

ТМ	Г. XXXVIII	Бр. 4	Стр. 1523-1539	Ниш	октобар - децембар	2014.
----	------------	-------	----------------	-----	--------------------	-------

UDK 336.711(497.11):336.748.12

Прегледни рад

Примљено: 3. 10. 2013.

Ревидирана верзија: 26. 1. 2014.

Одобрено за штампу: 24. 11. 2014.

Бранислав Веселиновић

Маја Дробњаковић

Универзитет Привредна академија

Факултет за економију и

инжењерски менаџмент

Нови Сад

## ВЕЗА ИЗМЕЂУ НЕЗАВИСНОСТИ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ И КРЕТАЊА ИНФЛАЦИЈЕ

### Апстракт

Економска теорија најпре је подржавала тезу о негативној корелацији између независности централне банке и кретања инфлације, да би се касније „предомишља-ла”, услед усложњавања данашњих економских система. У новије време, нова „поли-тичка макроекономија” је више фокусирана на ефекте политичког утицаја на мо-нетарне агрегате и износ инфлације, него на правила добре економске праксе. Из тог разлога, у раду је приказана компарација „квантификованих” независности централ-них банака у земљама Југоисточне Европе, као и централних банака у најјачим др-жавама света (по одређеној методологији), а акценат је стављен на испитивање ме-ђузависности између степена независности Народне банке Србије и инфлације, као и могућности њеног таргетирања. Ова тема обухвата анализу *trade-off*-а између ин-флације и стабилизације, независности централних банака и таргетирања инфлације.

**Кључне речи:** монетарна политика, независност централних банака,  
политички циклуси, монетарни агрегати, понашање инфлације

## RELATIONSHIP BETWEEN THE INDEPENDENCE OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA AND INFLATION

### Abstract

Economic theory initially supported the hypothesis of a negative correlation between central bank independence and inflation, but later had “second thoughts”, due to the rising complexity of the present economic systems. Lately, the new “political

macroeconomics” has focused more on the effects of political influence on the monetary aggregates and the amount of inflation, than on the codes of good economic practice. For this reason, the paper presents a comparison of “quantified” independences of central banks in the countries of Southeast Europe, as well as central banks in the most powerful countries in the world (according to a specified methodology), and places emphasis on examining the interdependence of the degree of independence of the National Bank of Serbia and inflation, including the possibilities of inflation targeting. This topic includes the analysis of inflation-stabilization trade-off, central banks independence, and inflation targeting.

**Key Words:** monetary policy, independence of central banks, political cycles, monetary aggregates, behaviour of inflation

### УВОД

У економској теорији и пракси, концепт независности централних банака је релативно новијег датума. Пре двадесет и пет година, већина централних банака у свету егзистирале су и функционисале као службе у саставу министарстава финансија. У прошлости, од већине централних банака се очекивало да користе своје инструменте ради остварења широке палете циљева (високе стопе раста и запослености, обезбеђивање средстава за државне расходе, те решавање проблема платног биланса). *Већ сама бројност циљева указује на одређени степен зависности централне банке од политичке власти и еминентних пословних појединаца* (прилагођавање пословања централне банке њиховим интересима и очекивањима). У одређеном тренутку, централна банка неминовно мора да се определи који од циљева јој је значајнији, с обзиром на то да је готово немогуће истовремено остварити више циљева одједном (“**Triangle of Impossibility**”/“**Unholy Trinity**”). Такође, од централних банака се очекивало и да одржавају стабилност цена, међутим, тај циљ је био дефинисан у оквиру њихових оснивачких аката, те није имао посебан статус. У складу са тим, ни економска теорија није придавала нарочити значај концепту независности централне банке, док је концепт кредибилитета монетарне политике тек био у настајању. Штавише, у духу учења Џона Мајнарда Кејнза, постојало је уверење да одређена стопа инфлације чак доприноси економском расту. Независност централне банке подразумева постојање високог степена слободе одлучивања централне банке прилоком вођење монетарне политике. *Стручна независност не значи и независност од одговорности* (пословање централне банке требало би да буде у функцији уравнотежења и развоја економије, а уколико су њени циљеви јасно и прецизно дефинисани, и одговорност за резултате је једноставно

