

Dr Ljiljana Lučić\*

# MONETARNI TRANSMISIONI MEHANIZAM I STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE



*U radu se istražuju različiti teorijski pristupi u objašnjavanju transmisionog mehanizma i različite strategije monetarne politike i objašnjava zašto u našoj privredi pored monetarnog kanala i kanala deviznog kursa, za razumevanje monetarne transmisije treba komplementarno uključiti i kreditni kanal kao značajnu vezu ne samo za razumevanje uticaja novčane sfere na realni sektor privređivanja nego i za konkretno upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima.*

*Objašnjava se takođe zašto bi za strategiju monetarne politike u našim uslovima trebalo razmotriti mogućnost kombinacije monetarnog targetiranja i inflacionog targetiranja.*

---

\* Viša poslovna škola Novi Sad

**M**akroekonomska politika, na današnji način oblikovana do drugog svetskog rata, praktično nije ni postojala. Država je do tada bila zadužena za međunarodnu bezbednost zemlje i zaštitu postojećeg političkog, pravnog i ekonomskog sistema i poretka. Papirni novac kao definitivno sredstvo plaćanja je takođe, istorijski posmatrano, novijeg datuma jedva da može da obeleži stogodišnjicu. Centralna banka je takođe mlada institucija, a kreiranje i upravljanje monetarnom politikom u papirnom standardu jedan od novijih zanata. Monetarna teorija nekoliko decenija veoma aktivno pokušava da objasni i ponudi odgovarajuća rešenja za upravljanje novcem u papirnom standardu. Teorijska istraživanja su naravno najrazvijenija u zemljama čije su privrede i valute najjače. Konkretna monetarna politika je brže ili sporije reagovala na rešavanje konkretnih praktičnih problema, često koristeći sopstvena i tuđa prethodna iskustva i doprinose monetarne teorije. U ovoj oblasti postoje veoma velike razlike u teorijskom tumačenju uticaja i veze monetarnog i realnog sektora. Jedinstven pristup da je novac važan za ekonomsku aktivnost ostvaren je tek nakon nekoliko decenija različitih shvatanja, da bi se odmah nakon toga otvorila rasprava da li je novac i jedino što je važno.

Od uvođenja papirnog standarda do danas, ono što je međunarodna praksa nesumnjivo iznela na površinu kao nepobitnu istinu, a čemu svedoči i naše domaće iskustvo sa smenama jedne za drugom sve demokratskije vlasti, je da sfera novca posebno u zemljama sa nekonvertibilnom valutom ne podnosi i isključuje demokratiju. Papirni standard ima svoje zakonitosti, a konkretni uslovi u kojima se one primenjuju moraju da se prilagode onim ciljevima ekonomske politike koje utvrdi vlast. Teorijski posmatrano, da nije tako napuštanje pravila zlatnog standarda bi izgubilo svaki smisao. Da samo podsetimo papirni standard je uveden zato što zlata kao novca za razvoj privrede nije bilo dovoljno. Kontinuirani pad cena, da bi se zadovoljile potrebe privrednog i tehničko-tehnološkog razvoja završio je u velikoj depresiji 1930-tih godina. U međuvremenu manje više u svim državama deo korpusa ljudskih prava je postalo i pravo da svako može

da bude biran i da bira na parlamentarnim izborima. Smenjivost vlasti utiče da vlast postavlja za svoje ciljeve ono što može privući glasače. Međutim, često postavljeni ciljevi ne mogu da se realizuju. Razlog tome može da bude i pogrešno upravljanje novcem.

Da bi razumeli probleme centralno bankarskog upravljanja novcem u papirnom standardu potrebno je pre svega da razumemo na koji način papirni novac deluje na privrednu aktivnost. U zlatnom standardu veza novčane i realne sfere je bila količina zlata sama po sebi. To je podstaklo Milтона Fridmana da za papirni standard, preporuči rast količine papirnog novca u privredi u dugom roku po fiksnoj stopi. Monetarno targetiranje je kao strategija monetarne politike prihvaćena ali ne i fiksna stopa. Razlog je jednostavan fiksna stopa rasta količine novca je u dugom roku obezbeđivala istina spor ali stabilan i održiv rast, međutim na kratak rok, (mandat od četiri ili pet godina), fiksna stopa bi mogla biti ograničavajući faktor ostvarenja ciljeva ekonomske politike. Nakon nekoliko decenija različitih iskustava sa primenom monetarnog targetiranja po fluktuirajućim stopama, a neposredno zbog gubika veze između monetarnih i realnih varijabli, na kraju veka FED - Centralna banka SAD se oslobađa obaveze da obaveštava bilo koga o kretanju monetarnih agregata, a Evropska centralna banka praktično ukida monetarno targetiranje i uvodi inflaciono targetiranje i to po fiksiranom rasponu od 0 do 2%. Prethodnih nekoliko decenija upravljanja monetarno-kreditnom politikom nije trajno dalo za pravo ni kejnzijancima (pristalicama teorije J. M. Keynes) i kamatnoj stopi kao transmisionom mehanizmu, ni monetaristima (pristalicama M. Friedmana) i monetarnim agregatima kao transmisionom monetarnom mehanizmu. Nasleđe XIX veka, deflacija prevaziđena je uvođenjem papirnog standarda. Tekovina XX veka je inflacija i za njeno prevaziđanje tajna rešenja leži u upravljanju papirnim standardom. To je razlog zašto se neprestano analiziraju prethodni podaci i nalaze nova objašnjenja za vezu između monetarne i realne sfere i tom saznanju prilagođava konkretna monetarna politika.

Rad sadrži sledeće podnaslove: Mogući krajnji ciljevi makroekonomske politike,

Operativni pomoćni ciljevi monetarne politike za ostvarivanje krajnjih ciljeva makroekonomske politike, Strategije monetarne politike Monetarna transmisija, Različiti monetarni transmisioni mehanizmi, Monetarni transmisioni mehanizam i strategija targetiranja u našoj privredi i Zaključak. U radu se istražuju različiti teorijski pristupi u objašnjavanju transmisionog mehanizma i različite strategije monetarne politike i objašnjava zašto u našoj privredi pored monetarnog kanala i kanala deviznog kursa, za razumevanje monetarne transmisije treba komplementarno uključiti i kreditni kanal kao značajnu vezu ne samo za razumevanje uticaja novčane sfere na realni sektor privređivanja nego i za konkretno upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima. Takođe se objašnjava zašto bi za strategiju monetarne politike u našim uslovima trebalo razmotriti mogućnost kombinacije monetarnog targetiranja i inflacionog targetiranja.

