

**RADNI PAPIRI
WORKING PAPERS**

2008



Narodna banka Srbije
National Bank of Serbia

RADNI PAPIRI

WORKING PAPER SERIES

Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

Diana Dragutinović

Viceguverner nadležan za monetarni sistem i politiku, platni
sistem i Sektor za ekonomske analize i istraživanja.

Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance –of- Payments-and Inflation-Related Objectives

Diana Dragutinović

Vice Governor in charge of Monetary System and Policy
Department, Payment System and Economic Analyses and
Research Department.

Za stavove iznete u radovima u okviru ove serije odgovoran je autor i stavovi ne predstavljaju nužno zvaničan stav Narodne banke Srbije.

The views expressed in the papers constituting this series are those of the author, and do not necessarily represent the official view of the National Bank of Serbia.

NARODNA BANKA SRBIJE

Beograd, Kralja Petra 12,

Tel.: 011/3027-100

Beograd, Nemanjina 17,

Tel.: 011/333-8000

www.nbs.yu

THE NATIONAL BANK OF SERBIA

Belgrade, 12 Kralja Petra Street,

Telephone: (381 11) 3027-100

Belgrade, 17 Nemanjina Street,

Telephone: (381 11) 333-8000

www.nbs.yu

Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije

Diana Dragutinović

Apstrakt: U tekstu koji sledi analizirani su efekti različitih kanala transmisije monetarne politike u Srbiji i njihove implikacije na okvir i instrumente aktuelne monetarne politike. Pokazalo se da za sada deluju dva kanala, kanal deviznog kursa i kanal očekivanja. Iako je dominantan efekat transmisije deviznog kursa na cene, centralna banka je rešena da sprovodi monetarnu politiku u okviru monetarne strategije ciljanja inflacije. U budućnosti se očekuje da će i ostali kanali, pre svega kanal kamatne stope i kreditni kanal, početi da deluje. Međutim, treba reći da dosadašnja upotreba administrativnih mera nije bila efikasna u jačanju ovih kanala. Na kraju teksta ukazuje se na otežavajuću okolnost pri vođenju monetarne politike u odsustvu podrške drugih politika, pre svega fiskalne.

Ključne reči: Monetarna transmisija, monetarna strategija, ciljevi inflacije, platnobilansni ciljevi, administrativne mere i fiskalna politika.

Rad je objavljen u stručnom časopisu Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 11 Oktobar-decembar 2007, Beograd, mart 2008.

Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance-of-Payments and Inflation-Related Objectives

Diana Dragutinović

Abstract: This paper analyzes the effects of different monetary policy transmission channels in Serbia as well as their implications for the current monetary policy framework and instruments. It has become apparent that, for the time being there are two active channels: the exchange rate channel and the expectations channel. Although the effect of transmission of the exchange rate on prices is dominant, the central bank is determined to conduct its monetary policy within the framework of an inflation targeting monetary strategy. In the future, other channels -primarily the interest rate and credit channels – are expected to become active as well. However, it should be said that the use of administrative measures has so far not been efficient in strengthening these channels. The Conclusion of the paper draws attention to the difficulties faced by monetary policymakers in the absence of support from other policies, especially fiscal policy.

Key words: Monetary transmission, Monetary Strategy, Inflation Objectives, Balance- of Payments Objectives, Administrative Measures and Fiscal Policy.

The paper was published in the Quarterly monitor of economic trends and policies in Serbia n. 11 October –December 2007, Belgrade, March 2008

Sadržaj:

1. Uvod.....	1
2. Transmisioni mehanizam monetarne politike: teorijski okvir	2
3. Transmisioni mehanizam monetarne politike u Srbiji: preliminarna istraživanja	4
3.1. Transmisioni efekat deviznog kursa	4
3.2. Kanal kamatnih stopa: nema ni direktne ni indirektne transmisije.....	8
3.3. Kreditni kanal je još uvek odsutan	10
3.4. Da li administrativne mere mogu služiti kao potpora monetarnoj transmisiji?	11
3.5. Inflaciona očekivanja imaju neosporan uticaj na ostvarena kretanja	17
4. Implikacije za monetarnu politiku	18
4.1. Neosporna je dominacija kanala deviznog kursa.....	18
4.2. Izbor monetarne strategije zavisi od režima kursa: ipak, naš izbor je ciljanje inflacije.....	19
4.3. Uticaj kursa na platni bilans značajno manji od uticaja kursa na inflaciju	21
5. Uticaj fiskalne politike.....	25
Zaključak	28

1. Uvod

Srbija je u dugom vremenskom periodu vodila monetarnu politiku bez monetarne strategije. Umesto da izabere jednu od tri moguće: targetiranje novčanih agregata, kursa ili inflacije, Narodna banka Srbije (NBS) je imala eklektički pristup: radila je od svega po malo (ciljala -malo inflaciju, malo monetarne agregate, malo realan devizni kurs). Ovakav pristup povezan je sa činjenicom da se od NBS mnogo očekivalo: stabilnost cena / finansijskog sistema, „realnost“ kursa, ali i podsticanje proizvodnje, pad stope nezaposlenosti, povećanje konkurentnosti, i konačno - poslovanje sa dobitkom. Da li je moguće staviti toliki teret na pleća Centralne banke? Poslednje dve decenije došlo je do konsensusa u ekonomskoj teoriji i praksi, prema kome Centralna banka treba da se usredsredi samo na cenovnu stabilnost, čak i na račun troškova značajnog zanemarivanja ostalih ciljeva.

Izbor između imati ili ne monetarnu strategiju, zapravo i nije bio težak. Međutim, izbor konkretne monetarne strategije zavisio je od režima deviznog kursa. Iako u osnovi postoji veliki broj različitih opcija režima kursa, u uslovima priliva kapitala, monetarne vlasti mogu da biraju **samo** između fiksnog ili fleksibilnog kursa. Birajući režim deviznog kursa, monetarne vlasti biraju između **ciljanja kursa** ili **ciljanja inflacije**. Iako je mnogo faktora upućivalo na izbor fiksnog kursa, NBS je ipak izabrala fleksibilni. Radi se dakle o izboru između **imati ili ne** nezavisnu monetarnu politiku.¹

Kako je novi monetarni okvir uveden septembra 2006. godine, prošlo je dovoljno vremena tako da je sad moguće analizirati rezultate izabrane monetarne strategije. Namera ovog teksta je da, sa lica mesta, pretpostavljajući da ovo mesto ima i najbolji uvod u sve aspekte vođenja monetarne politike, od konceptualnih do tehničkih, oceni domet monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platno-bilansnih i ciljeva inflacije.

Rad je podeljen u pet delova. U prvom, dat je teorijski pregled svih kanala preko kojih se efekti monetarne politike prenose na privredu. Imajući u vidu da je značaj različitih kanala monetarne transmisije različit u različitim zemljama, što zavisi od toga da li je privreda velika ili mala, otvorena ili zatvorena, sa visokim ili niskim stepenom evroizacije, razvijenim ili plitkim finansijskim tržištem, u drugom delu je ocenjeno prisustvo i značaj pojedinih kanala u privredi Srbije. U trećem bloku, ocenjeno je da li su administrativne mere, uvedene kao potpora monetarnoj transmisiji, dovele do očekivanih rezultata. U četvrtom, ispitivano je u kojoj meri je devizni kurs moćan u redukcovanju deficita platnog bilansa. Peti deo pokušava da objasni značaj fiskalne politike u uslovima priliva kapitala i nemoći kursa da

¹ Nezavisna monetarna politika, u uslovima fiksnog kursa moguća je samo ako se kontroliše priliv.

značajnije obori deficit platnog bilansa. Na kraju, u zaključku, postavljeno je pitanje održivosti izabrane monetarne strategije, ukoliko izostane podrška drugih politika.

2. Transmisioni mehanizam monetarne politike: teorijski okvir

Teorija sugerira da monetarna politika utiče na cene i privredni rast, preko sledećih kanala: (a) kamatnih stopa, (b) kreditnog kanala, (c) cena imovine, (d) deviznog kursa, i (e) kanala očekivanja. Naravno, njihov značaj je različit u različitim zemljama, što zavisi od razvijenosti finansijskog tržišta. Utvrđivanje relativnog značaja pojedinih kanala predmet je empirijskih istraživanja.

Neosporno je da je neophodna čvrsta monetarna politika da bi održavala inflaciju niskom i stabilnom, unutar objavljenih ciljeva. Međutim, rast referentne kamatne stope može uticati na: (i) rast kamatnih stopa na tržištu novca, bez uticaja na kurs, ili (ii) apresijaciju kursa, bez uticaja na kamatne stope na tržištu novca, ili (iii) na različite kombinacije rasta kamatnih stopa na tržištu novca i apresijacije. Nije nemoguće da rast referentne kamatne stope dovede i do (iv) apresijacije, uz istovremeni pad kamatnih stopa, ili (v) depresijaciju, uz istovremeni rast kamatnih stopa. Kombinacija zavisi od očekivanja i reakcije mnogo ekonomskih aktera, u zemlji i inostranstvu. Kao što su ljudi međusobno različiti, pa različito reaguju na šokove, tako i različite privrede različito reaguju na isti šok. Način na koji se promena referentne kamatne stope prenosi na privredu, odnosno reakcija ekonomskih aktera na ove promene je različita od zemlje do zemlje, u zavisnosti da li je privreda velika ili mala, otvorena ili zatvorena, sa visokim ili niskim stepenom evroizacije, razvijenim ili „plitkim“ finansijskim tržištem.

U relativno zatvorenoj privredi, promene referentne kamatne stope centralne banke dovode do promena kamatnih stopa na međubankarskom tržištu, koje zatim utiču na promene kratkoročnih i dugoročnih tržišnih (aktivnih i pasivnih) kamatnih stopa poslovnih banaka. Budući da promene kamatnih stopa direktno određuju troškove zaduživanja, ekonomski subjekti donose odluke o investicijama i štednji u skladu s tim promenama. Investiciona aktivnost utiče na nivo celokupne ekonomske aktivnosti, a indirektno i na inflaciju. Pri tome, porast referentne kamatne stope dovodi do rasta kamatnih stopa banaka, povećanja troškova zaduživanja i smanjenja investicione aktivnosti. Dodatno, domaćinstva reaguju na rast kamatnih stopa smanjenom kupovinom stanova i trajnih potrošnih dobara, što utiče na pad potrošnje. Pad investicija i potrošnje (agregatne tražnje) smanjuje pritisak na proizvodne kapacitete i cene. Transmisija uticaja promene kamatne stope na smanjenje pritiska na rast cena, podrazumeva značajan pomak od promene politike do konačnog efekta (mada akcije kreatora monetarne politike koje menjaju očekivanja o budućoj stopi inflacije mogu skratiti ovaj period).

Kreditni kanal pojačava tradicionalni kamatni kanal. Sa rastom kamatne stope, investicije padaju ne samo što su troškovi kapitala visoki, već zato što pada i ponuda

kredita, posebno malim i srednjim preduzećima. Restriktivna monetarna politika utiče na pad rezervi banaka. Ukoliko banka ne neutrališe pad rezervi, pad kredita će dovesti do pada potrošnje i investicija.

U uslovima razvijenog finansijskog tržišta, cene aktive/imovine mogu imati ulogu u transmisijom mehanizmu monetarne politike, preko uticaja monetarne politike na cene obveznica/akcija/realne imovine. Ovaj kanal funkcioniše kroz promenu tržišne vrednosti kompanije ili ličnog bogatstva. Dok promena tržišne vrednosti kompanije utiče na odluke o investicijama, promene u bogatstvu porodice utiču na potrošnju domaćinstva.