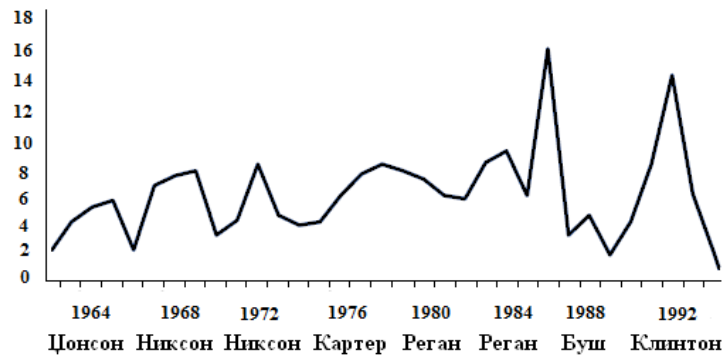
утврдити). Повећање независности централне банке у функцији је јачања њене заштите од краткорочних и „кратковидих” политичких притисака, који су у директној спречи са изборним циклусима. Неопходно је да централна банка у што мањој мери буде повезана с владом, како би се минимизирао утицај политичких циклуса и спречило идеолошко управљање циљевима централне банке (активније стимулисање привредне коњунктуре непосредно пре избора, у функцији реизбора).

Овај рад састоји се из три дела. У првом делу, теоријски је приказана димензионалност, смисао и утицај концепта независности централног банкарства. У другом, средишњем делу, представљен је компаративни приказ независности централних банака у државама Југоисточне Европе и широм света. У трећем, последњем делу, акценат је стављен на проучавање карактера везе између степена независности Народне банке Србије и смера кретања инфлације у Србији, те услова за њено таргетирање.

### *КОНЦЕПТ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНОГ БАНКАРСТВА*

За евалуацију независности централног банкарства користи се широка палета критеријума: дужина и зависност мандата гувернера од промене владе, број чланова највишег органа који су ван централне банке, регулисање односа између централне банке и владе у случају „неподударања” њихових политика, планирање буџета и инструменти централне банке, начин извештавања централне банке, њена одговорност, те степен кооперације са владом. Осим законске независности централне банке, процењује се и њена *стварна* независност (законска независност централне банке може значајно да одступа од њене стварне независности). У том контексту, акцентује се утицај *de facto*, а не *de jure* независности, на макроекономске перформансе (Taylor, 2013, стр. 162). У прилог томе, на слици 1 и 2 представљена је директна повезаност између стопе раста монетарног агрегата  $M_1$  и изборних циклуса (теорија политичких пословних циклуса). Основни мото теорије политичких циклуса гласи: „максимизирати број потенцијалних гласача ДАНАС, а о будућности размишљати СУТРА“. Дакле, уколико гласачи желе запослење, политичари ће посегнути за експанзивном политиком не би ли обезбедили нове послове и били реизабрани, док ће централна банка након изборног процеса посегнути за рестриктивном политиком не би ли „стисала“ инфлацију (*Go-Stop* стратегија) (Goodfriend, 2012, стр. 46). Ова теорија политику доживљава као неку врсту краткорочне „игре“. Поједини аутори овде уводе аналогију са теоријом игара и појмом Нешовог еквилибријума (Niemann, Pichler, Sorger, 2013, стр. 1031). Теорија политичких пословних циклуса занемарује чињеницу да упра-