## Mogući krajnji ciljevi makroekonomske politike

Ciljevi makroekonomske politike mogu biti: 1. visoka zaposlenost, 2. ekonomski rast, 3. stabilnost cena, 4. stabilnost kamatnih stopa, 5. stabilnost finansijskih tržišta, 6. stabilnost na deviznom tržištu. Mada su navedeni ciljevi makroekonomske politike međusobno kompatibilni, moguće je da ostvarenje jednog cilja isključuje realizaciju nekog drugog. Najočigledniji primer je povećanja proizvodnje, koja utiče na povećavanje zaposlenosti, međutim istovremeno umesto da ovo povećanje prati stabilnost na svim tržištima, rezultat je ubrzanje inflacije i rast kamatnih stopa. Ovakvi konflikti nameću potrebu da se napravi odgovarajući izbor cilja.

Makroekonomski cilj visoka zaposlenost bio je prioritetan cilj zemalja danas razvijene tržišne privrede nekoliko decenija nakon Drugog svetskog rata. U Evropi, razlog tome su bila ne samo ratna razaranja nego i predratni problemi depresije. "Od svih ekonomskih fluktuacija u svetskoj istoriji, jedna koja se ističe kao posebno

velika, bolna i intelektualno značajna jeste velika depresija iz 1930-tih godina. U tom periodu, SAD i mnoge druge države iskusile su veliku nezaposlenost i značajno smanjenje dohotka. U najlošijoj godini, 1933. jedna četvrtina radne snage SAD-a bila je nezaposlena, a realan GDP bio je 30% ispod nivoa u 1929. godini."<sup>1</sup>

Na osnovu dostupnih podataka za SAD a radi mogućeg poređenja sa fluktuacijama i stanjem u našoj zemlji u najkraćem treba imati u vidu koji su makroekonomski cilj unazad nekoliko decenija postavljale SAD. Od 1960-tih godina do današnjih dana nivo nezaposlenosti u SAD nije prešao visinu od 10%, a nivo inflacije 9%. Najveći nivo nezaposlenosti je ostvaren 1982. i 1983. godine u visini od oko 10%, dok je najveći nivo inflacije ostvaren 1980. i 1981. godine u visini od oko 9%.

- Sve do šezdesetih godina problem inflacije nije postojao, a postojao je visok nivo dvocifrene nezaposlenost tako da je cilj ekonomske politike bio rast proizvodnje i zaposlenosti.
- U šezdesetim godinama cilj ekonomske politike je i dalje visok nivo zaposlenosti, ali ostvarenje niske nezaposlenosti utiče na rast inflacije. Visok nivo zaposlenosti se ostvaruje preko smanjenja poreza i ekspanzivnom monetarnom politikom. Nakon izbijanja Vijetnamskog rata ekspanzija agregatne tražnje se nastavlja, nezaposlenost se smanjuje ali uz rast inflacije.
- U sedamdesetim godinama cilj ekonomske politike je obaranje inflacije i održavanje visokog nivoa zaposlenosti preko kontrole nadnica i cena i restriktivne kreditno-monetarne politike. Recesija nije bila dovoljna da neutrališe inflatorne pritiske, tako da je rast cena nafte u 1973. godini uticao na dalji rast inflacije, a primena restriktivne kreditno monetarne politike je imala za posledicu recesiju. Recesija je smanjila zaposlenost, ali se do kraja decenije inflacija nije smanjila nego povećala.
- U osamdesetim godinama cilj ekonomske politike je obaranje inflacije preko restriktivne kreditno monetarne politike. Pad cene nafte 1986. godine smanjio je

<sup>1</sup> Mankiw N. G., (2003): *Makroekonomija* (CEKOM BOOKS, Novi Sad) str. 257

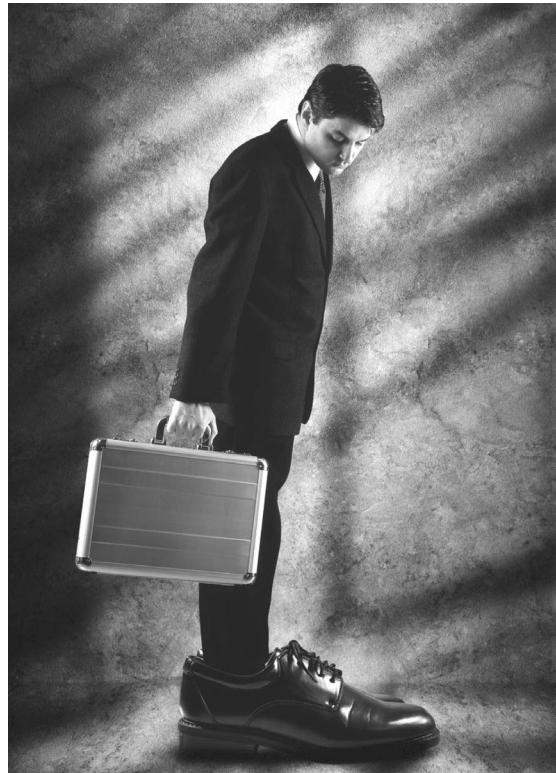
inflaciju, tako da je visok nivo nezaposlenosti počeo da se smanjuje.

- U devedesetim godinama, odnosno na početku XXI veka američka privreda ostvaruje veoma niske stope inflacije i nezaposlenosti. Objašnjenje se nalazi u kombinaciji promenjene prirodne stope nezaposlenosti i finansijske krize u Aziji koja je doprinela jakom dolaru.

