

NARODNA BANKA SRBIJE

**Memorandum
Narodne banke Srbije
o principima novog okvira monetarne politike**

NA PUTU KA OSTVARENJU CILJEVA NISKE INFLACIJE

Septembra, 2006. godine

Na sednici održanoj 30. avgusta 2006. godine, Monetarni odbor Narodne banke Srbije usvojio je nove mere i odobrio nove principe sprovođenja monetarne politike usmerene na ostvarenje ciljeva u pogledu inflacije. Ovaj tekst predstavlja sažeti prikaz tih mera. Svrha mu je da javnosti objasni novi okvir monetarne politike.

A. Osnovni elementi novog okvira

Od septembra 2006. godine, Narodna banka Srbije (NBS) svoj osnovni ustavni mandat – održavanje cenovne stabilnosti – ispunjavaće u okvirima definisanog inflatornog koridora uz korišćenje referentne kamatne stope kao osnovnog instrumenta i ostalih mera monetarne politike kao pomoćnog instrumentarijuma. Ove ciljeve NBS utvrđivaće nakon konsultacija sa Vladom Republike Srbije. Prvi cilj odnosi se na «baznu inflaciju» (tj. rast cena na malo koje su pod uticajem instrumenata NBS) i definisan je u sledećem intervalu:

- decembar 2006: 7–9%, međugodišnji rast,
- decembar 2007: 4–8%, međugodišnji rast.

Ciljana stopa inflacije predstavlja numeričke smernice za monetarnu politiku koju sprovodi NBS. Monetarna politika će, takođe, nastojati da ostvari i druge ciljeve pod uslovom da to ne ugrožava ostvarenje ciljane stope inflacije.¹

NBS će ciljanu stopu inflacije postizati korekcijama kamatne stope koja se primenjuje na dvonedeljne repo operacije (2W), koja je glavna referentna stopa i ključni monetarni instrument. Ostali instrumenti monetarne politike imaće pomoćnu ulogu – doprinosiće nesmetanoj transmisiji uticaja referentne kamatne stope na tržište i uravnoteženju razvoja finansijskih tržišta bez ugrožavanja stabilnosti finansijskog sistema.

Odluke o promenama glavne referentne stope po unapred najavljenom rasporedu sednica, Monetarni odbor NBS (MO) donosiće na osnovu analiza i prognoza makroekonomskih i inflatornih kretanja. Rezultati i sadržaj odluka MO biće odmah objavljeni i obrazloženi javnosti.

NBS je čvrsto opredeljena da sprovodi režim fleksibilnog deviznog kursa. NBS će se postepeno povlačiti iz menjačkih poslova, smanjiti svoje prisustvo na deviznom tržištu i primeniti novi sistem povremenih deviznih intervencija, i to preko drugih učesnika na deviznom tržištu.

NBS će redovno obavestavati javnost o ispunjenju svojih ciljeva i o koracima koje preduzima radi njihovog ostvarenja u budućnosti. O svemu tome NBS će javnost direktno informisati putem tromesečnog *Izveštaja o inflaciji* i redovnih konferencija za novinare posle sednica MO na kojima se donose odluke.

NBS radi na uspostavljanju tehničkih preduslova usmerenih na jačanje uslova za ostvarenje ciljane stope inflacije u oblastima monetarnih i deviznih operacija i sistema donošenja odluka o kamatnim stopama. Te promene će biti uvedene u nekoliko faza tokom 2006. i 2007. godine.

¹ To jest, ukoliko to ne ugrožava institucionalni mandat očuvanja finansijske stabilnosti, koji je neophodno ostvariti istovremeno sa mandatom stabilnosti cena.

Predviđeno je da NBS režim targetiranja inflacije zvanično usvoji čim budu ispunjeni preduslovi i uspostavljeni ključni elementi za to.

B. Motivi za usvajanje novog monetarnog okvira

Novi monetarni okvir se usvaja kao deo programa koji za cilj ima:

- da stvori okruženje koje karakteriše niska i stabilna stopa inflacije, usklađena sa kriterijumima predviđenim za proces pristupanja EU,
- da podstakne upotrebu domaće valute i poverenje u domaću valutu,
- da poveća fleksibilnost i prilagodljivost na privremene domaće i spoljne šokove, kao i promene ambijenta koje se očekuju u toku procesa pristupanja Srbije EU.