U maloj, otvorenoj privredi, devizni kurs ima centralnu ulogu u transmisiji od monetarne politike ka inflaciji. Rast domaće kamatne stope, koji ima za cilj da se bori sa inflatornim pritiscima, obično dovodi u kratkom roku do nominalne i realne depresijacije – pomaže umirivanju inflatornih pritisaka, kroz direktan i indirektan kanal. *Direktan uticaj kursa* podrazumeva da devizni kurs menja cene u otvorenoj privredi preko uticaja na cene razmenjivih dobara. U slučaju depresijacije domaće valute, domaće cene razmenjivih dobara i usluga imaju tendenciju da rastu po stopi depresijacije. Ovo je direktan efekat kursa na cene koji utiče na rast opšteg nivoa cena, srazmerno učešću razmenjivih dobara u BDP. *Indirektan uticaj kursa* podrazumeva da promene cena razmenjivih dobara i usluga u odnosu na cene nerazmenjivih, utiču na nivo ekonomske aktivnosti, što stvara indirektni pritisak na cene. Nominalna depresijacija, kombinovana sa neelastičnošću cena na niže, čini domaća dobra jeftinijim od uvoznih, izvoz raste zbog rasta konkurentnosti, uvoz pada, što utiče na rast neto izvoza, agregatne tražnje i proizvodnje. Obrnuto, depresijacija vrednosti domaće valute u odnosu na druge valute čini domaća dobra skupljim od uvoznih; obim izvoza pada zbog pogoršavanja konkurentnosti, dok uvoz raste, što utiče na pad neto izvoza, agregatne tražnje i proizvodnje, smanjujući inflatorne pritiske. Devizni kurs, dakle, utiče na konkurentnost privrede u kratkom roku, neto izvoz i tražnju koja potom utiče na privrednu aktivnost i inflaciju.

U maloj, otvorenoj, ali visoko evroiziranoj privredi, gde su u najvećem delu, depoziti i krediti u stranoj valuti ili indeksirani kretanjem kursa, postoje razlike u odnosu na prikazani transmisioni kanal. Prvo, očekuje se da devizni kurs igra značajniju ulogu nego u neevroiziranoj privredi (veći je transmisioni efekat). Drugo, uticaj je nelinearan, jer veća depresijacija otvara pitanje kredibiliteta NBS. Treće, za razliku od neevroizirane privrede, devalvacija umesto da deluje na rast neto izvoza i proizvodnje (preko efekta promene strukture tražnje), deluje kontrakciono (preko uticaja na bilans stanja). Tako, u uslovima zaduženosti u evrima, a redovnih prihoda u domaćoj valuti, neočekivane promene kursa utiču na bilanse stanja kompanija. Pogoršanje bilansa stanja ima dve implikacije: (a) ograničava kapacitet kompanije da pozajmljuje i investira, i (b) čini pozajmljivanje skupljim kako se premija rizika povećava. Privreda se prilagođava redukovanjem spoljnog finansiranja i agregatne tražnje, a ne kroz ekspanziju izvoza.

Rešenost Centralne banke da drži inflaciju relativno niskom i stabilnom, na sredini ili bliže donjoj granici ciljanog raspona, ključna je za uticaj na inflatorna očekivanja kompanija i domaćinstava. Poverenje u Centralnu banku rezultat je istorijskog pamćenja ekonomskih aktera kad su u pitanju obećanja i iporuka obećanog. U uslovima poverenja u Centralnu banku, rizici koji bi mogli dovesti do rasta inflacije van ciljanog intervala, neće uticati na promenu ponašanja ekonomskih aktera, jer su oni sigurni da će uslediti akcija Centralne banke koja će vratiti inflaciju u planirane okvire. Dakle, kada Centralna banka javno i jasno objavi ciljeve povodom stope inflacije i preduzme akcije koje dovode do cilja, dolazi do povećanja kredibiliteta koji pomaže u održavanju očekivanja buduće inflacije blizu cilja (što se zove usidranje očekivanja).

3. Transmisioni mehanizam monetarne politike u Srbiji: preliminarna istraživanja

Srbija je mala, otvorena, visoko evroizirana privreda. Učešće uvoza u BDP iznosi oko 50%, a izvoza oko 30%. Step en evroizacije meren učešćem deviznih depozita u ukupnim depozitima, odnosno učešćem u M3 iznosi 80% i 75% respektivno; meren učešćem deviznih i indeksiranih kredita u ukupnim kreditima nedržavnog sektora je ispod 70%, meren učešćem javnog duga u deviznom znaku u ukupnom javnom dugu je 95%. Priliv kapitala (u proseku je iznosio 16% BDP u periodu 2001-2007) značajno je veći od potreba finansiranja deficita platnog bilansa (u proseku za 6,5% BDP u periodu 2001-2007).

3.1. Transmisioni efekat deviznog kursa

Devizni kurs je tradicionalno bio i ostao važno sidro za srpsku privredu. Empirijska istraživanja u Narodnoj banci Srbije, pokazala su da je kanal deviznog kursa najznačajniji kanal monetarne transmisije.² Na osnovu standardne metodologije, parcijalnog autoregresivnog modela raspoređenih doznji (ADL) i vektorskog autoregresivnog modela (VAR)³, ocenjeno je da kratkoročni transmisioni efekat iznosi oko 0.3, a dugoročni između 0.45-0.50, pri čemu je period ocenjivanja obuhvatao period od januara 2001. do juna 2006, odnosno, od Q1 2001. do Q2 2006.

² Vilaret, S. and M. Palic, (2006), Exchange rate pass-through effect on prices in Serbia, *National Bank of Serbia Working paper*, Belgrade, National Bank of Serbia

³ McCarthy (2000) je istraživao uticaj kursa i uvoznih cena na domaću inflaciju, ocenjivanjem VAR sistema sa sledećim redosledom promenljivih: cene nafte u domaćoj valuti, proizvodni jaz, nominalni devizni kurs, uvozna inflacija, inflacija proizvođačkih cena i inflacija potrošačkih cena. Transmisioni efekat deviznog kursa u privredi Srbije dobijen je na osnovu nešto izmenjenog redosleda promenljivih u odnosu na izvorni model: cena nafte izražena u domaćoj valuti, proizvodni jaz, promene nominalnog kursa, promene šire kategorije novca, inflacija proizvođačkih cena i inflacija potrošačkih cena (alternativno, baznih cena, cena razmenjivih dobara, itd).

Tabela 1. **ADL ocene transmisijonog efekta nominalnog efektivnog deviznog kursa⁴**

Rok	Mesečni podaci		Kvartalni podaci	
	Cene na malo	Bazne cene	Cene na malo	Bazne cene
Kratki rok	0.20	0.20	0.26	0.26
Dugi rok	0.39	0.26	0.50	0.40

Napomena: kvartalni podaci su izvedeni iz mesečnih, uprosečavanjem mesečnih podataka tokom kvartala.

Tabela 2. **VAR ocene kumulativnog transmisijonog efekta nominalnog efektivnog deviznog kursa**

	Cene na malo	Bazne cene
1 mesec	0.10	0.15
3 meseca	0.30	0.24
12 meseca	0.46	0.38
uticaj NEEK na cene je završen posle	6 meseci	9 meseci

Relativno visoke vrednosti transmisijonog koeficijenata pokazuju da postoji značajan uticaj inicijalnog šoka deviznog kursa na cene, ali da je nekompletan. Efekat nominalnog efektivnog kursa je veći za ukupnu nego za baznu inflaciju, a ocenjeni koeficijenti na osnovu kvartalnih podataka veći su nego što se dobija na osnovu mesečnih podataka.

Uticaj šoka deviznog kursa na domaće cene traje preko godine dana, ali se najviše oseća u prva tri meseca. Praktično dve trećine ukupnog transmisijonog efekta vidljiv je u cenama u prva tri meseca i kompletira se tokom godine. Međutim, posle pola godine, cene više ne reaguju na šok deviznog kursa.

Prethodne ocene transmisijonog efekta, pretpostavljaju simetriju u kretanju cena u odnosu na promenu kursa, tj da cene reaguju istom jačinom u oba smera pri određenoj promeni kursa. U nastavku teksta, ispitaćemo da li postoji asimetrija u reakciji cena na promenu kursa.

Zato je prethodna analiza ponovljena, na mesečnim i kvartalnim podacima koji obuhvataju duži period od januara 2001. do decembra 2007, odnosno, od Q1 2001. do Q4 2007.⁵ Dobijeni rezultati upoređeni su sa rezultatima prethodnog istraživanja (Vilaret, S i M. Palić, 2006) u kojima je korišćena ista metodologija. Na kraju, ispitivano je da li postoji asimetričnost transmisijonog efekta.

Rezultati su prikazani u Tabeli 3. Prva dva reda predstavljaju ocene kratkoročnog i dugoročnog „transmisijonog“ efekta i služe za poređenje sa rezultatima istraživanja Vilaret, Palić (2006). Ostatak rezultata u Tabeli 3 odnosi se na ocenu transmisijonog efekta depresijacije i apresijacije, nominalne i realne.

⁴ Ponderisani prosek kursa dinara prema evru i kursa dinara prema dolaru. Ponderi su 70% i 30% respektivno.

⁵ Tasic, N. (2008), „Pass – through“ deviznog kursa na cene u Srbiji: 2001-2007, *Radni papir Narodne banke Srbije, preliminarne i nekompletne verzije*

Tabela 3. „Transmisija“ efektivnog deviznog kursa na cene na malo i bazne cene

	Mesečni podaci		Kvartalni podaci	
	Cene na malo	Bazne cene	Cene na malo	Bazne cene
Kratak rok	0,1816*	0,1335*	0,2439*	0,1673*
Dugi rok	0,4962	0,1852	0,3229	0,2055
Efekte nominalne apresijacije				
Kratak rok	0,0399	0,2662	0,3533	0,3558
Dugi rok	0,1110	0,0019	0,4596	-0,1046
Efekte nominalne depresijacije				
Kratak rok	0,3231*	0,2662**	0,1532**	0,3558
Dugi rok	0,8988	0,3671	0,1992	0,4572
Efekte realne apresijacije				
Kratak rok	-0,2122*	-0,0817**	-0,0051**	0,1113
Dugi rok	-0,4817	-0,1048	-0,0067	0,1369
Efekte realne depresijacije				
Kratak rok	0,4051*	0,2588**	0,3742**	0,1986
Dugi rok	0,9197	0,3321	0,4929	0,2443

Napomena: Standardne greške koje su konzistentne i u uslovima heteroskedastičnosti i autokorelacije su izračunate prateći metodologiju Newey-a i West-a (1987). * ukazuje na nivo značajnosti od 10 procenata, dok ** ukazuje na nivo značajnosti od 1 procenta. Ako je ocena računata koristeći β i δ , onda * i ** odgovaraju koeficijentu koji je manje statistički značajan. Statistička značajnost dugoročnih ocena nije računata.

„Transmisioni“ efekat nominalnog efektivnog deviznog kursa u Srbiji je nekompletan i ispod jedinice (čak ni dugoročno ovaj efekat ne prelazi 0,5 pretpostavljajući simetričan odgovor inflacije na promene deviznog kursa). Ipak, ocene ovog efekta su i dalje relativno visoke. Međutim, očigledno je da se „transmisioni“ efekat smanjio u poređenju sa prethodnom analizom. Ovaj nalaz je konzistentan, bez obzira na primenjenu metodologiju.