Visoka stopa zaposlenosti podrazumeva postojanje prirodne stope nezaposlenosti. "Cilj visoke zaposlenosti se ne bi trebao orijentisati na stopu nezaposlenosti jednaku nuli, nego stopi iznad nule konzistentnom sa punom zaposlenošću pri kojoj je potražnja za radnom snagom jednaka ponudi radne snage. Ta se razina zove prirodna stopa nezaposlenosti."<sup>2</sup>

Ono što je sasvim izvesno je da ni u jednoj privredi ili samo izuzetno i to na kratak rok može stopa nezaposlenosti da bude na nultom nivou. Razlog tome je postojanje frikcionalne i strukturne nezaposlenosti. Douglas Staiger, James Stok i Mark Votson su procenili da je prirodna stopa 6,2%, sa intervalom tačnosti od 95% odnosno između 5,1% i 7,7%. Ovaj interval tačnosti je takav opseg za koji su statističari 95% sigurni da se prava vrednost nalazi u njemu. Dosta veliki interval tačnosti od 2,6 procentna poena pokazuje da procena prirodne stope nije sasvim tačna. Ovaj zaključak ima duboke implikacije. Kreatori politike mogu želiti da održavaju nezaposlenost blizu prirodne stope, ali njihova sposobnost da to učine ograničena je činjenicom da ne možemo biti sigurni kolika je ta prirodna stopa.<sup>3</sup> Ono što je sasvim izvesno je da se pod voljnom nezaposlenosti (a to su oni koji su nezaposleni svojom voljom) ne može prihvatiti stopa nezaposlenosti koja dostiže 10% ili više dvocifrene nivoe.

Od osamdesetih godina uobičajeni cilj makroekonomske politike u zemljama razvijene tržišne privrede je privredna i monetarna stabilnost merena niskom stopom inflacije. Postavlja se pitanje šta je to razumna stabilnost cena. Ne tako davno jednocifrena inflacija do 10% nije smatrana kao pretnja stabilnosti. Za nisko inflatorne države su smatrane one koje



Visoka stopa zaposlenih podrazumeva postojanje prirodne stope nezaposlenih

su imale stopu inflacije od 2-3% godišnje. ECB je 1999. godine donela odluku da održava inflaciju u granicama od 0 - 2% godišnje i ovaj opseg je postao međunarodna norma. Na promenu mišljenja o tome šta se smatra niskom inflacijom uticalo je iskustvo visoke inflacije i merama monetarne politike njeno svođenje na niske nivoe. Međutim nisu sve zemlje u tome uspele.

Kada je inflacija u pitanju postoje mnoga pitanja. Prvo je kako su u tome uspele Japan i SAD a zašto nisu i sve ostale države sa inflatornim problemima? Odgovor može da bude da "konkurencija konkurentnog novca" ne postoji u nacionalnoj ekonomiji kao što su predlagali slobodni bankari, ali da postoji na međunarodnom nivou. Drugo pitanje koje se postavlja je zašto je cilj povećanje cena opseg 0-2% a ne nulta stopa inflacije. Razlog je što su što su cene nedovoljno fleksibilne na dole tako da je blagi rast opšteg nivoa cena potreban za nesmetano odvijanje proizvodnje (prirodna stopa inflacije). Takođe, u okruženju nulte inflacije veća je verovatnoća postojanja rigidnih

<sup>2</sup> Mishkin F.S., Eakins S. G., (2005) *Finansijska tržišta + institucije* (Mate, Zagreb) str. 186

<sup>3</sup> Mankiw N.G., (2003): *Makroekonomija* (CEKOM BOOKS, Novi Sad) str. 366



Visoka stopa inflacije u praksi se uspešno prevazilazi restriktivnom kreditno monetarnom politikom čija je cena rast nezaposlenih

realnih nadnica, zbog čega je prilagođavanje asimetričnim šokovima u nekim sektorima teže ostvarivo. Međutim, treba imati u vidu da je u zlatnom standardu ostvarena apsolutna stabilnost cena, a da ne postoje pouzdani dokazi da su nadnice i cene do I svetskog rata u SAD i Britaniji bile manje fleksibilne nego posle II svetskog rata. Blagi rast cena je potreban i zato što ulazak u zonu deflacije jeste jedna zona o kojoj se malo zna osim da je neprijatna a možda i katastrofalna. Bez obzira šta je razlog, Šumpeter je zabeležio da su teoretičari od Hjuma do Viksela preferirali umereni rast cena, a ne stabilne cene. Fridman je 1950-tih godina formulisao pristup da je optimalna stopa inflacije jednaka nuli. Osnovni razlog je što nulta stopa inflacije maksimira ukupnu korisnost od držanja novca. Istovremeno, da bi se otvorila nulta stopa inflacije, on je zagovarao monetarno targetiranje po fiksnoj stopi rasta.

Puzajuća stopa infacije od  $2\frac{1}{2}$  godišnje znači da će se domaća kupovna moć valute prepoloviti svakih 28 godina, tj. u svakoj generaciji.<sup>4</sup> Troškovi koje inflacija nameće se u zapadnoj literaturi često nazivaju kao troškovi "kože za cipele" što znači da se sa povećavem inflacije povećavaju troškovi držanja novca u transakcione svrhe usled odlaska u banku da bi se novac podigao ili nadomestila zalihama gotovine. O ovim troškovima se ne piše u uobičajenim izveštajima. Ali se zato na pitanje zašto ljudi ne vole inflaciju odgovara jer troše više vremena da do njega dođu. U periodima

inflacije može se generalno reći da je aktivnost na finansijskim tržištima povećana, pa se zaposlenost povećava kako u finansijskom sektoru tako i po preduzećima koja traže dobre računovođe koji će efikasno upravljati tokovima gotovine (cash flow) i finansijama. Troškovi posmatrani preko funkcije novca kao jedinice mere, koji suštinski proizilaze iz računovodstva, i stalne promene standarda vrednosti su možda još i veći. Takođe, inflaciju prati slabljenje finansijske strukture firmi, a budžeti domaćinstva i država se izobličuju. Bez obzira da li se slažemo sa Fridmanom ili ne da je inflacija uvek monetarni fenomen, jasno je da proces inflacije u realnoj ekonomiji uključuje mnogo više od automatskog usklađivanja cena sa nivoom monetarne ekspanzije. Inflacioni proces ima za posledicu promene u relativnim cenama, realnim kamatnim stopama, poreskim stopama i na tržištu rada.