Stabilnost cena podrazumeva monetarnu politiku koja aktivno reaguje na šokove koji bi mogli da ugroze ostvarenje ciljane inflacije. Fluktuiranje nominalnog deviznog kursa pojačava prilagodljivost i ublažava efekte mogućih šokova. Izvesno je da će srpska privreda, u narednih nekoliko godina, doživeti značajne strukturalne promene, od kojih bi neke mogle da utiču i na rast cena. Pored toga, progresivno otvaranje srpske privrede (koje će sve više jačati u procesu pridruživanja EU) i visok nivo evroizacije doprinose izuzetno brzom transmisiji inflatornih šokova. Procenjuje se da režim održavanja fiksnog deviznog kursa ili targetiranja monetarnih agregata (koji su primenjivani u prošlosti) u ovakvim uslovima ne može da obezbede stabilnu i nisku inflaciju.

Drugim rečima, NBS gradi okruženje u kome:

- inflacija više neće biti glavna briga građana i privrednih subjekata, tj. prestat će strah za očuvanje realne vrednosti prihoda i novčane imovine,
- štednja u dinarima će biti isplativija od štednje u devizama,
- građani i privredni subjekti će morati da se pripreme za potencijalno veliko fluktuiranje deviznog kursa, pa, prema tome, i za promene vrednosti svoje devizne štednje i dugova.

Ove godine je već uveden fleksibilniji režim deviznog kursa, što predstavlja prvi korak u sprovođenju novog okvira. Fleksibilni devizni kurs je, u isto vreme, i odgovor na probleme koji se javljaju u uslovima visokog priliva kapitala. Priliv kapitala je skrenuo pažnju na teškoće koje nastaju prilikom istovremenog «ciljanja» niske stope inflacije i održavanja platnobilansne pozicije, odnosno otežano sprovođenje nezavisne monetarne politike u uslovima režima fiksnog ili čvrsto rukovođenog deviznog kursa, koji je sproveden do tada.

Prvi rezultat novog pristupa vidi se u tome što kretanje deviznog kursa već sada zavisi od mera monetarne politike (a ne obratno). Stopa inflacija počinje da opada, što predstavlja rezultat mera monetarne politike sprovedenih u toku ove godine.

NBS očekuje da će mere sadržane u novom monetarnom okviru doprineti smanjenju inflacije u skladu sa objavljenim ciljevima. To će pomoći da se inflatorna očekivanja javnosti «usidre» na nivou objavljenih ciljeva u pogledu inflacije, čime bi se pružila dodatna podrška izgradnji okruženja sa niskom inflacijom.

C. Principi novog okvira

Utvrđivanje ciljeva u pogledu stope inflacije

Uspostavljanje okruženja koje karakteriše niska i stabilna inflacija predstavlja postepen proces, koji zahteva koordinisane napore NBS i Vlade, budući da je briga o inflaciji u Srbiji njihova zajednička odgovornost. U okruženju u kome postoji visok udeo regulisanih cena, NBS može delotvorno da kontroliše samo inflaciju na konkurentnim tržištima. S druge strane, Vlada je odgovorna za deo inflacije koji nastaje kao rezultat korekcija regulisanih cena.

Za početak, NBS će objaviti kratkoročne ciljeve u pogledu inflacije za kraj 2006. i 2007. godine definisane u obliku »bazne inflacije«, tj. promena indeksa cena na malo koje ne predstavljaju rezultat korekcija regulisanih cena i tarifa – videti pregled u prilogu². Izračunavanje »bazne inflacije« će biti povereno Zavodu za statistiku, a NBS će obaviti konsultacije sa Vladom kako bi se objavili ciljevi u pogledu »regulisane« inflacije, koja je rezultat korekcija regulisanih cena, ili cena poljoprivrednih proizvoda, nakon čega će biti objavljen objedinjeni cilj u pogledu ukupne inflacije kao posledica rasta cena na malo.

Objavljeni ciljevi u pogledu stopa inflacije neće se menjati, dok će ciljevi za kraj 2008. i 2009. godine biti objavljeni u 2007. godini. Predviđa se da će kasnije taj vremenski horizont biti produžen i da će NBS i Vlada utvrđivati srednjoročne ciljeve u pogledu stopa inflacije.