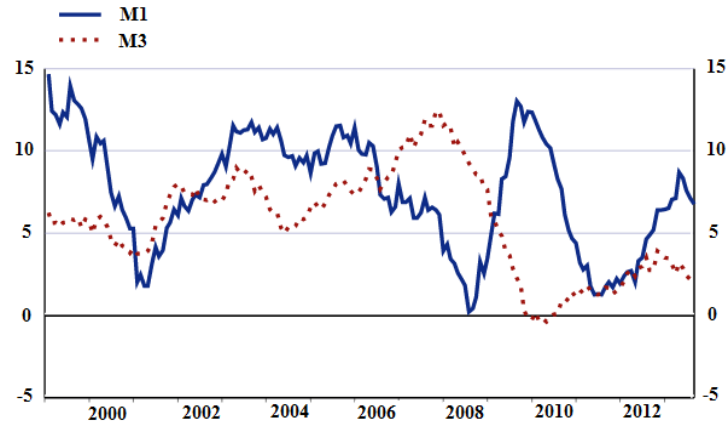
во таква, *Go-Stop* политика може да изазове финансијску и кризу реалног сектора (Berger, Kivmer, 2013, стр. 109).



Слика 1. Позитивна корелација између стопе раста монетарног агрегата M1 и изборних циклуса у Сједињеним Америчким Државама (изражено у %)

Figure 1. Positive correlation between growth rate of monetary aggregate M1 and presidential election cycles in the United States of America (in %)

Извор: Фабрис, 2006, стр. 72



Слика 2. Кретање монетарног агрегата M1 и паралелност са изборима у Европи (1999 – ЕУ 15, 2004 – ЕУ 25, 2007 – прикључење Бугарске и Румуније ЕУ, 2009 – ЕУ 27)

Figure 2. Movement in monetary aggregate M1 and its parallelism with elections in Europe (1999 – EU 15, 2004 – EU 25, 2007 – accession of Bulgaria and Romania into the EU – EU 27)

Извор: European Central Bank (2013). Monetary statistics - full report

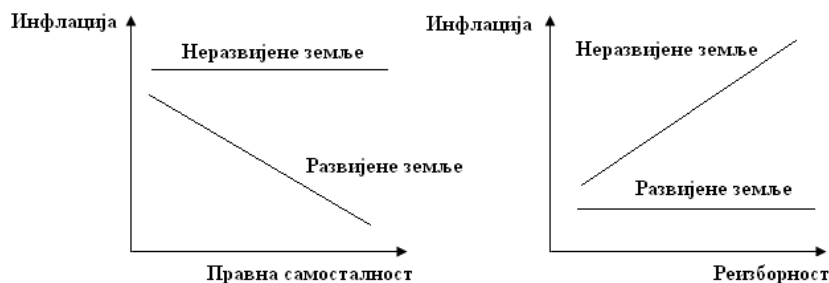
У савременом свету, политички фактори снажно утичу на креирање економске политике, као и на свеопшти економски амбијент (Остојић, 2010). Наглашеније разлике у економским циљевима између различитих политичких струја повећавају значај избора, доприносећи расту неизвесности у вези проглашења победе, што утиче на *циклична макроекономска* кретања у предизборним и постизборним периодима.

Последњих година, основни тренд који одликује централно банкарство јесте повећање независности централне банке и постављање стабилности цена као главног дугорочног циља монетарне политике. Стабилност цена тумачи се као одржавање годишње стопе инфлације на нивоу од 0,5 до 2%, у средњем року од 2 до 5 година. Немали број научних радова о независности централне банке усмерен је на међузависност између степена независности централне банке и кретања инфлације, где је доказано да постоји негативна корелација између законодавне независности централне банке и кретања инфлације у *развијеним земљама* и позитивна корелација између стопе промене гувернера и кретања инфлације у *земљама у развоју*. Дакле, за земље у развоју знатно значајнији индикатор инфлације јесте стопа промене гувернера него законодавна независност централне банке. У другом делу рада, након што је извршено поређење централних банака према степену независности и оствареној инфлационој стопи, констатовано је да су инфлационе перформансе најбоље у оним државама са најсамосталнијим централним банкама. Међутим, то *не важи увек и за остале* економске индикаторе. Примера ради, у земљама са независнијим централним банкама може да дође до веће незапослености или већих флукуација аутпута (Влаховић, Церовић, 2005, стр. 14).

