација се кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, иако је референтна каматна стопа до краја 2012. године повећана на 11,25%. Поред високе инфлације, додатни проблем била је и њена велика волатилност.

Графикон 1. Кретање укупне и базне инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Искуство циљања инфлације у овом периоду (2009–2012), с честим променама карактера монетарне политике, показало је да инфлаторни притисци не могу бити трајно сузбијени без јачања кредибилитета монетарне политике и њене пуне координације с мерама фискалне политике. Поред

тога, овај период карактерисала је и висока краткорочна волатилност девизног курса, која је, осим на волатилност инфлације, неповољно утицала и на извесност у пословању привреде, поверење потрошача и финансијску стабилност. Такав закључак потврдили су резултати постигнути у периоду 2013–2018.

## II. Постизање и одржавање ниске и стабилне инфлације и усидравање инфлационих очекивања (2013–2018)

Ступањем на дужност гувернера Јоргованке Табаковић предузет је већи број адекватних и правовремених мера монетарне политике. Између осталог, промењен је приступ девизним интервенцијама и дат је већи значај кретањима на девизном тржишту, чиме је постигнута, а касније и очувана релативна стабилност девизног курса.

Мере монетарне политике у виду повећања референтне каматне стопе крајем 2012. и почетком 2013. године, као и пад инфлационих очекивања, којем је допринела и интензивна комуникација Народне банке Србије с јавношћу да ће предузети све неопходне мере и активности како би се постигла и одржала ценовна стабилност, уз обезбеђену релативну стабилност девизног курса – дале су своје пуне ефекте током 2013. године, када су инфлаторни притисци трајније сузбијени. Међугодишња инфлација је смањена са 12,2% на крају 2012. на 2,2% у децембру 2013. године, а ниска и стабилна инфлација очувана је све до данас.

Очувању ниских инфлаторних притисака у периоду 2014–2016. допринели су добро усаглашене и одмерене мере монетарне политике, смањење трошkových притисака у производњи хране, као и нижа агрегатна тражња у условима повећане рестриктивности фискалне политике. Током посматраног периода, инфлација је у просеку износила око 2%, а њено кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља у већем делу овог периода у највећој мери било је последица неуобичајено снажног пада цена примарних пољопривредних производа и цена нафте на светском тржишту.

Као резултат адекватних мера монетарне политике и уз пуну координацију с мерама фискалне политике, инфлација се готово све време од почетка 2017. креће у границама новог, нижег циља од  $3 \pm 1,5\%$ . Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације на нивоу од око 1% међугодишње и усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде око централне вредности циља.

Графикон 2. **Инфлациона очекивања за годину дана унапред**  
(мг. стопе, у %)



Пут ка постизању ценовне стабилности захтевао је адекватне и благовремене мере монетарне политике:

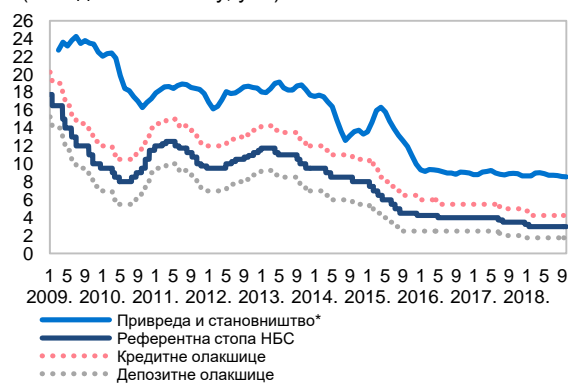
- почетком 2013. било је неопходно даље заостравање монетарне политике до нивоа референтне каматне стопе од 11,75%;
- након тога, знатан пад инфлације и обуздавање инфлационих очекивања омогућили су циклус ублажавања монетарне политике, током ког је референтна каматна стопа смањена са 11,75% на 3,00%, колико и тренутно износи;
- циклус ублажавања започет је маја 2013, а доношење и доследно спровођење програма фискалне консолидације од краја 2014. омогућили су да започето ублажавање монетарне политике током 2015. буде настављено знатно бржим темпом. Само током 2015. године референтна каматна стопа снижена је за 3,5 процентних поена;
- Народна банка Србије је наставила да ублажава монетарну политику и у наредним годинама, али

опрезнијом динамиком, имајући у виду ефекте њеног претходног знатног ублажавања, као и ризике из међународног окружења.

Од априла 2018. референтна каматна стопа износи 3%, што је њен најнижи ниво у режиму инфлационог циљања.