Slično prethodnom istraživanju, ocene dobijene korišćenjem ADL metodologije, ukazuju da je kratkoročni, kao i dugoročni „transmisioni“ koeficijent veći za cene na malo nego za bazne cene. Maksimalan kratkoročni transmisioni koeficijent iznosi 0.25, a dugoročni 0.50, kad su u pitanju cene na malo.

Iako su neophodna dalja istraživanja, jasno je da je uticaj deviznog kursa asimetričan: cene na malo i bazne cene reaguju drugačije na promene deviznog kursa tokom apresijacije i tokom depresijacije deviznog kursa: „transmisioni“ efekat je znatno veći tokom depresijacije domaće valute, dok je niži tokom apresijacije domaće valute. Maksimalan kratkoročni uticaj nominalne depresijacije na cene na malo iznosi 0.32, a dugoročni 0.90. Upravo zbog ovog asimetričnog efekta, stiče se utisak da je uticaj kursa na inflaciju nepotpun. Kod baznih cena, respektivni transmisioni koeficijenti iznose 0.36 i 0.45. Ovaj nalaz ne predstavlja iznenađenje, imajući u vidu da možemo očekivati da se cene kreću uporedno sa deviznim kursom tokom

depresijacije (zbog učešća uvoznih dobara u indeksima cena), dok su cene rigidne na dole tokom apresijacije. Slični rezultati dobijeni su korišćenjem VAR metodologije.⁶ Suprotno istraživanjima (Vilaret, S i M. Palić, 2006), ocenjeni koeficijenti na osnovu mesečnih podataka (dugoročni transmisioni efekat dostiže i 0.90) veći su nego što se dobija na osnovu kvartalnih podataka (0.50).

Uticaj kursa na inflaciju je za sada samo direktan. Preliminarna empirijska analiza⁷ je pokazala odsustvo indirektnog uticaja kursa na inflaciju, preko tražnje. Uticaj realnog deviznog kursa na proizvodni jaz⁸ je veoma slab (0.06 kratkoročni i 0.15 dugoročni). Iako se pokazalo da restriktivna monetarna politika ima uticaja na proizvodni jaz, još uvek nema eksplicitnog dokaza koji bi pokazao da proizvodni jaz utiče na inflaciju. Ovo je logično u uslovima nedovoljno razvijenog finansijskog tržišta.

Slika 1. Uticaj realnog kursa na proizvodni jaz



koeficijent korelacije = 0.48; korigovani koeficijent determinacije = 0.52

jaz BDP = 0.06* jaz realnog kursa + 0.61 *jaz BDP(-1)

[2.0]⁹

[4.17]

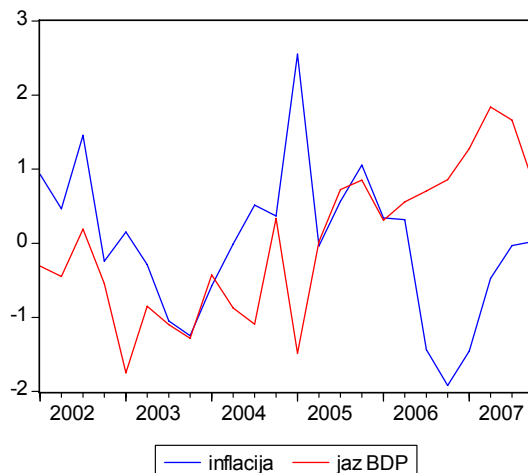
⁶ Tasic, N. (2008), "Pass – through" deviznog kursa na cene u Srbiji: 2001-2007, *Radni papir Narodne banke Srbije, preliminarne i nekompletne verzije*

⁷ Analizirane su promenljive u periodu od 2002. do 2007. godine, u kvartalnoj dinamici. Promenljive su izražene kao jazovi (odstupanja od dugoročnog trenda). Jazovi posmatranih promenljivih su ocenjeni HP filterom, a potom je ispitivana zavisnost između promenljivih izraženih u jazovima.

⁸ Kao mera ekonomske aktivnosti korišćena je nepoljoprivredna dodata vrednost (u tekstu BDP).

⁹ U zagradama su t-statistike ocenjenih koeficijenata.

Slika 2. Uticaj proizvodnog jaza na inflaciju



koeficijent korelacije = -0.23; korigovani koeficijent determinacije = 0.2

$$\text{inflacija} = 5.75 - 0.42 * \text{jaz BDP} + 0.47 * \text{inflacija}(-1)$$

[2.49] [-0.68] [2.50]

3.2. Kanal kamatnih stopa: nema ni direktne ni indirektna transmisije

Kamatna stopa se aktivno koristi kao instrument monetarne politike tek s uvođenjem novog okvira monetarne politike. Analizom kretanja referentne kamatne stope i tržišnih kamatnih stopa banaka, pokušaćemo da sagledamo da li je primena novog režima monetarne politike omogućila jačanje uloge kanala kamatne stope u transmissionom mehanizmu.

Budući da su kamatne stope na međubankarskom tržištu novca određene kretanjem referentne kamatne stope centralne banke i da se one smatraju merom oportunitetnog troška kreditiranja privrede i stanovništva, prirodno je očekivati da će se promene tih kamatnih stopa odraziti na kretanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka.

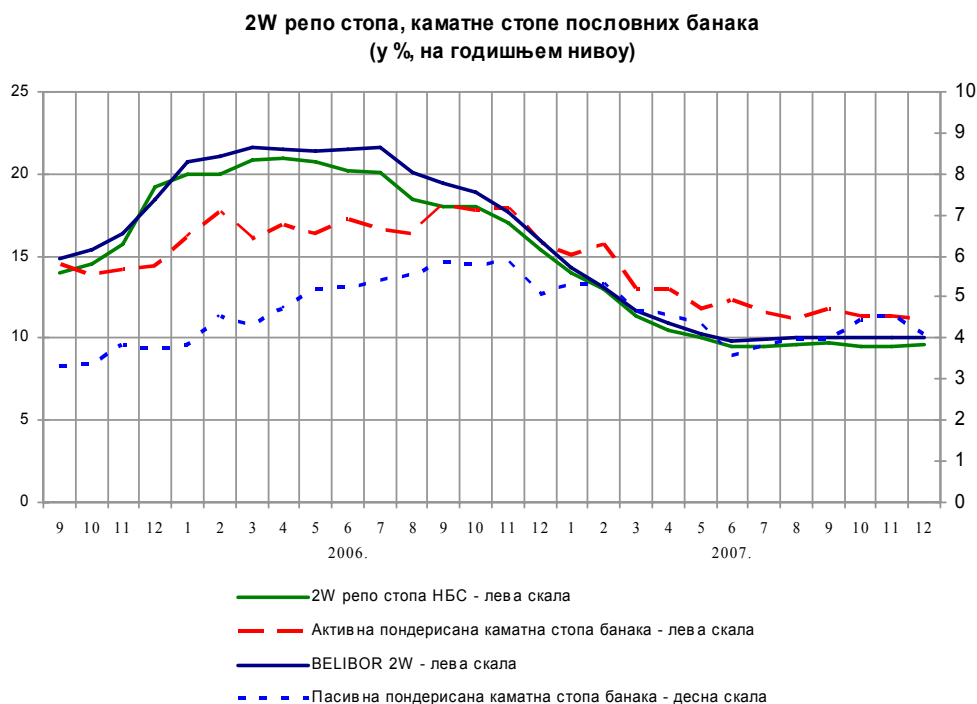
Praćenjem kretanja referentne stope, kamatnih stopa na međubankarskom tržištu i aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka može se zaključiti da ta veza postaje daleko uočljivija u periodu nakon uvođenja novog okvira monetarne politike. Kamatne stope na međubankarskom tržištu Beonia i Belibor iskazuju istu tendenciju u kretanju kao i referentna kamatna stopa i zadržavaju se unutar definisanih granica kamatnog koridora. Ipak, postojanje strukturnog viška likvidnosti i brojna ograničenja, kao što su kreditni limiti određeni od strane matičnih banaka u inostranstvu kojima se definiše dozvoljeni obim trgovine s drugim bankama i

Narodnom bankom Srbije, za posledicu imaju povremeno odstupanje od referentne stope i približavanje donjoj granici koridora (kamatnoj stopi na depozitne olakšice).

Odluke o nivou aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banke donose pre svega imajući u vidu kretanje kamatnih stopa na inostranom tržištu (Libor, Euribor), pošto je većina kredita ugovorena s deviznom klauzulom. Međutim, praćenjem kretanja kamatnih stopa na međubankarskom tržištu novca i aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka može se zaključiti da banke ipak ne ignorišu kretanje referentne kamatne stope i da njihova reakcija na njenu promenu jača tokom vremena.

U posmatranom periodu, aktivne kamatne stope su iskazale veći stepen reakcije u poređenju s pasivnim. To se pre svega može objasniti činjenicom da stanovništvo, kao nosilac štednje, ima relativno ograničen pristup i dijapazon mogućnosti alternativnih načina plasiranja sredstava (berza, penzioni i investicioni fondovi itd.), da je najveći deo štednje u deviznom obliku, kao i da je istovremeno konkurencija među bankama oštrija kada je reč o kreditima.

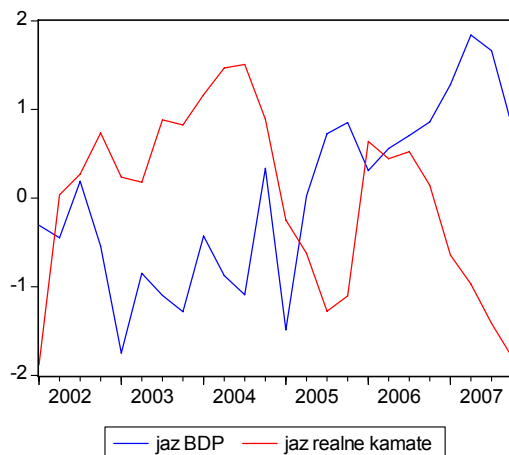
Slika 3.



Daleko je teže oceniti uticaj kamatnih stopa na ekonomsku aktivnost i inflaciju. Preliminarna empirijska istraživanja su pokazala da jaz u realnim kamatnim stopama nema uticaj na BDP, kao što ni jaz u BDP nema uticaj na inflaciju.¹⁰

¹⁰ Međutim, postoji zajednički uticaj jaza u realnoj kamatnoj stopi i realnom kursu na jaz u BDP.