У прошлости централне банке нису поседовале висок степен независности. Тадашња владајућа парадигма сматрала је да би монетарна и фискална политика требало да буду у потпуности контролисане од стране владе. Крајем седамдесетих година, са растом инфлације, ово становиште је почело да се мења. Данас је присутан огроман број дефиниција независности централне банке, као и начина њеног мерења. У ширем смислу, под независношћу централне банке подразумева се слобода централне банке да самостално обликује своје циљеве и инструменте за њихову реализацију, без спољашњих утицаја и притисака. У ужем смислу, независност централне банке обухвата четири компоненте: *институционалну, персоналну, функционалну и финансијску* независност. Институционална независност подразумева забрану централној банци да захтева или прима инструкције од других институција или појединаца изван централне банке, и обрнуто. Персонална независност подразумева да изборни период гувернера и највишег органа мора да буде дужи од мандата

владе (идеална ситуација подразумева мандатни период од 6 до 8 година). Функционална независност подразумева да би основни циљ централне банке требало да буде одржавање ценовне стабилности. Финансијска независност подразумева самостално усвајање буџета од стране централне банке. У пракси, могућа је ситуација да централна банка има *независност инструмената*, али без *независности циља*, и супротно (што је ређе).

Дискусија о независности централне банке уклапа се и у шири политички контекст. Базична идеја преузета је из концепта Филипсове криве: у економији постоји нагодба на релацији „инфлација – незапосленост” (већа инфлација подразумева нижу незапосленост, и обрнуто). Томе може да се дода и политичка димензија. Са приближавањем избора, ова нагодба значајно се модификује. У нестабилним политичким системима, *цена нагодбе „инфлација – незапосленост” је већа, што значајно угрожава независност централне банке*. Посебно је интересантна веза између креирања буџета у предизборној и изборној години, и нестабилности домаће валуте проистекле из притисака на централну банку. Слика 3 представља компаративну анализу између развијених и неразвијених држава, када је у питању однос између инфлације и правне независности, те реизборности. Код неразвијених држава је присутнија тенденција владе да креира инфлацију, на тај начин увећавајући емисиони приход (сењориџ), смањујући буџетски дефицит и „обећавајући“ пролазну стимулацију привреде (израженији лобистички мотиви).



Слика 3: Однос између инфлације и правне независности, као и реизборности

Figure 3. Relationship between inflation and legal independence, as well as re-election eligibility

Извор: Јакшић, 1998, стр. 100

### КОМПАРАТИВНИ ПРИКАЗ НЕЗАВИСНОСТИ ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА

Централна банка са већим степеном независности поседује *већи кредитбилитет, што води бржем обарању инфлације и уз ниже трошкове* (Arnove, Laurens, Segalotto, Sommer, 2009). Као показатељ фактичке независности централне банке користи се стопа промене гувернера, која се дефинише као просечно трајање дужности гувернера централне банке, а рачуна се као количник броја гувернера у посматраном периоду и дужине посматраног периода. Примера ради, уколико је у некој држави у периоду од 12 година и 9 месеци промењено 4 гувернера, стопа промене гувернера ће износити 0,31 ( $4 / 12,75$ ). Alex Cukierman, стручњак из области макроекономије, дефинисао је *горњи праг за стопу промене гувернера*, која се креће од 0,20 до 0,24, и одговара ситуацији када се гувернери смењују на сваким 4 до 5 година, што и јесте случај у многим државама. Према Мастрихтском споразуму, максимално трајање мандата чланова Извршног одбора Европске централне банке јесте 8 година без могућности реизбора, што одговара минималној стопи промене гувернера од 0,125 (Фабрис, 2006, стр. 79). Учестала промена гувернера обично указује на нижу стварну независност централне банке, с обзиром на то да ова промена може да буде повезана са политичком непослушношћу гувернера. Међутим, увек постоји и супротан „сценарио”. Поновни избор истог гувернера може да буде резултат управо његове политичке послушности (Николић, 2011, стр. 532). У тим ситуацијама, може се уочити позитивна веза између индекса политичке и економске независности (Arnove, Romelli, 2013, стр. 398).