Prvi ciljevi za kraj 2006. i 2007. godine, iako kratkoročni, predstavljaju odraz namere NBS da postepeno smanji inflaciju u Srbiji, što je pravac delovanja koji će biti nastavljen i u budućnosti sve dok se ne ostvari stabilnost cena.

Ostvarenje ciljeva inflacije

NBS će ciljeve inflacije ostvarivati korekcijama glavne referentne kamatne stope, dok će drugi monetarni instrumenti, kao i devizne intervencije, imati samo pomoćnu ulogu.

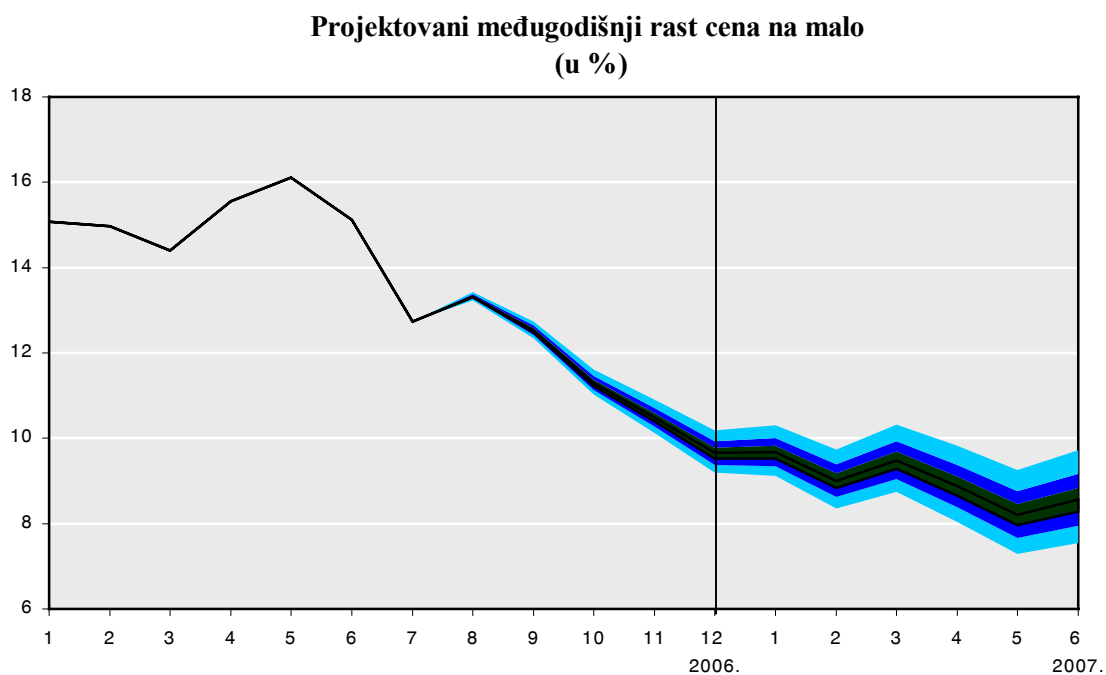
Korekcije glavne referentne kamatne stope biće zasnovane na oceni trenutne ekonomske situacije, oceni kretanja inflacije i njihovim projekcijama. Referentna stopa biće korigovana naviše ukoliko ostvarenje ciljeva inflacije bude znatno i trajno ugroženo, i obratno. Razmere i vreme takvih korekcija pratiće tok monetarne transmisije, uzimajući u obzir odgođeno dejstvo koje transmisija podrazumeva i trenutno dominantnu ulogu kanala deviznog kursa.

² Poljoprivredni proizvodi, koji čine malu, ali veoma promenljivu komponentu koja utiče na rast cena na malo, ne mogu biti efikasno kontrolisani instrumentima kojima raspolaže NBS. Takođe, ova komponenta je delimično pod uticajem politike intervencija Vlade na tržištu poljoprivrednih proizvoda.

Na primer, trenutne projekcije inflacije NBS u skladu su sa objavljenim ciljevima i predviđaju da će ukupna inflacija postepeno tokom 2006. i 2007. godine opasti na stopu ispod 10% (Grafikon 1). To znači da je trenutno blago restriktivna monetarna politika, koja predstavlja osnov tih kretanja, u skladu sa ostvarenjem ciljane stope inflacije, utičući na apresijaciju deviznog kursa i istovremeno smanjujući inflatorne pritiske ekonomske aktivnosti.