Slika 4. Uticaj realne kamatne stope na proizvodni jaz



koeficijent korelacije = -0.63; korigovani koeficijent determinacije = 0.47

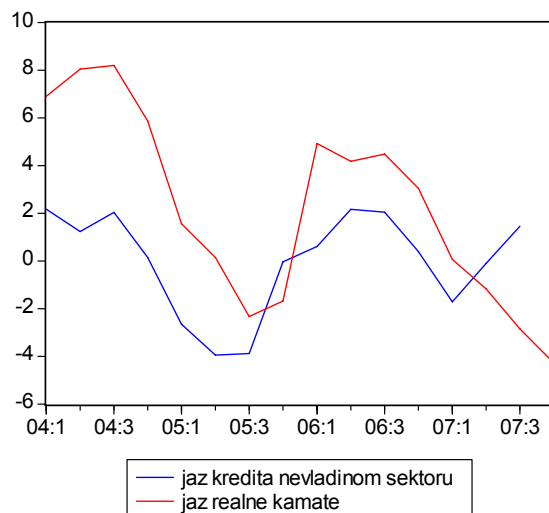
$$\text{jaz BDP} = -0.08 * \text{jaz realne kamate} + 0.56 * \text{jaz BDP}(-1)$$

[-1.23] [2.92]

3.3. Kreditni kanal je još uvek odsutan

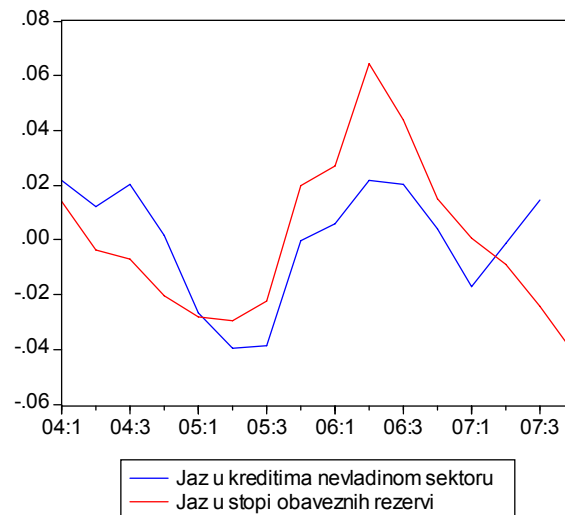
Međutim, ono što posebno obeshrabruje u ovom trenutku je nepostojanje kreditnog kanala. Krediti su rasli, uprkos rastu kamatne stope, što znači da ponuda kredita ne zavisi od uslova u zemlji. Dakle, ni ponuda kredita (kreditni kanal), ni tražnja za kreditima (kanal kamatne stope) ne zavisi od referentne kamatne stope.

Slika 5. Uticaj realne kamatne stope na odobrene kredite nevladinom sektoru



Takođe, uticaj stope obavezne rezerve pokazao se potpuno neefikasnim kad je u pitanju ograničavanje ponude kredita. Krediti su rasli nesmanjenim tempom, uprkos rasta stope obavezne rezerve.

Slika 6. Uticaj stope obaveznih rezervi na odobrene kredite



3.4. Da li administrativne mere mogu služiti kao potpora monetarnoj transmisiji?

Uloga direktnih, administrativnih (regulatornih) mera, kao i prudencijalnih (mera predostrožnosti) u sadašnjoj politici Narodne banke Srbije je protivrečna. S jedne strane, upotreba ovakvih mera nije najbolja praksa za zemlje koje ciljaju inflaciju. Zato sadašnji režim monetarne politike predviđa postepeno smanjenje upotrebe ovakvih instrumenata u kreiranju monetarne politike. S druge strane, u visoko evroiziranoj ekonomiji direktne mere monetarne politike su jedini dostupni alat koji utiče na troškove transakcija u evrima ili dinarima sa deviznom klauzulom. U skladu sa ovim, Narodna banka Srbije još uvek koristi ovakve mere pri kreiranju svoje politike. Otvoreno je pitanje koliko su ove mere bile efikasne, da li bi one trebalo da imaju još značajniju ulogu u budućnosti (barem tokom perioda tranzicije) ili bi trebalo da se postepeno ukidaju. Narodna banka Srbije se oslanja na mere predostrožnosti i izdvajanje obavezne rezerve i u ostvarenju ciljeva monetarne politike. Na primer, Narodna banka Srbije je u toku 2006. nekoliko puta povećavala stopu obaveznih rezervi. Takođe, u prvoj polovini 2006. godine, iz obračuna otvorene devizne pozicije banaka isključen je kapital dobijen od strane matične kompanije.¹¹

¹¹ Ova mera je mogla uticati ili na smanjenje rizične aktive (preugovaranje kredita u dinarske, smanjenje kreditne aktivnosti i prodaju deviznih rezervi poslovnih banaka), ili na povećanje pasive (rast zaduženosti) ili na rast kapitala. U stvarnosti, uticala je dominantno na rast kapitala.

Konačno, 2006. godine nametnut je, a 2007. godine, pooštren maksimalni odnos između kapitala i potrošačkih kredita. Iako su potrebne temeljnije analize, na osnovu dosadašnjeg akademskog istraživanja, kao i međunarodnog i iskustva Srbije, možemo jasno izdvojiti tri bitne lekcije. Prvo, ove mere imaju vrlo složene makroekonomske uticaje koji se slabo razumeju i koje je teško predvideti. Kao takve, ne bi ih trebalo koristiti za ciljanje makroekonomskih varijabli bez striktno analize. Drugo, s obzirom da se ove mere mogu lako izbeći, one često imaju vrlo slab efekat na opštu kreditnu aktivnost u privredi i umesto toga, utiču na strukturu izvora odobravanja kredita. Na kraju, čak i kada su ove mere efikasne u smanjenju obima kredita (ili njihove stope rasta), one, takođe, mogu da smanje proizvodnju, potrošnju i blagostanje, kao i da imaju negativan uticaj na inflaciju i tekuća plaćanja.

Makroekonomski efekti izdvajanja obaveznih rezervi su komplikovani, njihove implikacije na mehanizme monetarne transmisije se slabo razumeju i nisu intuitivne. Povećano izdvajanje obaveznih rezervi utiče na privredu preko dva kanala. Sa strane tražnje, povećano izdvajanje utiče na pasivne kamatne stope i može da promeni vremenski raspored potrošnje. Sa strane ponude, utiče na raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, što dalje određuje troškove i nivo aktivnosti koji se finansira iz kredita.¹² Izdvajanje obavezne rezerve ima moć da utiče na kreditnu aktivnost, ali, takođe, može dovesti do niže proizvodnje i potrošnje, većih cena i pogoršanja tekućeg računa platnog bilansa. Pretpostavimo permanentno povećanje stope obaveznih rezervi koje se uniformno primenjuje na sve tipove deviznih obaveza i na taj način nameće porez na sve izvore finansiranja komercijalnih banaka. Dugoročno, ova mera ima konstantan negativan uticaj na nivo blagostanja. Porez povećava raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, a samim tim i troškove domaće proizvodnje koja se finansira iz kredita. Proizvodnja opada, a smanjuje se domaća potrošnja. Sa smanjivanjem nivoa kreditne aktivnosti banaka, smanjuju se i štednja (jer sektor stanovništva ima manje prihoda), a bilans tekućih plaćanja ostaje dugoročno nepromenjen. Kratkoročno, inflacija raste, a saldo platnog bilansa se pogoršava. Inflacija raste uprkos smanjenju proizvodnje jer su se troškovi proizvodnje povećali. Saldo platnog bilansa se pogoršava jer se potrošnja robe koja se razmenjuje povećava u odnosu na robu koja se ne razmenjuje s obzirom da cena domaće proizvodnje raste. Iako možemo nabrojati i neke druge mogućnosti, ilustracija negativnih efekata na inflaciju i tekuća plaćanja u ovom eksperimentu govori o manama namernog korišćenja ovakvih mera u cilju uticanja na makroekonomske promenljive. Stopa obaveznih rezervi utiče na pasivne kamatne stope i raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, iako intuicija o ovom kanalu često može da zavarava. Na primer, porast izdvajanja obavezne rezerve na devizne depozite (ali ne na strano pozajmljivanje ili kapital), neminovno dovodi do nižih pasivnih kamatnih stopa (*ceteris paribus*) i na taj način stimuliše veću ekonomsku ekspanziju. Kako su marginalni troškovi finansiranja

¹² Važno je da se shvati da na nivo aktivnosti i stranu ponude ne utiče nivo kamatne stope, već raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, zbog toga što je to razlika između troškova kamate na pozajmice nasuprot oportunitetnim troškovima deponovanja istih.

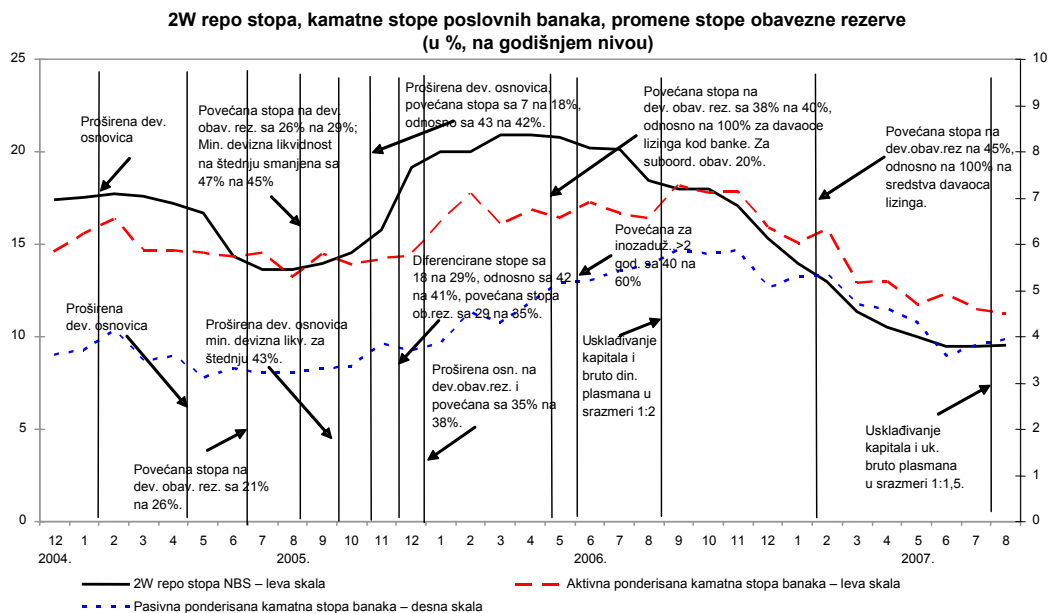
iz inostranstva nepromenjeni, potrebno je cenu domaćeg izvora finansiranja učiniti konkurentnom alternativom stranom finansiranju. Stoga, kamatna stopa na domaće depozite pre opada nego što raste.

Čini se da iskustvo Srbije potvrđuje da je teško predvideti efekte promene izdvajanja za obaveznim rezervama na aktivne i pasivne kamatne stope, kao što i Slika 7 pokazuje. Između brojnih različitih promena koje se odnose na izdvajanje rezerve od početka 2005. do danas, nemoguće je uspostaviti jasan model reagovanja aktivnih i pasivnih kamatnih stopa. U osnovi, razlikujemo četiri kategorije ovih mera (promena stope obaveznih rezervi, promena osnove za izdvajanje obavezne rezerve, promena roka dospeća, promena odnosa kapitala i kredita). Kao posledice ovih promena, analizirane su promene tržišnih kamatnih stopa, kao i važne stope rasta kreditnih agregata koje su se dogodile u mesecima nakon što su usledile ove mere. U nekim slučajevima, aktivne i pasivne kamatne stope su opale nakon zaoštavanja ovih mera. U nekim drugim slučajevima, one su porasle, premda je teško pronaći jasan opšti model ponašanja. Iznad svega, čini se da je efekat promene referentne kamatne stope od kada je uvedena u septembru 2007, imao veći uticaj na formiranje tržišnih aktivnih i pasivnih stopa nego bilo koja druga preduzeta mera.