Upravo iz tih razloga javljaju se problemi u eliminisanju inflacionog procesa posebno ako je u pitanju dvocifreni nivo inflacije. Problemi su još veći ako pored dvocifrenog nivoa inflacije postoji i dvocifrena stopa nezaposlenosti. Problem visokih stopa inflacije se u praksi veoma uspešno prevazlazio restriktivnom kreditno-monetarnom politikom čija je cena je rast nezaposlenosti. Uspešan primer je slučaj SAD. Međutim, problem je mnogo složeniji kada se ostvari relativno nizak nivo inflacije ali ostane nerešen problem visokog dvocifrenog nivoa nezaposlenosti. Pokušaji da se podstakne zaposlenost pokreću rast inflacije, zato što inflacija koja je eliminisana nije ni inflacija tražnje (kakva je bila u SAD 1960-tih i 1980-tih) niti troškovna inflacija (kakva je bila u SAD 1970-tih), nego je njena priroda strukturna, tako da izostaje i američki ishod. Naša privreda je u stanju masovne nezaposlenosti i jednocifrenom inflacijom. Imajući to u vidu za nas je korisno pre svega američko iskustvo do 60-tih godina. Problem je što naša valuta nema rejting američkog dolara tako da ni naša monetarna politika ne može biti efikasna kao američka. Rast deviznih rezervi uliva sigurnost da inflacija neće lako prevazići jednocifrene nivoe, ali razlog tome će sigurno biti upravljanje

<sup>4</sup> Lewis M. K., Mizen P.D., (2000): Monetary Economics (Oxford University Press) str. 413

novcem koje će voditi monetarne vlasti koje su za to i zadužene. Preduzetništvo i privatizacija nisu stubovi na koje se može osloniti da bi se prevazišao problem dvocifrene nezaposlenosti. Dosadašnji rezultati izvršne vlasti u organizovanju državnih kapitalnih investicija (javnih radova) zavređuju pažnju i potvrđuju američko i evropsko iskustvo nakon Velike Depresije kao i posleratno iskustvo. Želja da se to čini u većem obimu nije nedostatak potreba nego nedostatak sredstava. Budžetska sredstva iz domaćih izvora su veoma ograničena, a priliv inostranih nedovoljan. Na teorijskom nivou rešenje za ovaj problem ne postoji iz prostog razloga što zapadni eksperti traže i donose rešenja da objasne svoje probleme i njih prevaziđu, a ovakav slučaj danas nije slučaj zemalja razvije tržišne privrede. On je bio u prošlosti i onda je prevaziđen Nju dilmom i Maršalovim planom<sup>5</sup>. Na žalost aktuelna praksa razvijenih zemalja je od malog značaja za prevazilaženje domaćih problema. Teorijsko nasleđe i iskustvo danas razvijenih zemalja tržišne privrede je veoma bogato u relaciji ova dva kontradiktorna cilja i zato je korisno u njemu tražiti moguća rešenja. Pitanje kako novac deluje na privrednu aktivnost i koja je potrebna količina novca za potrebe razvoja je uvek aktuelno i uvek otvoreno za nova saznanja i nove pristupe i zato uvek nedovoljno istraženo i saznano. Međutim, ono je u suštini jedno od najznačajnijih pitanja funkcionisanja ekonomije i ključ rešenja naravno uz lako ostvarivu pretpostavku da smo u rasuđivanju pošteni i dobronamerni.

Kada je cilj makroekonomske politike eliminisanje inflacije, kretori monetarne politike treba da odrede koja je visina stope inflacije cilj i kako će se on meriti, odnosno da odrede pomoćni cilj ili posredničku varijablu i instrumente monetarne politike koje će koristiti pri sprovođenju zacrtane makroekonomske monetarne politike. Razlog tome je što centralna banka ne može direktno da kontroliše ostvarenje krajnjeg cilja politike - određeni nivo inflacije. Pomoćni ili posredni cilj odnosno pomoćne ili posredničke varijable

su deo transmisionog mehanizma, preko koga promene u instrumentima monetarne politike utiču na krajnje ciljeve politike i koje centralna banka može više ili manje uspešno bolje da kontroliše od krajnjeg cilja. Od izbora posrednog cilja monetarne politike zavisi i izbor strategije koju će centralna banka koristiti u relaciji zacrtanog krajnjeg cilja.



### Operativni i pomoćni ciljevi monetarne politike za ostvarivanje krajnjih ciljeva makroekonomske politike

U monetarnoj teoriji se pravi razliku između sledećih varijabli:

1. **krajnjih ciljeva politike** ili ciljnih varijabli koji govore o stepenu blagostanja, koje nisu pod direktnom kontrolom vlasti međutim na koje kreatori politike žele da utiču;
2. **instrumenata politike** koji su pod direktnom kontrolom kreatora politike;
3. pomoćnih (posredničkih) varijabli ili pomoćnih (**posrednih**) **ciljeva** koji se nalaze između instrumenata i krajnjih ciljnih varijabli;

Šematski to bi izgledalo na sledeći način

Instrumenti monetarne politike koji su na raspolaganju centralnoj banci da upravlja monetarnom politikom su: obavezna rezerva, politika eskontne stope i operacije na otvorenom

<sup>5</sup> videti opširnije Lučić Lj. (1998): Politika novca i zaposlenosti u zemljama u tranziciji- moguće rešenje (Centar za društvenu teoriju i komunikaciju, Beograd)

tržištu.

Pomoćne varijable nisu pod direktnom kontrolom centralne banke ali su pod njenim moćnim uticajem preko instrumenata politike. Korisna osobina pomoćnih varijabli je što od njih monetarne vlasti mogu napraviti specifične

IP → PV → CV  
instrumenti politike → pomoćni (posredničke) varijable → krajnje ciljne varijable

pomoćne varijable ili indikator varijable koje bi trebalo da postanu cilj same po sebi i njih monetarne vlasti mogu da koriste prilikom kreacije različitih vrsti instrumenata kao dobre indikatore za merenje određenih efekata. One, privremeno, čak mogu dominirati u odnosu na krajnje ciljeve politike.

Kada je u pitanju izbor operativnog cilja on je pre svega opredeljen izborom posrednog cilja. Ako se za posredan cilj odredi nivo kamatnih stopa onda je operativan cilj kamatna stopa na sredstva centralne banke. Ako se za posredni cilj utvrdi monetarni agregat onda je operativan cilj monetarna baza. Centralna banka ne može da postavi ova dva cilja istovremeno, zato što ne može istovremeno da ih ostvari. Razlog tome je ponuda i tražnja na tržištu novca. Odnosi

Instrumenti → Operativni ciljevi → Pomoćni ciljevi →  
Indikator varijable →

ponude i tražnje na tržištu novca su takvi da ako se ima za cilj određeni nivo M, usled neočekivanog porasta ili outputa ili promena u nivou cena dolazi do određenih fluktuacija u M, koje posledično rezultiraju određenim fluktuacijama u kamatnim stopama. Ako se ima za cilj određeni nivo kamatnih stopa, održavanje određenog nivoa kamatnih stopa automatski deluje na fluktuacije monetarnih agregata i fluktuacije u ponudi novca. Iz tog razloga centralna banka mora da se opredeli koji cilj želi da ostvari ili određenu stopu rasta monetarnog agregata ili određeni nivo kamatnih stopa.