Projekcije će s vremena na vreme biti ažurirane, u skladu s novim podacima. Glavna referentna stopa biće korigovana ukoliko projekcija odstupa od objavljenih ciljeva i ukoliko se ispostavi da monetarna politika nije u skladu sa ostvarenjem ciljane stope inflacije.

Grafikon 1



Različite nijanse na grafikonu definišu verovatnoću da će inflacija biti u odgovarajućem rasponu. Centralna projekcija nalazi se u najtamnijem delu na grafikonu i najveća je verovatnoća da će inflacija pasti u ovaj interval. Verovatnoća ostvarenja projektovane inflacije smanjuje se kako se udaljavamo od centralne projekcije (svetlije oblasti na grafikonu).

Drugi instrumenti monetarne politike, kao što su emisija hartija od vrednosti duže ročnosti ili obavezna rezerva, imaće tek pomoćnu ulogu u ostvarenju ciljeva u pogledu inflacije. Oni bi trebalo da doprinesu nesmetanoj transmisiji glavne referentne stope na tržište i uravnoteženom razvoju finansijskih tržišta, pri čemu stabilnost finansijskog sistema ne bi bila ugrožena. Neki od ovih instrumenata mogu da olakšaju transmisiju monetarne politike preko kreditnog kanala i platnog bilansa (posebno ukoliko fiskalna politika ne pruža podršku u tom pogledu), a neki od njih (kao što je obavezna rezerva) imaju i važnu prudencijalnu ulogu.

Slično tome, devizne intervencije će predstavljati samo retko korišćeni sekundarni instrument, koji potpomaže transmisiju glavne referentne stope ukoliko je to neophodno (tj. nakon što se iscrpi potencijal za delotvorni uticaj na inflaciju korigovanjem glavne referentne stope). U novom okviru monetarne politike devizni kurs menja svoju ulogu, tako da više ne predstavlja instrument, već postaje indikator transmisije monetarne politike. Praćenje deviznih kretanja će i dalje biti važno za utvrđivanje glavnih referentnih stopa, budući da devizni kanal sada predstavlja apsolutno najjači kanal kroz koji se utiče na inflaciju. Međutim, u tom smislu neće se utvrđivati nikakvi numerički ciljevi ili ciljne vrednosti za devizni kurs, tj. stopu njegove promene.

U okviru ostvarenja ciljane inflacije NBS će svoju politiku sprovoditi na održiv, dosledan i transparentan način, kako bi izbegla nepotrebne fluktuacije u aktivnosti, kamatama i kursu. Kada je reč o promenama referentne stope, NBS će nastojati da se one vrše na predvidiv način, tako što će dosledno reagovati na velike poremećaje i zanemarivati manje poremećaje.

Izveštavanje o ostvarenju ciljeva u pogledu inflacije

U vezi sa ostvarenjem ciljane inflacije, NBS će delovati na transparentan način i nastaviti sa odgovornim odnosom prema javnosti. To konkretno znači da će javnost redovno obavestavati o ostvarenju ciljeva inflacije, obrazlažući razloge koji se nalaze u osnovi tih kretanja, kao i mera monetarne politike preduzetih kako bi se obezbedilo ostvarenje ciljeva u pogledu inflacije u budućnosti.

Komunikaciju sa javnošću i posebnim interesnim grupama NBS će ostvarivati posredstvom svojih redovnih publikacija, konferencija za novinare i saopštenja nakon donošenja odluka o merama monetarne politike, kao i preko vanrednih analitičkih seminara, konferencija i publikacija posvećenih određenim temama.

Izveštaj o inflaciji treba da bude najvažnije sredstvo komunikacije NBS sa javnošću. On će se pripremati u tromesečnoj dinamici i sadržaće ocene trenutne ekonomske situacije i monetarne politike, kao i predviđanja njihovih budućih kretanja. Posebna pažnja će se posvećivati projekcijama inflacije i analizi glavnih rizika na putu ka ostvarenju ciljane inflacije, kao i uticaju budućih kretanja i rizika na monetarnu politiku.

Konferencije za novinare održavaće se posle svake sednice MO na kojoj se donose odluke o kamatnoj stopi. Korekcije referentne kamatne stope vršiće se na unapred najavljenim sednicama MO, a odluke sa obrazloženjem biće objavljivane.