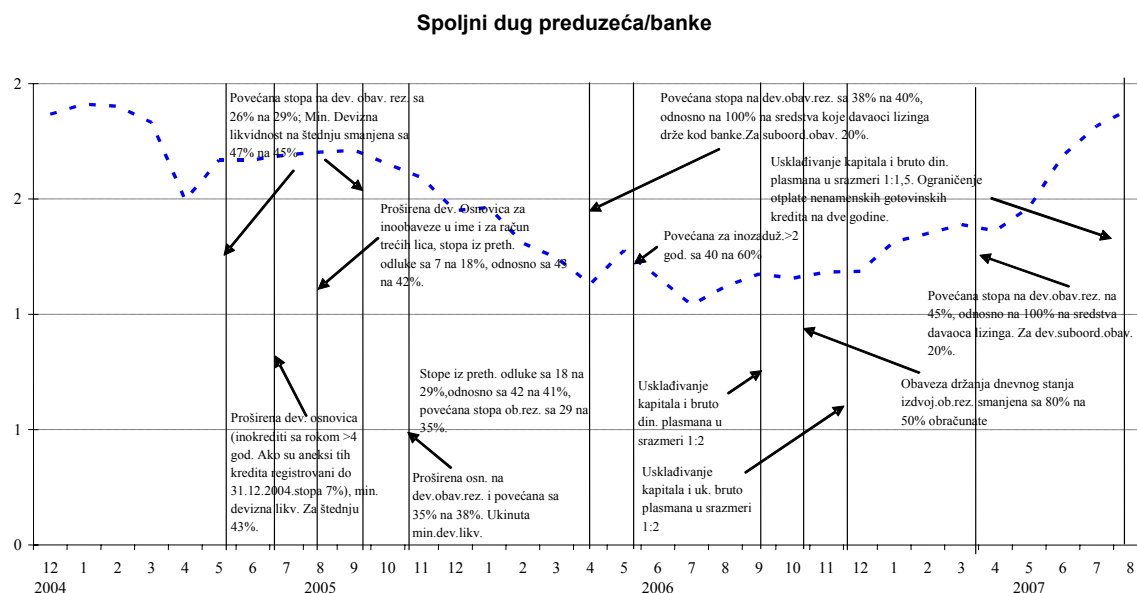
Dokazi za rast kredita podjednako su nejasni. Sa izuzetkom promena odnosa kapitala (samo dva slučaja), ukupni rast kredita nije se vidljivo usporio nakon što su preduzete mere pooštrenja. U mnogim slučajevima, rast nekih važnih ekonomskih agregata (kao što je ukupan obim kreditne aktivnosti) ustvari se ubrzao. Ovo je, na primer, tačno u slučajevima promene u stopi obaveznih rezervi. Dok su stope rasta kreditnih agregata bankarskog sektora opale prateći povećanje u obaveznim rezervama (tri od četiri slučaja), celokupna kreditna aktivnost (uključujući direktne strane pozajmice) je ustvari porasla u tri od četiri slučaja.

Na kraju, moć uticaja izdvajanja obaveze rezerve na kreditnu aktivnost, inflaciju i ostale makroekonomske varijable suštinski zavisi od izvodljivosti zaobilaženja. Kada je ograničavanje bankarskih kredita na snazi, zahtev za rastom obaveznih rezervi povećava troškove posredovanja banaka u odnosu na troškove direktnog pozajmljivanja u inostranstvu, i na taj način ih podstiče. Ovakvi efekti su često vrlo jaki i sprečavaju nameravane efekte mera, kao što je to primećeno u mnogim zemljama (npr. u Hrvatskoj u 2003). Iskustvo Srbije takođe ukazuje na značaj zaobilaženja obaveznih rezervi, što svedoče Slike 8-11. Pooštavanje mera i odnosa kapitala i kredita u leto 2006, iako efikasno kad je rast spoljnog duga banaka u pitanju (Slika 9), uticalo je na rast direktnog stranog pozajmljivanja (Slika 8) i kapitalizaciju banaka (Slika 10). Celokupni rast kredita u privredi (zbir domaćeg i inostranog zaduživanja) nije bio smanjen (Slika 11).

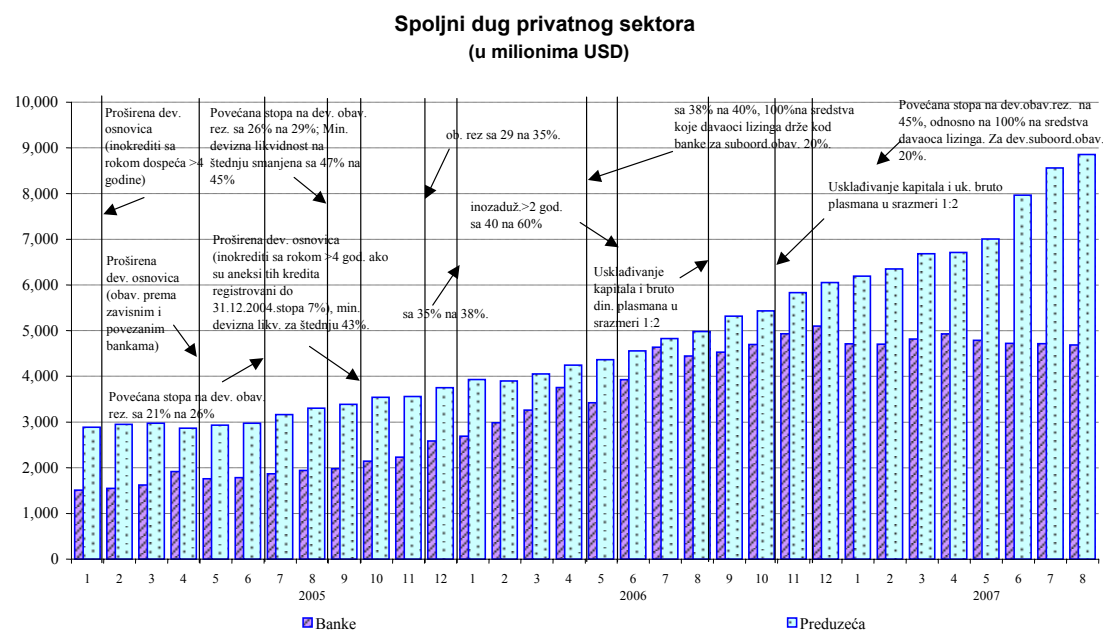
Slika 7.



Slika 8.

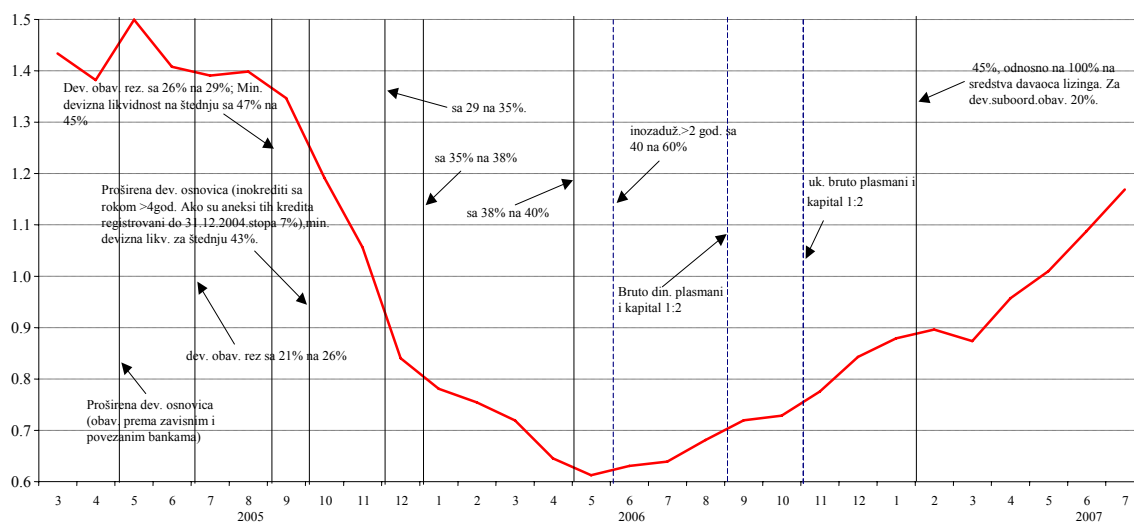


Slika 9.



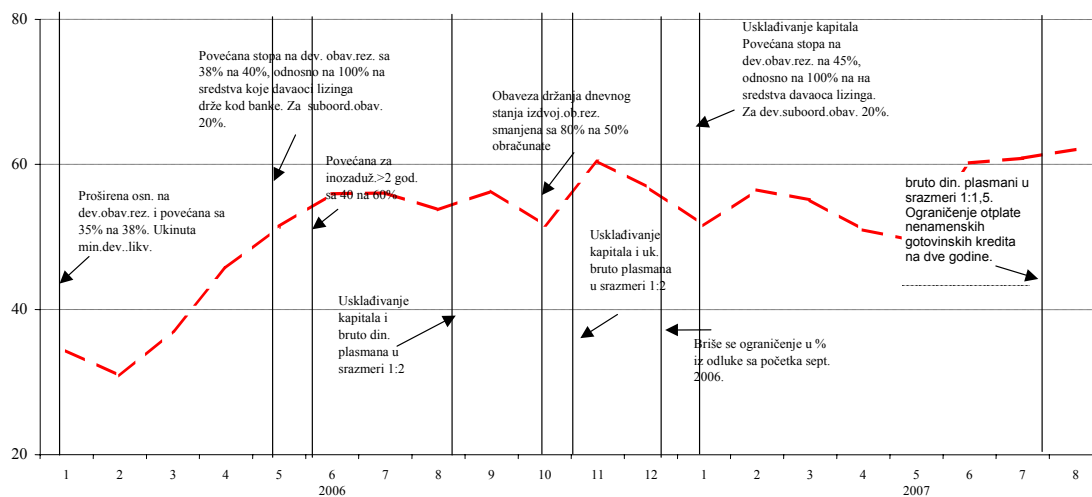
Slika 10.

Odnos kapitala i neto zaduživanja banaka u inostranstvu



Slika 11.

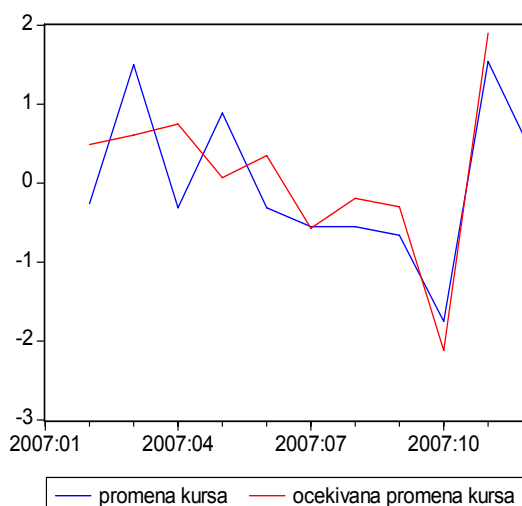
Domaće i inostrano zaduživanje privatnog sektora



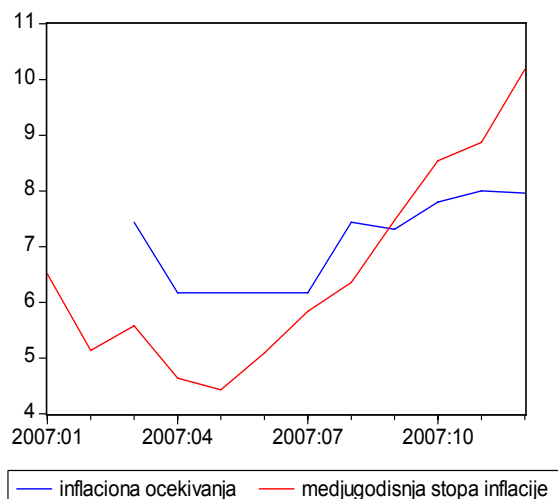
3.5. Inflaciona očekivanja imaju neosporan uticaj na ostvarena kretanja

Od januara 2006. godine, Narodna banka Srbije u saradnji sa *TNS Medium Gallup*, prati očekivanja inflacije, deviznog kursa, poteza NBS, ekonomskog rasta i zarada za četiri sektora (privreda, finansijski sektor, stanovništvo i sindikati). Prema rezultatima Ankete, kod svih sektora došlo je do pada inflacionih očekivanja tokom 2006, iako su očekivanja u proseku i dalje bila iznad ostvarene inflacije. Nedostatak poverenja u Narodnu banku Srbije zahtevao je daleko oštriju monetarnu politiku da bi se postigao isti cilj. Konačno, u septembru 2007. godine, poklapaju se očekivanja i ostvarena kretanja. Posle stabilizacije inflacionih očekivanja, ponovo dolazi do njihovog rasta u svim sektorima koji se posmatraju. Skok cena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda, kao i informacije u medijima o poskupljenjima, doveli su do toga da očekivanja u sektoru stanovništva porastu na preko 15% na godišnjem nivou. Očekivanja svih sektora, osim finansijskog, znatno su iznad ostvarene inflacije. Sektor stanovništva prednjači u nerealno visokim inflacionim očekivanjima. Slike nedvosmisleno pokazuju da su očekivana inflacija i očekivani devizni kurs imali uticaj na stvarna kretanja.