Prilikom izbora posrednog cilja treba voditi računa da može da se meri, da centralna banka može da ga kontroliše i da ima predvidiv učinak na krajnji cilj. Kada govorimo o merljivosti ako su u pitanju kamatne stope onda ne treba zaboraviti da saznanje o nivou nominalnih

amatnih stopa nije dovoljno, bez obzira što su podaci

o kamatnim stopama dostupni gotovo trenutno (nakon vremena potrebnog da se podaci učine dostupni javnosti), da se sagleda efekat ovog kanala na krajnji cilj. Za to je potrebno saznanje o nivou realnih kamatnih stopa. Podaci o monetarnim agregatima su dostupni nakon mesec dana, a nivo bruto društvenog proizvoda (GDP) obično nakon godinu dana, mada je moguće utvrditi da to bude i kraći vremenski period. Kada je u pitanju kontrola centralne banke, ona može uticati direktno na nivo nominalnih kamatnih stopa, ali ne i na ponudu novca. Takođe centralna banka ne može da odredi nivo realnih kamatnih stopa što ima za posledicu da ne može da utiče na inflaciona očekivanja. Izbor posredničkih varijabli je iz tog razloga predmet mnogih rasprava.

Međutim, "... nije uvek korisno ili odgovarajuće usmeriti instrumente politike prema dostizanju nekog pomoćnog cilja. To treba raditi samo

onda ako posredničke varijable drže stabilne i predvidive veze sa krajnjim ciljevima politike. Međutim kako iskustvo sa monetarnim targetiranjem pokazuje, takve veze mogu biti predmet nepreviđenih promena... Ali i pored toga pomoćne varijable, kao što su monetarni ili kreditni agregati i dalje imaju važnu ulogu ali više kao indikator varijable. Kao takve one obezbeđuju informacije o tekućem i budućem nivou ekonomske aktivnosti i služe za upravljanje instrumentima monetarne politike da bi se na najbolji mogući način ostvario postavljeni cilj."<sup>6</sup>

Da bi teorijska razlikovanja varijabli

<sup>6</sup> W. E. Alexander, F. Caramazza (1994) Money and Credit in the Transmission of Monetary Policy u: Frameworks for Monetary Stability - Policy Issues and Country Experiences, IMF, Washington str. 399-400

pojasnili, daćemo šematski prikaz izbora varijabli:

U zemljama razvijene tržišne privrede monetarne vlasti preko operativnog cilja - visine noćnih kamatnih stopa centralne banke utiču, tj. kontrolišu kretanje kratkoročnih

Operacije na tržištu → Kamatna stopa →  
Devizni kurs  
Ponuda novca

tržišnih kamatnih stopa i utiču na finansijske odluke javnosti. Međutim, javnost usmerava sredstva i na tržište kapitala. Kamatna stopa centralne banke kao instrument omogućava uticaj od promene na tržišne kamatne stope do bankarskog odobravanja kredita i od promena kratkoročnih kamatnih stopa na dugoročne kamatne stope. Od funkcionisanja finansijskog tržišta zavisi zamenljivost između pojedinih oblika finansiranja. Promene u troškovima finansiranja (visina kamatnih stopa i raspoloživost kredita) utiču na: 1. odluke javnosti u pravljenju izbora da li npr. ulagati u nove investicije ili sredstva uložiti u portfolio investicije; 2. utiču na promene u već postojećim ugovorima sa aspekta visine dohotka i gotovinskog toka, a što opredeljuje ponašanje javnosti u donošenju finansijskih odluka o promeni strukture sredstava, podstiču njihovu spremnost da sredstva pozajmljuju ili ih demotiviraju da sredstva daju na zajam 3. utiču na kretanje deviznog kursa što uzrokuje promene u uvoznim i izvoznim cenama i platnom bilansu itd.

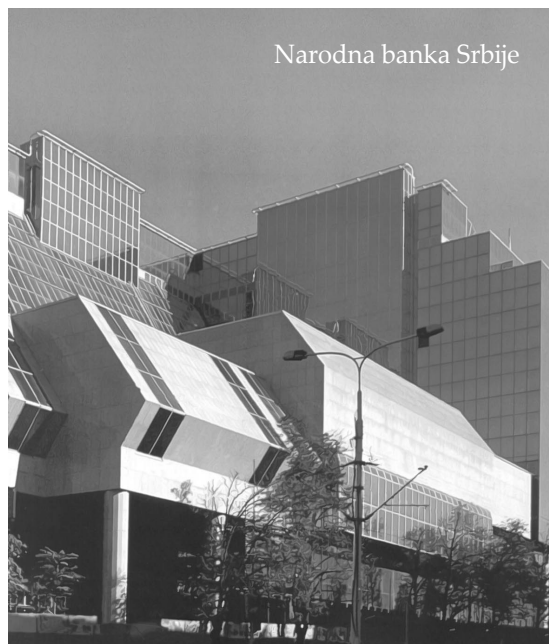
## Strategije monetarne politike

Strategija upravljanja monetarnom politikom je utvrđivanje od strane centralne banke posredničkih varijabli koje ona može da usmeri prema krajnjim ciljevima, na koje može direktno da deluje u pravcu ostvarenja krajnjih ciljeva politike i preko kojih može da prati ostvarenje krajnjih ciljeva. Merenje efekata monetarne politike na krajnji cilj zahteva vreme, jer je pre svega i samo delovanje monetarne politike sa određenim vremenskim tzv. leg-om. Već nekoliko decenija krajnji cilj politike je neizbežno eliminisanje inflacije i ostvarenje

stabilnih uslova privređivanja. Kada se uđe u proces dezinflacije, on analogno delovanju inflacije uključuje poremećaje i promene relativnih cena i kvantitativno prilagođavanje. Centralna banka preko posrednih varijabli targetira posredni cilj i preko njega prati ostvarenje krajnjeg cilja pre nego što je efekte određene monetarne politike moguće sagledati preko krajnjeg cilja: ostvareni

stepen stabilnosti cena, ili rasta društvenog bruto proizvoda. Tu se otvara pitanje izbora posredničke varijable. Posrednička varijabla je istovremeno i deo monetarnog transmisionog mehanizma. U zavisnosti od toga koji kanal sagledavamo kao vezu monetarnog i realnog sektora biramo i posredničku varijablu, odnosno opredeljujemo se za određenu konkretnu monetarnu strategiju.