NBS će, takođe, redovno objašnjavati novi okvir i svoje mere politike posebnim interesnim grupama, kao što su ekonomski stručnjaci, sindikati ili poslovna udruženja. Konkretno, NBS će nastojati da utiče na proces formiranja cena tako što će učestvovati u raspravama na osnovu kojih se formiraju inflatorna očekivanja tih grupa.

D. Tehnički aranžmani kao podrška novom okviru: I faza

Trenutno se uspostavljaju tehnički preduslovi za jačanje kapaciteta neophodnih za ostvarenje ciljane inflacije, i to u oblasti monetarnih i deviznih operacija i sistema donošenja odluka o kamatnim stopama. Ove promene će biti uvedene u nekoliko faza tokom 2006. i 2007. godine.

NBS očekuje da će komercijalne banke pod uticajem tih promena koristiti dvonedeljnu repo stopu kao referentnu stopu za poslove sa drugim bankama i klijentima. Te mere trebalo bi da omoguće liberalniju alokaciju likvidnih sredstava komercijalnih banaka, što bi moglo da se manifestuje tako što će se banke manje oslanjati na prekonoćnu depozitnu olakšicu, a više koristiti lombardnu olakšicu NBS. Ove mere će, takođe, verovatno podstaći banke da aktivnije trguju na duže rokove, što bi doprinelo razvoju delotvornosti krive prinosa na tržištu novca na osnovu očekivanja o kretanjima dvonedeljne repo stope. Konačno, nove mere bi trebalo da pomognu bankama da budu aktivnije u prikupljanju i vođenju dinarskih depozita građana i privrede.

Utvrđivanje glavne referentne stope

NBS sprovodi svoju monetarnu politiku tako što «cilja» određeni nivo kratkoročnih kamatnih stopa na međubankarskom tržištu. Utvrđivanje referentne kamatne stope i koridora kamatnih stopa oko nje dovelo bi kratkoročne stope na međubankarskom tržištu otprilike na nivo referentne kamatne stope, što bi delotvorno ograničilo njihovu fluktuaciju.

Kamatna stopa na dvonedeljne repo/reverzne repo transakcije NBS (2W repo stopa) jeste glavna referentna stopa NBS. Drugim rečima, ona je glavni instrument transmisije monetarne politike i predstavlja signal u pogledu monetarne politike za tržišta.

Referentnu kamatnu stopu podržava koridor prekonoćnih trajnih olakšica vezanih za referentnu stopu:

- najniža prekonoćna lombardna stopa: $2W + 4$ procentna poena,
- prekonoćna depozitna stopa: $2W - 4$ procentna poena.

Istovremeno se preduzimaju određene druge tehničke mere s ciljem da se ojača uloga dvonedeljne stope u signaliziranju kretanja monetarne politike, čime bi se umanjila postojeća asimetrija na tržištu i promovisali aktivnost i razvoj tržišta. Te mere uključuju dvonedeljne repo aukcije, na kojima se unapred utvrđuje cena, i dvomesečne repo aukcije, u kom slučaju se prihvata tržišna cena, što zajedno dovodi do umanjivanja potrebe za obaveznom rezervom i, konačno, ukidanja obavezne rezerve. Takođe, predviđene mere uključuju i izdavanje dugoročnih zapisa umesto dvomesečnih repo operacija uz istovremene promene perioda održavanja.

Povlačenje NBS sa deviznog tržišta

U novom okviru monetarne politike devizni kurs više neće predstavljati instrument već indikator transmisije monetarne politike. U skladu s tim, redovno prisustvo NBS na deviznom tržištu se postepeno smanjuje. Konkretno, to znači da NBS ne vrši česte intervencije s ciljem postizanja određenog nivoa ili pravca kretanja deviznog kursa. NBS, takođe, umanjuje svoju ulogu u menjačkim poslovima i u tom smislu je otpočela prodaja na fiksing sastanku 20% efektive otkupljene od menjača. NBS je spremna da taj procenat postepeno podigne na 100%, uz istovremeno smanjenje stope stimulacije menjačima.

Nakon tog prelaznog perioda, biće prihvaćen plivajući devizni kurs, na čije formiranje će uticati osnovna ekonomska kretanja, inflaciona kretanja, kao i kratkoročna kretanja ponude i tražnje i signali o kretanjima na tržištu.