Slika 12. Očekivane promene nominalnog kursa i njene realizacije



Slika 13. Inflaciona očekivanja i realizacije međugodišnje stope inflacije



4. Implikacije za monetarnu politiku

4.1. Neosporna je dominacija kanala deviznog kursa

Visok stepen evroizacije je najbolji indikator koliko je mali prostor za vođenje nezavisne monetarne politike. On je posledica duge istorije nestabilnosti, inflacije i hiperinflacije, odnosno, grešaka u vođenju ekonomske politike u prošlosti. Greške uključuju i institucionalna rešenja zaštite od visoke inflacije. Dok su neke zemlje, kao Čile ili Peru na primer, zaštitu obezbedile obaveznim indeksiranjem depozita stopom inflacije, u Srbiji je zaštita obezbeđena mogućnošću da se štedi u stranoj valuti. Step en evroizacije je dodatno povećan nakon privatizacije realnog i finansijskog sektora, kao rezultat priliva kapitala i promene strukture vlasništva bankarskog sektora. Danas se 87% bankarskog sektora nalazi u rukama stranih vlasnika. Ove banke lako dolaze do stranog kapitala, što ih čini nezavisnim od likvidnosti koju obezbeđuje centralna banka. Konačno, step en evroizacije je povećan zbog jake tražnje za kreditima u uslovima niske štednje u dinarima. Visok step en evroizacije umanjuje uticaj referentne kamatne stope na aktivnu i pasivnu kamatnu stopu poslovnih banaka, kao i efikasnost kreditnog kanala.

U ovim uslovima, ukoliko Narodna banka Srbije želi da ostvari nisku i stabilnu stopu inflacije, mora se osloniti na **direktan uticaj** kursa na inflaciju. U tom smislu, neophodno je formirati komfornu zonu u okviru koje je kretanje deviznog kursa prihvatljivo sa aspekta ostvarenja ciljne stope inflacije. Širina zone treba da se zasniva na oceni veličine transmisije od promene kursa do cena, u periodu od 12 meseci.

Komforna zona ne znači fiksiranje ili targetiranje kursa, ali služi kao orijentir Centralnoj banci za prilagođavanje monetarne politike (kamatne stope) između kvartalnih projekcija inflacije. Kako se niska stopa inflacije bude ostvarivala i održavala, Centralna banka će se sve manje oslanjati na direktan, a sve više na indirektan kanal kursa.

Od načina na koji koristimo ovaj kanal (**direktno**, što podrazumeva da se centralna banka opredelila za **ciljanje kursa** kao monetarnu strategiju, gde su intervencije na deviznom tržištu osnovni instrument monetarne politike, ili **indirektno**, gde se uticaj na kurs vrši promenom referentne kamatne stope, što znači da se centralna banka opredelila za **ciljanje inflacije**, kao monetarnu strategiju), zavisi da li će se razviti i drugi kanali monetarne transmisije koji bi monetarnu politiku učinili efikasnijom (kanal kamatne stope ili kreditni kanal na primer).

Kao što je to bio slučaj s velikim brojem drugih centralnih banaka, nakon inicijalne faze tranzicije i korišćenja deviznog kursa kao nominalnog sidra, Narodna banka Srbije se opredelila za strategiju ciljanja inflacije, što otvara prostor za jačanje drugih transmisionih kanala. Brojne empirijske analize su pokazale da je u drugim zemljama, i pored dominacije kanala deviznog kursa, korišćenje kamatne stope kao osnovnog instrumenta monetarne politike dovelo do značajnog jačanja uloge kamatne stope u transmisionom mehanizmu.

4.2. Izbor monetarne strategije zavisi od režima kursa: ipak, naš izbor je ciljanje inflacije

Monetarna strategija (monetarna politika) zavisi od režima kursa. U uslovima priliva kapitala, izbor se svodi na fiksni ili rukovođeno fleksibilan kurs, odnosno, **ciljanje kursa**, ili **ciljanje inflacije**, koje pretpostavlja fleksibilan kurs. Nezavisna monetarna politika, u uslovima fiksnog kursa moguća je samo ako se kontroliše priliv. U uslovima priliva kapitala i fiksnog deviznog kursa, nema nezavisne monetarne politike. A ako se priliv ne kontroliše, nezavisnost monetarne politike može obezbediti samo fleksibilnost kursa.

Priliv kapitala komplikuje makroekonomsku politiku i u slučaju fiksnog i u slučaju fleksibilnog kursa. Zato je neophodno odlučiti da li treba da se borimo protiv priliva *per se* ili makroekonomskih posledica priliva kapitala. Stav autora je nedvosmislen. Priliv kapitala ne treba zaustavljati, prvo, zato što je pre blagodet, korist, željeno dobro, nego problem (ima više pozitivnih nego negativnih posledica), a drugo zato što je to nemoguće, jer novac uvek nađe način da uđe ili izađe ukoliko postoji podsticaj.

Interesantno je sagledati kako kanal deviznog kursa funkcioniše u uslovima dve različite monetarne strategije. U režimu CI i fleksibilnog nominalnog deviznog kursa, priliv kapitala dolazi prvo na tržište novca i devizno tržište i utiče na nominalnu apresijaciju deviznog kursa. Sa pogoršavanjem spoljne konkurentnosti,

cene će padati da bi se uspostavila održiva spoljna pozicija. Centralna banka održava stabilnost cena smanjenjem restriktivnosti monetarne politike što vodi depresijaciji kursa i (željenom) rastu cena. Na agregatnom nivou, zemlja pokazuje značajne fluktuacije nominalnog i realnog kursa koje je vraćaju na "ravnotežnu" vrednost u dugom roku. U režimu fiksnog deviznog kursa, priliv kapitala ulazi direktno na tržište roba (jer je tržište novca i deviza ograničeno održavanjem fiksnog kursa). Priliv kapitala utiče na rast agregatne tražnje. Cene počinju da rastu. Ovo pogoršava spoljnu konkurentnost i rezultira pogoršanjem spoljne pozicije zemlje. Na makroekonomskom nivou, istrajna apresijacija realnog deviznog kursa će na kraju dovesti do neodrživosti spoljne pozicije. Jedini način da se ova situacija učini održivom jeste ili rast produktivnosti ili takva fiskalna politika koja će uticati na pad agregatne tražnje. Dakle, CI je efikasnija kad je kontrola cena u pitanju, dok su rizici kad je platni bilans u pitanju slični.

Imajući ovo u vidu, Narodna banka Srbije (NBS) je od septembra 2006. godine na putu ciljne inflacije (CI). Suočava se sa teškim početnim uslovima i mnogim izazovima. Ciljanje inflacije je nastalo kada je fokus prethodnog režima na realni devizni kurs, kroz depresijaciju deviznog kursa propao, što je dovelo i do visoke inflacije, ali i do visokog deficita tekućih plaćanja.

Ciljanje inflacije je izabrano kao jedina razumna alternativa, uprkos mnogim izazovima, kao što su nizak kredibilitet i slaba monetarna transmisija. Sticanje kredibiliteta bilo je posebno teško za novi režim, uzevši u obzir burnu hiperinflacijsku prošlost, očekivanja visoke inflacije i nepotpunu nezavisnost institucija. Izazovi u vezi sa monetarnom transmisijom potiču od brzog uticaja kursa na nivo cena, visokog stepena realne i finansijske dolarizacije, i veoma nerazvijenog novčanog i deviznog tržišta. U suočavanju sa ovim izazovima, NBS je mnogo toga promenila. Kratkoročne kamatne stope su postale ključni instrument u monetarnoj politici za postizanje inflacionih ciljeva, uloga intervencija na deviznom kursu je smanjena, a važnost makroekonomskih prognoza i analiza u donošenju odluka je porasla. Izveštaj o inflaciji je postao glavno sredstvo komunikacije koje promoviše transparentnost i odgovornost ciljeva i politika Narodne banke Srbije. Fleksibilan devizni kurs je ključni oslonac novog režima, iako je otkrio ranjivost ekonomije u odnosu na kretanja deviznog kursa u uslovima velikog deficita tekućih plaćanja.¹³ Kao sredstvo

¹³ **Fluktuacije kursa** su *normalne*, događaju se svuda, ukoliko se menjaju ekonomski fundamenti i raspoloženje investitora. Na primer, investitori se ovih dana povlače iz većine zemalja u Regionu. U izvesnoj meri, ove turbulencije su *zdrave*, brane ekonomiju od šokova i pomažu privredi da nađe novu ravnotežu, što je suština fleksibilnosti. Takođe, one su i *poučne*. Tržište i ekonomski akteri moraju prihvatiti da je kurs volatilan i zaštititi se od deviznog rizika. NBS je ukazivala na neophodnost zaštite od momenta kada je usvojila novi okvir. Moram reći da nemam puno simpatija za one koji se žale za fluktuacije kursa. Postoje dva razloga za ovo. **Prvo**, danas je moguće da izvoznici odrede / fiksiraju kurs po kojem prodaju proizvode, mnogo pre nego nego što zaista žele da vrate prihod od izvoza u zemlju. Čineći to, oni eliminišu mogućnost da će devizni kurs rasti pre nego što je njihov proizvod spreman za prodaju, a takođe, ne mogu imati dodatnu korist ako devizni kurs bude dalje padao. Izvoznici, naravno, mogu da izaberu da ne koriste ovo tržište i da se kockaju očekujući da će dobiti mnogo povoljniji kurs u budućnosti. Oni su slobodni da naprave izbor. Ali, važno je prepoznati da su oni na sebe preuzeli devizni

postizanja stabilnosti cena, fleksibilnost deviznog kursa predstavlja amortizer protiv inflatornih šokova, dopuštajući da privreda dostigne novu ravnotežu. Štaviše, sa visokim uticajem deviznog kursa na nivo cena, apresijacija deviznog kursa je bila glavni kanal smanjenja inflacije i ostvarenja ciljane inflacije. Međutim, alarmantno visoki deficiti tekućih plaćanja postavljaju pitanje održivosti takve strategije za smanjenje inflacije. Odgovor na ovo pitanje zavisi od toga da li je realni devizni kurs moćan u smanjenju deficita platnog bilansa. Ako se pokaže da kurs nije dovoljno moćan u promeni strukture tražnje, onda se mora uticati na nivo apsorpcije. **U svakom slučaju, devizni kurs ne može istovremeno služiti monetarnoj politici i prilagođavanju platnog bilansa.**

4.3. Uticaj kursa na platni bilans značajno manji od uticaja kursa na inflaciju

Već duže vreme, pojedini ekonomisti u Srbiji smatraju da je osnovni uzrok visokog spoljnotrgovinskog deficita realna apresijacija kursa dinara prema evru i kao glavnog krivca za to navode NBS. Po njihovom mišljenju depresiranje dinara (pominje se čak i nivo od 120 RSD/EUR!) pojeftinilo bi domaću robu u inostranstvu i poskupelo uvozu robu, što bi značajno popravilo spoljnotrgovinski bilans.

