



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**Меморандум
Народне банке Србије
о циљању (таргетирању) инфлације
као монетарној стратегији**

Децембар, 2008. године

На седници одржаној 22. децембра 2008. године, Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио је овај меморандум, којим се дефинише формална примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. године. Меморандумом се формулишу основни принципи и функционисање новог режима монетарне политике Народне банке Србије.

Меморандум је сачињен у складу са *Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације*, који је усвојен на седници Владе Републике Србије од 19. децембра 2008. године.

Успостављање окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација представља процес који захтева координисане напоре Народне банке Србије и Владе Републике Србије, будући да је инфлација у Србији њихова заједничка одговорност. Да би се обезбедила ценовна стабилност која ће допринети одрживом привредном расту, Народна банка Србије и Влада Републике Србије сачиниле су *Споразум о циљању (таргетирању) инфлације*¹ (у даљем тексту: Споразум) као оквир за постизање стабилности цена у средњорочном периоду, којим се објављује формални прелазак Народне банке Србије на режим циљања инфлације у 2009. години. Принципе овог режима монетарне политике Народна банка Србије је постепено уводила у праксу на основу *Меморандума о новом оквиру монетарне политике*, усвојеног у августу 2006. године.

1. Основни принципи режима инфлационог таргетирања

Циљана стопа инфлације, као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена, једина је нумеричка смерница за монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије. Народна банка Србије настоји да подржи и спровођење економске политике Владе под условом да тиме није угрожено остваривање циљане стопе инфлације, нити стабилност финансијског система.

Народна банка Србије циљану стопу инфлације постиже променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике (тренутно, у спровођењу двонедељних репо операција). Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта, без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, који подразумева право интервенција у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и заштите адекватног нивоа девизних резерви.

Народна банка Србије наставља процес јачања транспарентности монетарне политике и ефикасне комуникације с јавношћу. Монетарни одбор Народне банке Србије, према утврђеном 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.

2. Утврђивање циљева инфлације

Циљане стопе 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.

¹ Споразум је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године.

Циљеви за инфлацију се утврђују у виду континуираног распона укупне инфлације, са централном вредношћу, мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена за неколико година унапред.

Основне карактеристике и разлози дефинисања циља на наведени начин су следећи:

- дефинисањем циља у виду укупне инфлације обезбеђује се већа транспарентност, а њеним мерењем индексом потрошачких цена усклађеност са светском праксом и упоредивост с већином других земаља;

- распон дефинише зону инфлације која се сматра прихватљивом. Предвиђен је због шокова мањих размера који изазивају краткорочне осцилације стопе инфлације и не захтевају реакцију монетарне политике. Одређивање централне вредности обезбеђује јачи утицај на инфлациона очекивања;

- циљ се поставља континуирано, што одражава чињеницу да се остварење циљане инфлације може пратити у сваком моменту, а не само у једном одређеном тренутку (крај године).

- циљеви се утврђују за неколико година унапред, чиме се потврђује усмереност на постизање средњорочне стабилности цена, уважава чињеница да је трансмисија утицаја инструмената монетарне политике на инфлацију одложена и доприноси стабилизацији инфлационих очекивања.

Путања циљаних стопа инфлације биће усклађена с потребом постизања средњорочне стабилности цена. Народна банка Србије и Влада, сходно Споразуму, сматрају да инфлација која је у складу са средњорочном стабилношћу цена износи 2–4% на годишњем нивоу. Такође, приликом утврђивања циљева, водиће се рачуна о средњорочном расту економске активности и очувању екстерне стабилности.

Утврђивање циљева за инфлацију подразумева сарадњу Народне банке Србије са Владом. У окружењу у коме постоји висок удео цена на које Влада утиче директно или индиректно, Народна банка Србије може делотворно да контролише само инфлацију на конкурентним тржиштима (такозвану базну инфлацију). С друге стране, Влада је одговорна за део инфлације који настаје као резултат корекција регулисаних цена. С обзиром на то, процедура утврђивања циљева за инфлацију је следећа. Влада, у сарадњи с Народном банком, утврђује средњорочни план корекција цена на које има директан или индиректан утицај. Влада, након усаглашавања с Народном банком, објављује нумеричке смернице за раст тих цена у виду јединственог нумеричког распона за све производе. Након тога, Народна банка у договору с Владом утврђује циљеве у погледу укупне инфлације. Циљеве објављује Народна банка Србије у виду меморандума о утврђивању средњорочних циљева за инфлацију.

Влада ће благовремено обавештавати Народну банку Србије о планираној промени фискалне политике, укључујући све релевантне детаље о плановима у погледу буџета и дерегулације цена.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати договорене и објављене циљеве инфлације. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

3. Остваривање циљева инфлације

Народна банка Србије ће остваривати циљеве инфлације избором инструмената монетарне политике на одржив, доследан и предвидив начин, како би се избегле непотребне макроекономске флукуације. Избор инструмената монетарне политике

вршиће на основу анализе тренутне економске ситуације, оцене будућих кретања и средњорочне пројекције инфлације.

Народна банка Србије ће користити инструменте монетарне политике тако да обезбеди остваривање циљане инфлације и да одступања остварене од циљане инфлације буду привремена. Не може се очекивати да у сваком моменту остварена инфлација буде једнака циљаној. При озбиљним шоковима није увек могуће, нити пожељно, вратити инфлацију на циљану стопу у кратком временском периоду, с обзиром на кашњења у механизму трансмисије и утицају који би то могло имати на општу макроекономску и финансијску стабилност. Стога ће, као и друге централне банке, Народна банка Србије дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају да враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтева промене у монетарној политици које би могле изазвати додатну макроекономску нестабилност. То се нарочито односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Основни инструмент монетарне политике

Референтна каматна стопа је основни инструмент монетарне политике у режиму циљања инфлације. Остали монетарни инструменти, укључујући интервенције на девизном тржишту, имају само помоћну улогу.