Po okončanju prelaznog perioda, NBS će igrati sekundarnu ulogu na deviznom tržištu. NBS će ustanoviti novi sistem retkih deviznih intervencija, koje će se vršiti preko učesnika na tržištu kako bi se: 1) ograničila dnevna volatilitnost amortizovanjem, tj. onemogućavanjem preterane dnevne oscilacije, ali ne i kumulativni pritisci u dužem vremenskom periodu, 2) ograničile opasnosti po finansijsku i cenovnu stabilnost, i 3) održao adekvatan nivo deviznih rezervi.

NBS će podržati komercijalne banke u razvoju sistema «market mejkera», koji bi preuzeli poslove NBS sa menjačima i predstavljali glavne kanale u novom sistemu deviznih intervencija.

E. Dalji razvoj

U skoroj budućnosti, predviđeno je da NBS formalno usvoji režim ciljane inflacije kao okvir za održavanje niske i stabilne stope inflacije. U prelaznom periodu, NBS će saradivati sa Ministarstvom finansija i drugim institucijama na izgradnji odgovarajućih institucionalnih uslova za delotvorno targetiranje inflacije.

U okviru stvaranja uslova za postizanje ciljeva u pogledu inflacije u narednom periodu, NBS će promovisati jačanje uloge kamatnih stopa kao glavnog instrumenta transmisije monetarne politike. Takođe će povećati fleksibilnost deviznog kursa i sprovoditi politiku sistematskih intervencija, postepeno smanjujući svoje učešće na deviznom tržištu. Nadalje, NBS će aktivno jačati ulogu makroekonomske analize i prognoziranja inflacije u procesu utvrđivanja glavnih referentnih stopa i prilagođavati svoje komunikacione strategije u skladu sa novim principima.

NBS ovaj novi okvir vidi kao ulaganje u najsavremeniju praksu sprovođenja monetarne politike u uslovima fleksibilnog deviznog kursa, koja je tokom poslednje decenije prihvaćena širom sveta. Ova investicija je isplativa, jer će njome biti obezbeđen fleksibilan i održiv okvir za period pristupanja EU, a doprineće i vraćanju poverenja u domaću valutu.

Dodatak: OBRAČUN BAZNE INFLACIJE

Укупна инфлација (цене на мало)		Искључења из базне инфлације
Група производа	Обухват	
Робе		
Пољопривредни производи	Свеже поврће, воће, јаја и риба	Сви производи
Индустријски производи		
Индустријски прехранбени производи	Жито и производи од жита, тестенине	Хлеб
	Прерађено и конзервисано воће и поврће	
	Месо и производи од меса, масноћа (уље, маргарин...)	
	Млеко и производи од млека	Млеко
	Шећер и кондиторски производи	
	Мед, кафа, чај, зачини	
Пића	Алкохолна и безалкохолна пића	
Дуван	Цигарете	Сви производи
Индустријски непрехрамбени производи		
Текстилни производи	Одећа, предива, тканине, прекривачи...	
Производи од коже	Обућа и галантерија	
Осветлење	Електрична енергија, електроматеријал	Електрична енергија
Огрев	Угаљ, дрва и уље за ложење...	Угаљ, уље за ложење
Опрема стана	Намештај, посуђе и прибор, електрични апарати и предмети за домаћинство	
Средства за хигијену и негу здравља	Сапун, паста за зубе, детерџент, лекови...	Лекови
Средства за образовање и разоноду	Књиге, школски прибор, новине и часописи...	
Саобраћајна средства и делови	Аутомобили, бицикли, делови...	
Течна горива и мазива	Деривати нафте, моторна уља	Деривати нафте
Средства рада и материјал за репродукцију	Пољопривредни алате и справе, хемијска средства за заштиту биља	
Грађевински материјал	Цигла, цемент, ексери...	
Услуге		
Занатске и личне услуге	Шивење, оправке, прање, шишање...	
Комунално-стамбене услуге	Вода, изношење смећа, грејање, отпадна вода	Све услуге
Услуге за образовање и културу	Биоскоп, позориште, претплата за ТВ, возачки испит...	ТВ претплата
Услуге друштвене заштите	Уплате за обданиште, дом ученика, студентски дом	Све услуге
Саобраћајне услуге	Градски и међумесни превоз, железница, авион	Градски превоз, железница, авион
ПТТ услуге	Телефон - фиксни и мобилни, писма, пошиљке...	Све услуге