Sa druge strane, zaključak nedavne misije MMF-a je da osnovni uzrok spoljnotrgovinskog deficita leži u visokoj javnoj potrošnji (visok uvoz) i nedostatku strukturnih reformi (nizak izvoz). U toj situaciji, NBS ima izbor da li će neutralnom ili ekspanzivnom monetarnom politikom dozvoliti da se to prelije na porast cena (kao 2004. i 2005.) ili će restriktivnom monetarnom politikom, uz realnu apresijaciju domaće valute, održati cenovnu stabilnost uz pogoršanje spoljnotrgovinskog bilansa. Po mišljenju misije MMF-a, NBS je sa pravom vodila restriktivnu politiku, jer u suprotnom, „pokušaji da se depresijacijom kompenzuje gubitak konkurentnosti, koji ima svoje korene u preteranom povećanju zarada, sporim strukturnim reformama i relativno labavoj fiskalnoj politici naneli bi štetu kredibilitetu monetarne politike i istovremeno ne bi doneli održiv podsticaj izvoza“¹⁴.

Uvođenjem (neformalnog) režima ciljane inflacije svaka dilema je otklonjena – glavni cilj NBS je održanje cenovne stabilnosti u ciljanom okviru, s tim što je, vodeći računa da to ne ugrozi ekonomsku aktivnost, cilj inflacije u prvim godinama novog okvira postavljen na višem nivou i u širem rasponu nego što je to slučaj u većini zemalja koje ciljaju inflaciju.

Kakav je, uopšte, domet monetarne politike u uticaju na uvoz i izvoz? Nesporna je činjenica da realni devizni kurs utiče na uvoz i izvoz. Šta određuje kretanje realnog kursa? Brojne studije su utvrdile da je dugoročni trend realnog deviznog kursa u

rizik, nadajući se boljem kursu u budućnosti. Preuzimanje deviznog rizika nije mudro za izvoznike i proizvođače – to je posao finansijskih specijalista.

¹⁴ Zaključna izjava misije MMF-a. 6. novembar 2007.

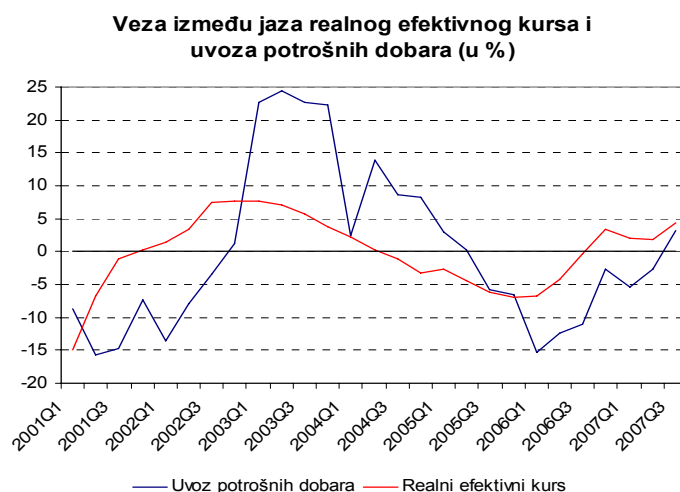
najvećoj meri određen razvijenošću zemalja, odnosno razlikama u produktivnosti. Takođe, nesporno je da monetarna politika ima uticaja na realni devizni kurs, pa samim tim i na spoljnotrgovinski bilans. Ipak, pri razmatranju uticaja monetarne politike na spoljnotrgovinski bilans neophodno je imati u vidu sledeće činjenice:

- monetarna politika ne utiče na dugoročni trend realnog kursa, već samo na oscilacije oko trenda (apresijacijski/depresijacijski jaz)
- trend izvoza i uvoza, zbog toga, nisu definisani akcijama monetarne politike, već fundamentalnim faktorima, kao što su produktivnost, strukturne reforme, SDI, javna potrošnja.
- domet monetarne politike, prema tome, svodi se na oscilacije izvoza i uvoza oko srednjoročnog trenda. NBS može da utiče na spoljnu trgovinu, samo u meri u kojoj može da utiče na realni kurs, tj. na oscilacije oko trenda (uvozni i izvozni jaz).

Da bismo utvrdili u kojoj meri monetarna politika utiče na spoljnotrgovinski bilans, uradili smo analizu u kojoj smo testirali vezu između uvoznog/izvoznog jaza i jaza realnog kursa. Empirijska analiza je urađena na jazovima kvartalno izraženih serija počev od prvog kvartala 2001. do četvrtog kvartala 2007.

Rezultati analize pokazuju da postoji veza između jaza realnog kursa¹⁵ i izvoza dobara i usluga. Apresijacijski jaz dovodi do negativnog izvoznog jaza i obratno. Ocenjeni koeficijent elastičnosti je statistički značajan i iznosi -0,48, što znači da apresijacija realnog kursa od 1% uzrokuje pad izvoza za 0,48%.

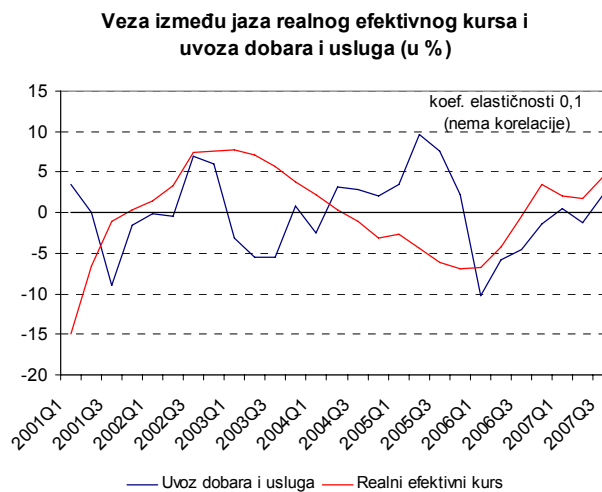
Slika 14.



¹⁵ Na grafikonima, pozitivne vrednosti predstavljaju apresijacijski jaz, a negativne depresijacijski.

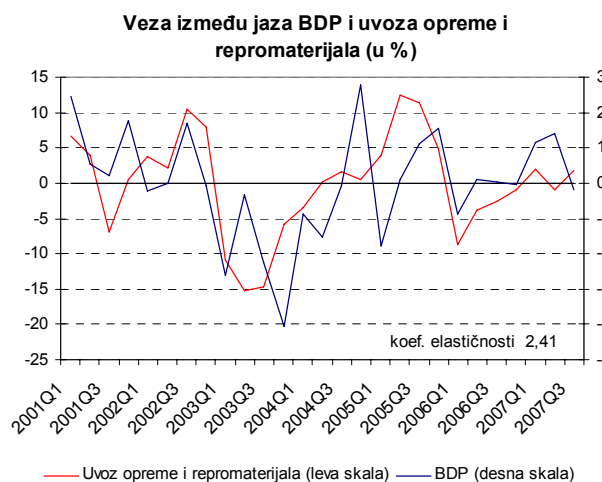
Između jaza realnog kursa i jaza ukupnog uvoza nije pronađena korelacija. Ocenjeni koeficijent elastičnosti blizak je nuli (0,1) i nije statistički značajan. Ovo se može objasniti činjenicom da najveći deo uvoza (oko 80%) čine oprema i repromaterijal čija je uvozna tražnja u najvećoj meri determinisana proizvodnim potrebama privrede, a u znatno manjoj meri realnim kursom.

Slika 15.



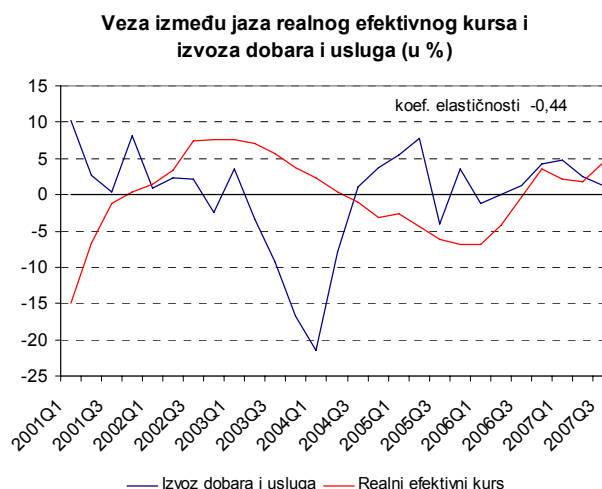
Ovo postaje očigledno kada odvojeno posmatramo uvozna potrošna dobra, sa jedne, i uvoznu opremu i repromaterijal, sa druge strane. Ako umesto na jaz realnog kursa, uvoz opreme i repromaterijala regresiramo na proizvodni jaz, dobijamo statistički značajan koeficijent, koji iznosi 2,24. Ovo potvrđuje gore iznesenu tvrdnju da je uvoz ove grupe proizvoda pre svega determinisan ekonomskom aktivnošću.

Slika 16.



Veza između uvoza i realnog deviznog kursa postoji kada umesto ukupnog, posmatramo samo uvoz potrošnih dobara. Sa narednog grafikona je upadljiva korelacija između jaza realnog kursa i uvoza potrošnih dobara. Ocenjeni koeficijent elastičnosti iznosi 1,23. Ovde treba imati u vidu da je u pitanju samo oko 20% ukupnog uvoza. Pod pretpostavkom da je uvoz opreme i repromaterijala u potpunosti neelastičan na realni kurs, koeficijent elastičnosti ukupnog uvoza iznosio bi oko 0,24.

Slika 17.



Zbir dugoročnih koeficijenata elastičnosti tražnje za uvozom i izvozom u našem slučaju iznosi 0.72 ($0.24+0.48$), što znači da Marshall-Lerner uslov nije zadovoljen, tj. da depresijacija (apresijacija) nije moćno sredstvo u borbi sa deficitom spoljno - trgovinskog bilansa. Depresijacija nominalnog deviznog kursa ne znači automatski rast izvoza i pad uvoza, pošto je praćena inflacijom koja će ovu promenu, u velikoj meri, neutralisati u realnom iznosu. Analiza je pokazala da politika deviznog kursa ne treba da se vodi sa ciljem uspostavljanja ravnoteže između platno-bilansnih ciljeva i ciljeva koji se odnose na inflaciju. Činjenica je, takođe, da smo balansiranje između različitih ciljeva već nekoliko puta probali, a poslednji put 2004. i 2005. godine (pod uticajem MMF), što je za posledicu imalo povećanje inflacije (do 18%); slično iskustvo imale su i druge zemlje (Čile, Mađarska, Poljska, Izrael); međutim, sve su odustale od takve strategije kad su na kraju postale svesne da su samo proizvodile još veću inflaciju.