Упркос томе што у калкулацији није узет временски хоризонт једнаке дужине, из Табеле 1 је евидентно да Србија има највишу стопу промене гувернера, односно има највећу учесталост промене гувернера (што може да буде одраз перманентне *политичке поларизације и нестабилности*), док најнижу стопу промене гувернера има Румунија (на челу Народне банке Румуније је економиста Мугур Исареску још од 1990. године). Краћи мандати гувернера могу да нашкоде централним банкама, онемогућавајући постојање и спровођење *дугорочне, системске* политике, а последично, компликујући грађење поуздане репутације и атмосфере сигурности (учестале промене монетарне политике доводе до „збуњивања“ реалног сектора, који све теже успева да разликује транзиторне од перманентних промена, што може да доведе до привредне и опште дестабилизације). С друге стране, вишедеценијска владавина једног човека може да има и карактер апсолутизма (растући ризик од нефлексибилног и „интересно обојеног“ мишљења и деловања). Но ипак, стопа промене гувернера представља поједностављен и „груб“ показатељ фактичке независности централне банке, који не може да сагледа све специфичне окол-

ности у току трајања мандата појединих гувернера (иако Румунија има најнижу стопу промене гувернера, она нема и најнижу стопу инфлације). Дакле, најнижа стопа промене гувернера не мора нужно да упућује и на највиши степен фактичке независности (1999. године Мугур Исареску постао је и председник румунске владе, иако претходно није разрешен функције гувернера њихове централне банке).

*Табела 1. Стопа промене гувернера у земљама Југоисточне Европе*

*Table 1. Rate of change of governors in Southeast European Countries*

Централна банка	Гувернер/посматрани период	Стопа промене гувернера
Банка Албаније	Илир Хоти (V 1992 – IX 1993)	6 /
	Дилбер Вриони (IX 1993 – XII 1994)	20,5833334
	Kristaq Luniku (XII 1994 – IV 1997)	= 0,29
	Qamil Tusha (IV – VIII 1997)	
	Shkelqim Cani (VIII 1997 – IX 2004)	
	Ардиан Фулани (IX 2004 - )	
Централна банка Босне и Херцеговине	Петер Ничол (VIII 1997 – I 2005)	2 /
	Кемал Козарић (I 2005 - )	15,3333334
		= 0,13
Народна банка Бугарске	Тодор Валчев (I 1991 – I 1996)	4 /
	Љубомир Филипов (I 1996 – VI 1997)	21,8333333
	Светослав Гавриски (VI 1997 – X 2003)	= 0,1832
	Иван Искров (X 2003 - )	
Хрватска народна банка	Анте Чичин-Шаин (VIII 1990 – V 1992)	4 /
	Перо Јурковић (V 1992 – II 1996)	21,9166667
	Марко Шкроб (II 1996 – VII 2000)	= 0,1825
	Жељко Рохатински (VII 2000 – VI 2012)	
Народна банка Републике Македоније	Борко Станоевски (XII 1993 – V 1997)	4 / 19
	Љубе Трпески (V 1997 – V 2004)	= 0,21
	Петар Госев (V 1994 – V 2011)	
	Димитар Богов (V 2011 - )	
Народна банка Румуније	Мугур Исареску (XII 1990 - )	1 / 22
		= <b>0,045</b>
Централна банка Црне Горе	Љубиша Крговић (III 2001 – X 2010)	2 / 11,75
	Радоје Жугић (X 2010 - )	= 0,17
Народна банка Србије	Млађан Динкић (XI 2000 – VII 2003)	
	Кори Удовички (VII 2003 – II 2004)	4 /
	Радован Јелашић (II 2004 – VIII 2012)	12,0833333
	Јоргованка Табаковић (VIII 2012 - )	= <b>0,33</b>