Графикон 3. **Кретање референтне каматне стопе Народне банке Србије и каматних стопа на кредите**

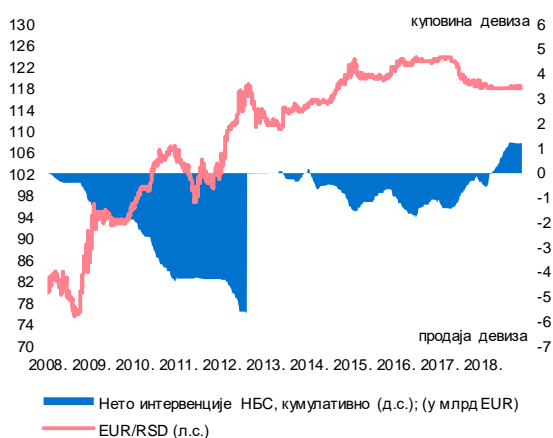
(на годишњем нивоу, у %)



Ублажавање монетарне политике кључно је определило снажан пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, а тиме и на динарске кредите приватном сектору, које су од средине 2013. године снижене за преко 10 процентних поена. Притом, пад каматних стопа на тржишту новца одразио се не само на нижу цену нових кредита и већу расположивост кредита већ и на ниже трошкове отплате постојећих кредита. То је допринело нижим трошковима пословања привреде и обезбеђењу средстава за нове инвестиције, као и већем расположивом доходу становништва, чиме се додатно подстицао привредни раст.

Снажан пад каматних стопа на тржишту новца, као и стопа на динарске кредите у посматраном периоду, представља јасан доказ да канал каматних стопа веома добро делује на динарском сегменту тржишта. Јачању канала каматне стопе доприноси и повећање степена динаризаације, које је резултат постигнуте ценовне и укупне макроекономске стабилности, као и релативне стабилности девизног курса. Истовремено, јачање канала каматне стопе повратно делује на повећање ефикасности монетарне политике, а тиме и већу успешност Народне банке Србије у спровођењу режима циљања инфлације и утицају на укупна макроекономска кретања.

Графикон 4. Курс динара и интервенције Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту



Извор: НБС.

У условима релативно високог преносног ефекта девизног курса на инфлацију и истовремено присутних турбуленција на међународном финансијском тржишту и променљивих токова капитала, обезбеђење релативне стабилности девизног курса у периоду 2013–2018. било је посебно важно за постизање не само ниске и стабилне инфлације већ и за одржавање и јачање финансијске стабилности. Релативна стабилност девизног курса повећала је извесност у пословању привреде, што је допринело и покретању снажног инвестиционог циклуса, чије резултате данас видимо у пуној мери кроз динамичан привредни раст. Једнако важно, стабилност девизног курса и инфлације, уз знатно ниже каматне стопе, допринела је повећању ефикасности мера фискалне консолидације и минимизирању негативних ефеката по животни стандард грађана. Релативној стабилности девизног курса допринело је унапређење праћења кретања на девизном тржишту и успостављање интензивне комуникације с пословним банкама, што је омогућило правовремене и одмерене интервенције на девизном тржишту у оба смера. Свакако важан допринос релативној стабилности курса динара у посматраном периоду потицао је од смањене екстерне и интерне неравнотеже и предузетих структурних реформи, захваљујући којима је повећана и отпорност домаће привреде на потенцијалне потресе из међународног окружења.

У посматраном периоду, Народна банка Србије је посебну пажњу посвећивала развоју оперативног оквира монетарне политике, који је прилагођен

постулатима циљања инфлације као монетарне стратегије, уз уважавање специфичности домаћег финансијског тржишта. Поред тога, континуирано је унапређивана и јачана аналитичка подршка процесу доношења одлука о монетарној политици, укључујући и даљи развој модела који се користе за средњорочне макроекономске пројекције. Такође, с обзиром на значај повећане транспарентности монетарне политике на формирање инфлационих очекивања, константно је унапређивана комуникација с јавношћу како би се широј јавности приближио начин вођења и механизам деловања монетарне политике, као и донете одлуке.

### Успешност Народне банке Србије у режиму циљања инфлације

У протеклих пет година, инфлација у Србији је ниска и стабилна и упоредива с инфлацијом у другим европским земљама. Показало се да је у обезбеђивању одрживе ценовне стабилности и усидравању инфлационих очекивања важну улогу имала примена стратегије циљања инфлације, која је, захваљујући томе што је довољно флексибилна, омогућила да монетарну политику прилагодимо специфичностима домаће привреде и повећамо њену ефикасност. Такав целовит приступ омогућио је већу извесност пословања и инвестирања, што је, уз раст поверења, допринело одрживости привредног раста и повољним изгледима за његово даље убрзање.

Народна банка Србије ће остати посвећена очувању ценовне и финансијске стабилности и у годинама које долазе. Свесни да успех политике зависи и од преданости у њеном спровођењу, и даље ћемо пажљиво анализирати ефикасност монетарне политике и најбољу светску праксу у тој области, пратити и развијати нове идеје, дискутовати и постављати питања. Притом, уважаваћемо специфичности домаће привреде како бисмо обезбедили најбољи оквир за функционисање монетарне политике и у наредном периоду.