Na osnovu navedenih rezultata može se zaključiti da, preko jaza realnog kursa, monetarna politika ima uticaja na uvoz potrošnih dobara i (ukupan) izvoz. Ovaj uticaj, međutim, može biti samo kratkoročan. Za postizanje trajne i dugoročne spoljnotrgovinske ravnoteže potrebno je: kada je u pitanju izvoz, sprovesti strukturne reforme koje će prilagoditi srpsku privredu uslovima koji vladaju na svetskom tržištu

i, kada je u pitanju uvoz, voditi odgovornu fiskalnu politiku, koja ne bi zahtevala reakciju monetarne politike u pravcu visoke restriktivnosti.

5. Uticaj fiskalne politike

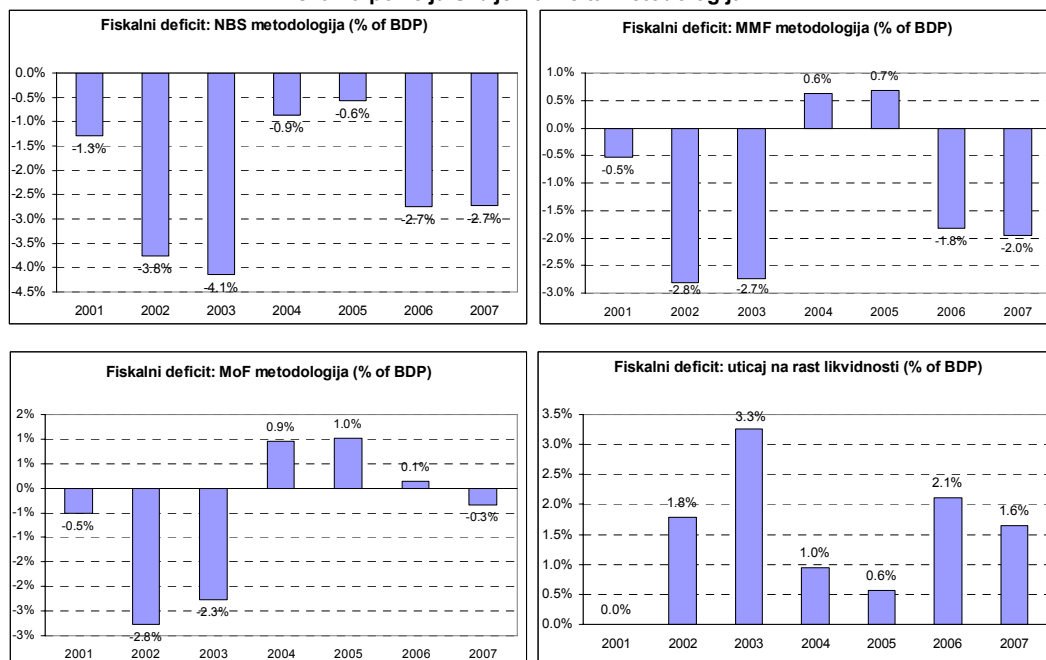
Naravno da na ovom mestu želim da dotaknem i drugi aspekt makroekonomske politike - fiskalnu politiku. Ona se tiče poreskih prihoda koje država može izvući od privrede i onoga što mora potrošiti. Promene u fiskalnoj politici imaju važne implikacije na monetarnu politiku, realnu kamatnu stopu i realni devizni kurs. Monetarna politika može kontrolisati inflaciju na niskom i stabilnom nivou, ali koliko čvrsta monetarna politika mora biti da bi dostigla cilj zavisi od fiskalne politike.

Na Slici 18, prikazana je fiskalna pozicija, prema različitim metodologijama. Ravnotežni budžet ili čak suficit po jednoj metodologiji lako postaje deficit od 2-3% BDP po drugoj – što mnogo otežava i komplikuje vođenje monetarne politike. Eksperimentisanje sa budžetskom klasifikacijom često se „zloupotrebljava“ i od strane kreatora ekonomske politike, ali i njihovih oponenta da bi se pozicija države ili fiskalna politika pokazala više (manje) odgovornom. Na analitičarima je, međutim, da manipulacije sa podacima ne ostanu neprimećene.

Ministarstvo finansija se oslanja na GFS metodologiju iz 1986, ali je koristi kreativno, kad je u pitanju klasifikacija prihoda i rashoda. Postoji mnogo nestandardnih pozicija, posebno u formi prihoda od prodaje licenci i otplate starih dugova i obaveza prema sektoru stanovništvo. Mnoge od ovih pozicija su tretirane na način da zamagljuju opštu fiskalnu poziciju. Narodna banka Srbije striktno poštuje logiku GFS metodologije, pri oceni iskalne pozicije. Metodologija MMF je sličnija metodologiji NBS (razlike postoje samo u tretmanu otplate stare devizne štednje, koje MMF tretira kao klasičnu otplatu duga, a NBS kao tekući rashod). Konačno, sa aspekta monetarne politike, možda najvažniji indikator predstavlja uticaj države na kreiranje likvidnosti, pošto ekstra likvidnost ili utiče na rast inflacije, ili se preliva u deficit platnog bilansa.

Prema metodologiji Ministarstva finansija, fiskalni rezultat je do nedavno bio uravnotežen. Pogoršavanje počinje od trećeg kvartala 2006. godine. Striktnije metodologije, koju primenjuje Narodna banka i MMF pokazuju ipak različit rezultat. Prema obe metodologije, država je ostvarila značajan deficit u 2006. i 2007. godini (deficit je veći prema metodologiji NBS). Čak šta više, prema metodologiji NBS, deficit je postojao i ranije, samo je bio relativno mali. Konačno, fiskalna pozicija merena uticajem operacija države na likvidnost pokazuje da je fiskalna politika manje ili više ekspanzivna od 2002. godine. No, bez obzira o kojoj metodologiji je reč, fiskalna pozicija se značajno pogoršava od trećeg kvartala 2006. godine, što dezinflacioni zadatak monetarne politike čini mnogo težim.

Slika 18.

Fiskalna pozicija Srbije: različita metodologija

Pogoršavanje fiskalne pozicije desilo se nekako u isto vreme kad je režim ciljanja inflacije uveden, upravo onda kada je bila potrebna aktivna podrška Vlade.

Centralna dilema za kreatore monetarne politike u ovim uslovima je da li da insistiraju na striktnom ciljanju inflacije, uprkos nedostatku podrške Vlade i fiskalne politike. Monetarna politika je odgovorna za inflaciju i nedavno iskustvo je pokazalo da ona zaista i može da isporuči nisku stopu inflacije, bez obzira na poziciju fiskalne politike (Slika 19). U kojoj meri će fiskalna politika uticati na inflaciju zavisi od reakcije monetarne politike. Dakle, moguće je da se vodi restriktivna fiskalna politika, ali da zbog monetarne politike (pada kamatne stope i depresijacije valute) dolazi do inflacije. Isto tako, ekspanzivna fiskalna politika u uslovima dovoljno restriktivne monetarne politike može da isporuči nisku inflaciju. Ovo pokazuje iskustvo Srbije u periodu 2004-2006. godine. Tako je u periodu 2004-2005, prema Programu MMF, fiskalna politika uticala na pad agregatne tražnje, ali je monetarna politika (pre svega zbog depresijacije domaće valute) bila ekspanzivna. Suprotno ovom, u 2006. godini, fiskalna politika je uticala na rast agregatne tražnje, ali je restriktivnošću monetarne politike obezbeđena dezinflacija.

Slika 19.



Uprkos uspeha u obaranju stope inflacije, opcije raspoložive za Narodnu banku Srbije su ograničene bez dobre koordinacije sa vladom. Fleksibilni devizni kurs bio je ključna poluga novog režima, ali je ranjivu privredu izložio fluktuacijama kursa, pogoršavajući i onako veliki deficit platnog bilansa. U uslovima relativno visokog transmissionog efekta deviznog kursa, apresijacija dinara bila je glavni kanal dezinflacije. Međutim, alarmantno visoki deficit tekućeg platnog bilansa otvorio je pitanje osetljivosti i održivosti takve dezinflacione strategije. Sa slabim transmissionim kanalom kamatnih stopa u visoko evroiziranoj privredi, administrativne i direktne mere koristile su se da bi podržale monetarnu transmisiju, ali i da utiču na smanjenje platno-bilansnog deficita, međutim, bez vidljivijih rezultata.

Zaključak

Devizni kurs je tradicionalno bio i ostao važno sidro za srpsku privredu, malu, otvorenu, visoko evroiziranu. Preliminarna, empirijska istraživanja pokazala su da je kanal deviznog kursa najznačajniji kanal monetarne transmisije. Pri tome, uticaj kursa na inflaciju za sada je samo direktan i asimetričan, značajno veći u periodu depresijacije u odnosu na period apresijacije. Ostali kanali monetarne transmisije, osim kanala očekivanja, nisu identifikovani.

Fiskalna politika bila je ekspanzivna poslednjih godina, suprotno zvaničnim izjavama. Takođe, fiskalna i monetarna politika bile su potpuno nekoordinirane: restriktivna monetarna politika bila je praćena ekspanzivnom fiskalnom i obrnuto. Uprkos slabe koordinacije i generalno ekspanzivne fiskalne politike, monetarna politika je bila uspešna u obaranju stope inflacije. Strategija ciljanja inflacije, uvedena u avgustu 2006 donela je vidljive rezultate, uprkos mnogim nepovoljnostima (kao što je visok transmisioni efekat deviznog kursa, visok nivo finansijske evroizacije, slabe transmisije kamatnih stopa).

Iako veliki uspeh i pobjeda, obaranje stope inflacije može biti kratkog daha u odsustvu dugoročnog fiskalnog prilagođavanja. Nedavno iskustvo je pokazalo da monetarna politika zaista i može da isporuči nisku stopu inflacije. Pitanje je da li su dobici ostvareni snižavanjem stope inflacije održivi bez eksplicitne ili implicitne podrške vlade i njene politike. Na primer, fiskalno prilagođavanje može pomoći u smanjenju visokog deficita tekućeg računa platnog bilansa koje nameće veliko ograničenje u vođenju/kreiranju monetarne politike. Oprezna, čvrsta fiskalna politika je način da se stimuliše domaća štednja i rast. Konačno, fiskalno prilagođavanje može napraviti prostor za mnogo relaksiraniju monetarnu politiku, i tako smanjiti brzinu nominalne i realne apresijacije.

Međutim, u odsustvu fiskalnog prilagođavanja, šta je najbolja reakcija monetarne politike? Da li treba da bude više restriktivna vis-à-vis fiskalne neizvesnosti, nepovoljnih šokova, domaćih i spoljnih i preuzme na sebe više od fer učešća stabilizacionog tereta i striktno isporuči obećano? Da li inflacioni ciljevi treba da budu manje ambiciozni za konvergirajuće privrede, u uslovima visokog priliva kapitala, deficita platnog bilansa i domaćih i spoljnih šokova? Da li strategija ciljanja inflacije Narodne banke Srbije treba da bude modifikovana zbog nekih lokalnih specifičnosti, na primer korišćenjem manje ortodoksnih instrumenata (kao što su administrativne mere i dogovor sa bankama) da bi se prevazišli problemi u monetarnoj transmisiji? Mada još uvek nemam konačan, nedvosmislen odgovor na ova pitanja, nadam se da će ih kreatori monetarne politike u Srbiji uskoro pronaći.