Извор: Калкулација аутора



Табела 2. Мерење независности централне банке и таргетирања инфлације у земљама у развоју

Table 2. Measurement of central bank independence and inflation targeting in developing countries

Држава	PLCVI	CBGCMР	CBTA	ICBIT
Албанија	6,66	8,66	8,93	8,08
Јерменија	6,33	7,13	8,93	7,46
Белорусија	6,33	5,00	7,14	6,16
Босна и Херцеговина	9,44	7,66	5,36	7,49
Бугарска	6,66	7,13	6,79	6,53
Хрватска	6,66	7,66	4,64	6,32
Чешка	8,33	7,33	8,93	8,20
Естонија	7,11	8,00	6,79	7,30
Мађарска	7,00	7,66	9,64	8,10
Летонија	8,88	7,00	5,36	7,08
Литванија	7,44	7,66	4,64	6,58
Македонија	8,88	7,33	7,50	7,90
Молдавија	8,88	7,33	8,93	8,38
Пољска	7,77	6,33	8,93	7,68
Румунија	8,22	8,00	8,93	8,38
Русија	5,55	5,33	8,57	6,48
<b>Србија</b>	<b>4,55</b>	<b>6,47</b>	<b>9,64</b>	<b>6,89</b>
Словачка	7,11	9,00	9,29	8,47
Турска	3,77	6,67	9,29	6,58
Украјина	6,00	4,33	4,64	4,99

**PLCVI** (Political and Legal Central Bank Independence) – политичка и законска независност централне банке,

**CBGCMР** (Central Bank Governance and Conduct of Monetary Policy) – управљање централне банке и вођење монетарне политике,

**CBTA** (Central Bank Transparency and Accountability) – транспарентност и одговорност централне банке, и

**ICBIT** (Index for Central Bank Independence and Inflation Targeting) – индекс независности централне банке и таргетирања инфлације (представља просек претходно споменутих величина).

Извор: Dumiter, Soim, 2010, стр. 183

У Србији је изузетно низак ниво политичке и законске независности централне банке (4,55), што се види из претходне табеле. Тај податак указује на постојање високе зависности између понашања централне банке и ставова владајућих политичких странака. У таквим условима постоји опасност од иницирања одређених економских радњи (примера ради, изазивање инфлације у функцији „попуњавања” државног буџета), које су политички мотивисане и нису у инте-

ресу интегралног развоја (пад животног стандарда и продубљивање социјалних неједнакости). Дакле, као што је већ речено, а томе нас учи и искуство, владе и централне банке неретко долазе у искушење да подстичу раст инфлације, на тај начин жртвујући дугорочно благостање, зарад краткорочних политичких интереса и циљева. Одступање законске од стварне независности израженије је код транзиционих земаља. Даље, уколико се посматра пример централне банке Босне и Херцеговине, уочава се да она поседује изузетно висок степен законске и политичке независности (могућа последица увођења монетарног одбора, а то подразумева да креатори монетарне политике не могу да прилагођавају монетарну политику економским шоковима). У условима „принудног везивања”, основна функција централне банке јесте одржавање фиксног девизног курса (последично, елиминише се могућност инфлаторног финансирања, као и могућност депресирања националне валуте, те по том основу одлива капитала услед страха од губитка вредности локалне националне валуте). Поједини аутори оцењују како „принудно везивање” није одрживо, али несумњиво представља стабилан систем.

Уколико се сумира претходно речено, инфлација се може представити следећом формулом (инфлација као функција три величине):

$$\pi = F(\text{GS}; \text{CBI}; \text{M})$$

... где је  $\pi$  ознака за стопу инфлације базирану на индексу потрошачких цена (CPI – Consumer Price Index), **GS** је ознака за величину владе односно учешће укупних државних расхода у бруто домаћем производу, **CBI** је ознака за индекс независности централне банке (Central Bank Independence), **M** ознака за стопу раста новца (Zare, Rahimi, Nademi, Neydarpour, 2012).