Sušтина različitih monetarnih strategija je sledeća: nakon što se utvrde krajnji ciljevi politike, centralna banka bira posredničke ciljne varijable (npr. monetarni agregati ili kamatne stope - kratkoročne ili dugoročne) koje imaju direktni efekat na krajnje ciljeve politike (npr. zaposlenost i nivo cena). Međutim, obzirom da ni posredničke ciljne varijable nisu pod direktnim dejstvom centralne banke, centralna banka bira još jedan set varijabli - operativne ciljne varijable (npr. rezerve ili monetarnu bazu) koje više odgovaraju instrumentima politike.



Upotrebom posredničkih i operativnih targeta mogu se brže proceniti ishodi politike koja se primenjuju odnosno da li je realizacija politike na pravom putu da se ostvare krajnji ciljevi.

Kada se govori o praktičnoj monetarnoj politici odnosno monetarnoj strategiji obično se umesto izraza posrednička varijabla koristi izraz nominalno sidro. Nominalno sidro je varijabla koju kreatori monetarne politike koriste kao jedan posredan target da ostvare krajnji cilj politike. Osnovna karakteristika monetarnih politika u svim ekonomijama sa problemom inflacije je bila upotreba nominalnog sidra. Nominalno sidro koje su monetarne vlasti koristile da pričvrste nivo cena su stopa inflacije, devizni kurs ili ponuda novca.

Monetarne vlasti upravljaju monetarnom politikom tako što posrednu varijablu - nominalno sidro postavljaju u okvir uskog opsega fluktuacija. Na taj način održavaju stabilnost novca i drže inflaciona očekivanja pod kontrolom. Ekonomsko ponašanje javnosti je pod uticajem očekivanja o tome šta će monetarne vlasti raditi u budućnosti. Monetarno sidro obezbeđuje da se očekivanja ograniče na utvrđeni opseg.

Monetarne strategije koje koriste nominalno sidro su monetarno targetiranje - ciljanje određenog nivoa monetarnih agregata, targetiranje deviznog kursa - ciljanje određenog nivoa deviznog kursa i inflaciono targetiranje- ciljanje određenog nivoa inflacije.

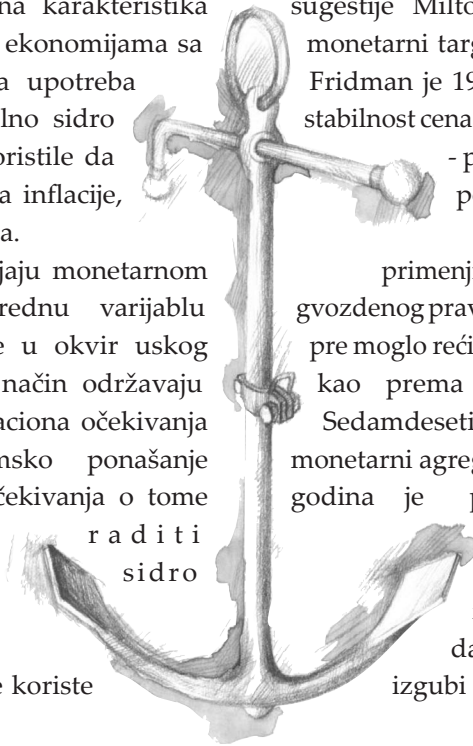
**Targetiranje deviznog kursa** uključuje fiksnu vrednost domaće valute u odnosu na valutu države sidra - nisko inflacione države poput SAD, nekadašnje Nemačke ili današnje EMU. U mnogim državama targetiranje deviznog kursa nije rešenje zato što ne postoji država čija valuta može da posluži kao nominalno sidro. To je razlog zašto SAD, Japan ili EMU moraju da traže druge strategije za upravljanje monetarnom politikom. Za neke države koje bi

mogle primeniti targetiranje deviznog kursa, zbog nedostatka transparentnosti i moguće nedoslednosti u sprovođenju utvrđenog ciljanja deviznog kursa rešenje je dolarizacija ili uvođenje monetarnog odbora gde se svako odstupanje od utvrđene strategije isključuje.<sup>7</sup>

**Monetarno targetiranje** uključuje upotrebu monetarnih agregata kao posrednog targeta sa ciljem da se dostigne krajnji cilj. Monetarno targetiranje se u praksi sasvim razlikuje od sugestije Milтона Friedman-a da izabrani monetarni target raste po konstantnoj stopi. Friedman je 1950-tih godina tvrdio da je za stabilnost cena potreban posrednička varijabla - pomoćni cilj u formi stope rasta ponude novca (3-5%) godišnje.

U praksi, države koje su ga primenjivale se nisu nikada pridržavale gvozdenog pravila monetarnog rasta, nego bi se pre moglo reći da su se prema njemu odnosile kao prema monetarnom gradualizmu. Sedamdesetih godina kontrolisao se monetarni agregat  $M_1$ , potom  $M_2$ , a devedestih godina je počelo da se kontroliše kretanje monetarnog agregata  $M_3$ . Kada su na kraju XX veka finansijske inovacije doprinele da se ne samo oslabi nego izgubi veza između  $M_3$  i nacionalnog dohotka Velika Britanija je uvela praćenje kretanja monetarnog agregata  $M_0$  - monetarne baze. Da bi monetarno targetiranje moglo da ispolji svoje prednosti mora da postoje

jaki i pouzdani odnosi između ciljne varijable i targetiranog agregata. Ako je međutim, ovaj odnos slab, targetiranje monetarnog agregata neće biti uspešno. Slab odnos podrazumeva da gađanje targeta neće proizvesti željeni ishod na ciljnu varijablu i stoga monetarni agregat neće duže obezbediti adekvatan signal o stanju monetarne politike. Kao rezultat monetarno targetiranje neće pomoći fiksiranju inflacionih očekivanja i biti dobar vodič za procenu odgovornosti centralne banke.