Референтна каматна стопа је каматна стопа која се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике (тренутно, у спровођењу двонедељних репо операција) и представља оперативни циљ за краткорочне каматне стопе на тржишту новца. Њена улога као оперативног циља је подржана коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту.

Корекције референтне каматне стопе биће засноване на оцени тренутне економске ситуације, оцени кретања инфлације, као и њиховим пројекцијама. Референтна стопа ће бити коригована тако да пројектована инфлација буде у границама циљаног распона у временском периоду који Монетарни одбор буде сматрао одговарајућим с обзиром на природу шокова и општу макроекономску ситуацију. Размере и време таквих корекција пратиће ток монетарне трансмисије, узимајући у обзир временске помаке које трансмисија подразумева и тренутно доминантну улогу канала девизног курса. Пројекције ће се израђивати редовно и мењаће се у складу с новим подацима и оценама будућих макроекономских кретања.

Остали инструменти монетарне политике

Остали инструменти монетарне политике, као што су операције на отвореном тржишту хартијама од вредности дуже рочности или обавезна резерва, имаће помоћну улогу у остварењу циљева у погледу инфлације. Они би требало да допринесу несметаној трансмисији референтне стопе на тржиште и развоју финансијских тржишта, при чему стабилност финансијског система не би била угрожена. Неки од тих инструмената могу да олакшају трансмисију монетарне политике преко кредитног канала, а неки од њих (као што је обавезна резерва) имају и важну пруденцијалну улогу.

Интервенције на девизном тржишту

У режиму циљања инфлације девизне интервенције представљају ретко коришћен секундарни инструмент, који доприноси остварењу циљане стопе инфлације након што се исцрпи потенцијал за делотворни утицај референтне каматне стопе на инфлацију.

Девизни курс представља индикатор трансмисије монетарне политике. При оцени утицаја референтне каматне стопе важно је да се прате кретања на девизном тржишту, будући да канал девизног курса још увек представља најјачи канал кроз који се утиче на инфлацију. Међутим, за девизни курс неће се утврђивати никакви нумерички циљеви.

Поред тога, Народна банка ће примењивати девизне интервенције са следећим циљевима: 1) да ограничи претеране дневне осцилације курса динара, али без кумулирања притисака у истом правцу у дужем временском периоду, 2) да ограничи опасност по финансијску стабилност и 3) да одржи адекватан ниво девизних резерви.

Пруденцијалне мере

Пруденцијалне и административне мере Народна банка Србије не доноси као подршку остварењу циљева монетарне политике, већ ради очувања стабилности финансијског система. Ипак, с обзиром на то да те мере могу имати монетарне ефекте, Народна банка ће водити рачуна да их користи на транспарентан начин и да тиме не умањује ефикасност основног инструмента монетарне политике.

4. Извештавање о остварењу циљева инфлације

У остваривању циљане стопе инфлације, Народна банка Србије ће деловати на транспарентан начин и наставити са одговорним односом према јавности. То значи да ће јавност редовно обавештавати, користећи пре свега *Извештај о инфлацији*, о остварењу циљане инфлације, очекиваној инфлацији и макроекономским кретањима која је детерминишу, као и о мерама монетарне политике које је потребно предузети да би се обезбедило остварење циљане инфлације у будућности.

У случају да инфлација одступи од циља више од шест узастопних месеци, Народна банка Србије је у обавези да обавести Владу о разлозима тог одступања и мерама које ће предузети да се инфлација врати на циљ.

Комуникацију с јавношћу и посебним интересним групама Народна банка ће остваривати посредством својих редовних публикација, конференција за новинаре и саопштења, као и преко ванредних аналитичких семинара, конференција и публикација посвећених одређеним темама.

Монетарни одбор ће одлучивати о корекцији референтне каматне стопе на унапред најављеним седницама, а донете одлуке ће бити образложене истог дана саопштењима за јавност и/или конференцијама за новинаре.

Најважније средство комуникације Народне банке Србије с јавношћу представља *Извештај о инфлацији*, који се припрема у тромесечној динамици. Извештај садржи оцену тренутне економске ситуације и монетарне политике, као и предвиђање њихових кретања у будућности. Саставни део Извештаја је пројекција инфлације и анализа главних ризика на путу ка остварењу циљане инфлације, као и анализа утицаја будућних кретања и ризика на монетарну политику.

Ефикасном комуникацијом с јавношћу Народна банка настоји да стабилизује инфлациона очекивања и тиме допринесе остваривању циљане инфлације.

5. Координација монетарне и фискалне политике и политике доходака

У режиму циљања инфлације координација монетарне и фискалне политике је од кључног значаја, будући да њихова потенцијална неконзистентност може да угрози не само остварење циља већ и кредибилитет самог режима инфлаторног таргетирања. Јасно је да Влада има значајан утицај на инфлацију, с обзиром на релативно високо учешће производа чије цене директно или индиректно контролише, као и чињеницу да има кључну улогу у обезбеђивању правног и институционалног оквира који утичу на стабилност цена.

Влада се Споразумом обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом, правовремено обавештавајући јавност и Народну банку о променама у економској политици које могу утицати на остварење циљане инфлације, а посебно о плановима у вези с регулацијом тржишта и буџетом. Такође, према овом споразуму, Влада и Народна банка Србије сагласне су да сарађују у изградњи институционалних услова неопходних за ефикасно циљање инфлације, и то развијањем регулативе која обезбеђује независност Народне банке Србије, као и подстицањем развоја финансијског тржишта и активности везаних за јачање поверења у националну валуту.