Nominalno sidro je varijabla koju kreatori monetarne politike koriste kao poseban target u ostvarivanju krajnjeg cilja politike

<sup>7</sup> videti: Lučić LJ. (1999) *Monetarni odbor umesto centralne banke, reliktna kolonijalna praksa* u časopisu *Ekonomski signali* br. 64 i br. 65 (Jugoslovenski pregled, Beograd).

Iz tog razloga Evropska centralna banka ga je primenila na sledeći način. ECB<sup>8</sup> je krajnji cilj, cenovnu stabilnost, definisala kao godišnji rast harmonizovanog indeksa potrošačkih cena za evro oblast u visini manjoj od 2%, što podrazumeva inflacioni opseg inflacije od 0% do 2%. Strategija monetarne politike će krajnji cilj ostvariti po dva osnova. Prvi osnov je monetarni: na osnovu pretpostavki da će rast realnog BDP biti približno 2%; pad brzine opticaja novca 0,5%, da će rast cena pratiti rast inflacije i biti 2%, planira se rast novčanog stoka do 4,5%. (Kvantitativna jednačina je  $MV=PQ$  Nakon sređivanja jednačine porast stope rasta  $M$  se dobija na osnovu jednačine  $\Delta M = \Delta P + \Delta Y + \Delta V$  gde su promene u logaritmima aproksimativne.) Kao relevantan monetarni agregat koristi se  $M_3$ . Rast monetarnog agregata treba shvatiti kao referentnu vrednost koja će se pratiti i u slučaju da premaši planirani rast uticati na ECB da preduzme mere za njeno dovođenje u sklad sa planiranim rastom. Instrument koji se koristi su kamatne stope (tačnije preko rasta kratkoročne kamatne stope delovaće se na pad novčanog stoka.) Drugi osnov za ostvarivanje monetarne strategije je širok opseg indikatora za budući razvoj cena: nadnice, devizni kurs, cene obveznica, indikatori fiskalne politike, pokazatelji cena i troškova. Ukratko, da bi ostvarila krajnji cilj stopu inflacije od 2% ECB koristi značajan broj posredničkih varijabli koje deluju na buduću inflaciju, a najviše isticana među njima je stopa rasta monetarnog agregata  $M_3$ .

Bundesbanka je do pristupanju Nemačke Evropskoj monetarnoj uniji primenjivala strategiju monetarnog targetiranja, (ECB je formirana po uzoru na nemačku centralnu banku) međutim neka novija istraživanja raspoloživih podataka govore da je Bundesbanka vršila inflaciono targetiranje, jer je "ciljala" preko novčanog stoka koga je utvrđivala na osnovu pouzdanih podataka o inflaciji, tj. da je sprovodila inflaciono targetiranje sve dok je ostvareni novčani stok bio izvan ciljnog opsega. To je praktično značilo da je preko monetarnog ishoda definisala cilj a ne instrument ili posredničku varijablu te



Evropska centralna banka

da veliki ugled Bundesbanka nije stekla zato što je targetirala novčani stok nego zato što je bila uspešna u održavanju inflacije na niskim nivoima.

Monetarno targetiranje je dovedeno u pitanje kada je ustanovljeno da između stokova novca i inflacije ne postoji stabilan odnos i da funkcija tražnje novca nije stabilna čemu su dokaz bile promene u monetarnim agregatima. To je u zemljama razvijene tržišne privrede otežalo održavanje monetarne stabilnosti preko politike kamatnih stopa, a u zemljama sa nekonvertibilnim valutama preko politike fiksnog deviznog kursa.

**Inflaciono targetiranje** je strategija monetarne politike koja se primenjuje od nedavno. Prva država koja je usvojila inflaciono targetiranje je Novi Zeland. Ona je to učinila 1990. godine. Nakon nje 1991. godine sledi Kanada, 1992. godine V. Britanija, 1993. godine Švedska i Finska, 1994. godine Australija i Španija. Među ostalim državama koje slede ovu strategiju su i Izrael, Čile i Brazil.

Inflaciono targetiranje uključuje nekoliko elemenata: 1. javno saopštavanje srednjoročnog brojanog targeta za inflaciju; 2. institucionalnu obavezu prema stabilnosti cena kao primarnom

<sup>8</sup> Mesečni izveštaj ECB januar 1999.god.

dugoročnom cilju monetarne politike i obavezu prema dostizanju inflacionog cilja; 3. potpunu informisanost u kojoj se mnoge varijable a ne samo monetarni agregati koriste u donošenju odluke o monetarnoj politici; 4. rast transparentnosti strategije monetarne politike kroz vezu sa javnošću i tržištem oko planova i ciljeva kreatora monetarne politike; 5. rast odgovornosti centralne banke za ostvarenje inflacionih ciljeva.

Inflaciono targetiranje ima nekoliko prednosti u odnosu na targetiranje deviznog kursa i monetarno targetiranje kao strategija za upravljanje monetarnom politikom. Nasuprot targetiranja deviznog kursa, ali slično monetarnom targetiranju, inflaciono targetiranje omogućava monetarnoj politici da se fokusira na domaće zahteve i da odgovori na šokove u domaćoj ekonomiji. Inflaciono targetiranje također ima prednosti što stabilnost u odnosima između novca i inflacije nije kritično za njen uspeh iz jednostavnog razloga što se ne temelji na ovim odnosima. Inflaciono targetiranje dopušta da monetarne vlasti koriste sve raspoložive informacije i na taj način ih ne ograničava na samo jednu varijablu u vođenju monetarne politike. Ono je poput targetiranja deviznog kursa razumljivo javnosti i stoga visoko transparentno, a što nije slučaj sa monetarnim agregatima. Cifarski izražen inflacioni target povećava odgovornost centralne banke, smanjuje politički pritisak na centralnu banku da sledi inflacionu monetarnu politiku, ali pretpostavlja redovnu komunikaciju sa javnošću. Centralne banke koje sprovode inflaciono targetiranje koriste različite kanale komunikacije da objasne širokoj javnosti, učesnicima na finansijskom tržištu i političarima strategiju koju slede: 1. ciljeve i ograničenja inflacionog targetiranja; 2. inflacione targete i kako ih determinišu; 3. kako postići inflacione targete u datim tekućim ekonomskim uslovima; 4. razloge za bilo koje odstupanje od utvrđenih targeta. Ova komunikacija doprinosi boljem planiranju

privrednih subjekata, i edukuje javnost o tome šta centralna banka može da ostvari a šta ne može, što ima za posledicu veoma veliku odgovornost centralne banke prema javnosti i vladi. Dosadašnje iskustvo zemalja u kojima se primenjuje strategija inflacionog targetiranja kazuju da su performanse inflacionog targetiranja sasvim dobre. Države sa inflatorim targetiranjem čini se da značajno smanjuju i stopu inflacije i inflaciona očekivanja.

Na primer Zakon o Centralnoj banci **Novog Zelanda**<sup>9</sup> iz 1989. godine koji je stupio na snagu 1. februara 1990. godine omogućio je da Centralna banka Novog Zelanda od najmanje nezavisne postane među razvijenim državama najnezavisnija centralna banka. Ovim Zakonom je regulisano da Ministar finansija i guverner Centralne banke treba da pregovaraju i učine javnim sporazum o ciljevima politike. Sporazumom o ciljevima politike se utvrđuju targeti preko kojih će se ocenjivati performanse monetarne politike, cifarski izražava targetiranje opsega za inflaciju i određuju rokovi u kojima oni treba da se ostvare. Zakonom je utvrđeno da za uspeh monetarne politike odgovara Guverner i da se u slučaju da se postavljeni ciljevi ne ostvare guverner automatski otpušta. Prvi sporazum o targetima politike iz 8. marta 1990. godine centralna banka je usmerena na dostizanje stope godišnje inflacije u okviru opsega 3-5%. Opseg je promenjen 1996. godine na 0 - 3%. Kao rezultat sužavanja monetarne politike, stopa inflacije je pala sa iznad 5% na ispod 2% do kraja 1992. godine, ali po cenu duboke recesije i oštrog rasta nezaposlenosti. Nakon toga inflacija se zadržava u okviru opsega targeta uz izuzetak kratkog perioda u 1995. godini kada je premašila opseg za nekoliko desetina procentnih poena, a tek nakon parlamentarne debate Guverner nije smenjen po automatizmu Zakona. Od 1992. godine novozelandske stope rasta su visoke, nekoliko godina stopa je premašivala 5%, a i nezaposlenost je značajno opala.

*(nastavak u sledećem broju)*

---

<sup>9</sup> videti opširnije o međunarodnim iskustvima u primeni inflacionog targetiranja Mishkin F. S. (2006) The Economics of Money, Banking, and Financial Markets –7th Edition Update (Pearson International Edition, Addison Wesley) poglavlje 26 Monetary Policy Strategy - The International Experience str. 501-504

## Rezime

U radu se istražuje problematika transmisionih mehanizama monetarne politike. Transmisioni mehanizam je kanal kojim monetarna politika deluje na realni sektor. Za efekte monetarne politike na ublažavanje fluktuacija u privredi, stvaranje stabilnih uslova poslovanja i obezbeđivanje dovoljne količine novca po jedinici proizvoda za potrebe razvoja potrebno je vreme jer monetarna politika ne deluje na realni sektor sa nameravanim ciljem trenutno. To je razlog zašto je neophodno potrebno unapred pravilno sagledati vreme i efekte ove politike na ostvarenje postavljenih ciljeva. Pitanje kojim kanalom objašnjavamo vezu između monetarnog i realnog sektora opredeljuje izbor strategije monetarne politike koju treba implementirati da bi se ostvarili određeni ciljevi.

Rad sadrži sledeće podnaslove: Mogući krajnji ciljevi makroekonomske politike, Operativni pomoćni ciljevi monetarne politike za ostvarivanje krajnjih ciljeva makroekonomske politike, Strategije monetarne politike Monetarna transmisija, Različiti monetarni transmisioni mehanizmi Monetarni transmisioni mehanizam i strategija targetiranja u našoj privredi i Zaključak. U uvodu osim kratkog sadržaja i cilja rada navodimo opšte napomene značajne za razumevanje rada, a u Zaključku izlažemo naš stav da pored monetarnog kanala i kanala deviznog kursa za razumevanje monetarne transmisije treba komplementarno uključiti i kreditni kanal kao značajnu vezu ne samo za razumevanje uticaja novčane sfere na realni sektor privređivanja nego i za konkretno upravljanje monetarnom politikom u našim uslovima. Kao što kreditni kanal ne isključuje monetarni kanal, tako ni ciljanje inflacije kao strategija ne isključuje njeno kombinovanje sa monetarnim targetiranjem i zato bi u našim uslovima bilo moguće upravljati monetarnom politikom dobrom kombinacijom obe.

## Abstract

The paper investigates the issue of transmission mechanisms of the monetary policies. Transmission mechanism is the channel through which monetary policy is acting on the real sector. For the effects of the monetary policy to be felt on the alleviation of the fluctuations in the economy, creation of a stable business environment, and the provision of a sufficient quantity of money per production unit for the needs of development, what is required is time, because the monetary policy does not act on the real sector instantly with its intended targets. That is the reason why it is necessary to assess, well in advance, both the necessary time and the effects of this policy on the achievement of the set targets. The question through which channel we are explaining the connection between the monetary and the real sectors will determine the selection of the monetary policy strategy, which is to be implemented in order to achieve the given targets.

The paper contains the following sub-titles: Possible ultimate targets of the macroeconomic policy, Operative monetary policy auxiliary targets for the achievement of the macroeconomic policy ultimate targets, Monetary policy strategies, Monetary transmission, Different monetary transmission mechanisms, Monetary transmission mechanisms and the targeting strategy in our economy and Conclusions. In the Introduction, further to a summarized contents and the objective of the paper, we are stating general comments important for proper understanding of our work, and in the Conclusions we are presenting our view that further to the monetary channel and the foreign exchange rate channel, for proper understanding of the monetary transmission it is necessary to have a complementary addition of the crediting channel as an important link, not only for the understanding of the impact of the monetary sphere on the real sector of earning, but also for the concrete monetary policy management in the circumstances prevailing in our country. As the crediting channel is not exclusive of the monetary channel, so is neither the inflation targeting, as a strategy, exclusive of its combination with the monetary targeting, and thus, in our circumstances, it would be possible to manage the monetary policy through a good combination of the two of them.