*УЗРОЧНО-ПОСЛЕДИЧНА ВЕЗА ИЗМЕЂУ  
НЕЗАВИСНОСТИ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ  
И КРЕТАЊА ИНФЛАЦИЈЕ*

Бројне су економске школе које сматрају да је инфлација увек и искључиво монетарни феномен (представник овог становишта је Милтон Фридман), што потврдно говори о значају улоге монетарне политике у њеном дефинисању и управљању, као једном од основних циљева централне банке. „Државе могу дуго да преживе штампајући новац, мада, то средство је проклето”, рекао је Џон Мајнард Кејнс, и сам привржен оваквој економској филозофији. Дакле, циљ монетарне политике требало би да буде дефинисан искључиво у изразу стопе инфлације. Више него било који други циљ економске политике, монетарна стабилност захтева спровођење чврсте монетарне политике током дужег временског периода. Резултати највећег

броја истраживања упућују на следећи однос: деловање независне централне банке (ма како та независност била мерена) повезано је са нижом инфлацијом у датој привреди, али *не нужно* и са нижом незапосленостју, стабилнијом привредом, те вишим привредним растом (Кожетинац, 2006, стр. 567).

Након 2000. године, монетарну политику вођену у Србији карактерише континуитет у циљевима (одржавање ценовне стабилности). Упркос томе, стопа инфлације је бележила значајне флукуације, представљајући у појединим периодима озбиљан економски проблем. Међутим, уколико на основу података покушамо да препознамо неку „правилност“ у њеној развојној динамици, уочава се подударност између кретања инфлације и изборних циклуса у Србији („вештачко“ стварање позитивних импулса непосредно пре или након изборне године, те последично јављање високе инфлације, што је најизраженије било на изборима 2000. године, што се и види у Табели 3). Што је политичка коалиција мања и слабија, већа је макроекономска амплитуда – дакле, потреба за стимулисањем економије већа је што је неизвеснији исход избора (Menegatti, 2005, стр. 353).

Табела 3. Преглед кретања инфлације у Србији  
(крај године, изражено у %)

Table 3. Overview of inflation in Serbia (year end, in %)

Србија	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Стопа инфлације	111,9%	40,7%	14,8%	7,8%	13,7%	17,7%	6,6%
Србија	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Стопа инфлације	11,0%	8,6%	6,6%	10,3%	7,0%	12,2%	2,2%

Извор: Народна банка Србије (2013).  
Статистика – Основни макроекономски индикатори

Између монетарне и фискалне политике постоји директна узрочно-последична веза. Нестабилна инфлација јесте резултат деловања фактора како на страни агрегатане понуде, тако и на страни агрегатне тражње. На страни агрегатане понуде, раст цена пољопривредних производа и енергената утицао је на раст инфлације, како услед унутрашњих фактора, тако и услед кретања на светским тржиштима. Током 2005. године, на раст инфлације утицало је и увођење пореза на додату вредност (утицај ПДВ-а на инфлацију био је 2,0-2,3%). Међутим, као што је горе већ речено, узроци раста инфлације могу се посматрати и са политичког аспекта. Крајем 2003. године и у првој половини 2004. године долази до значајне фискалне експанзије (раст државне потрошње/смањење пореза, раст бруто друштвеног производа, раст каматне стопе, притисак на ап्रेसијацију домаће валуте). Делимично та експанзија може да се припише и парламентарним изборима

који су се догодили 28. децембра 2003. године. Макроекономска кретања у другој половини 2003. године и у току 2004. године, а која су се наставила и у 2005. години, уклапају се у такозване „политичке макроекономске циклусе”. Већ током 2006. године, инфлација је стављена под контролу, те је успорила свој раст (Прашчевић, 2008, стр. 14).

Најзначајнија карактеристика концепта таргетирања инфлације јесте постављање јасног, по величини ниског, инфлаторног циља и давање предности управо том циљу у оквиру монетарне политике (Кожетинац, 2006, стр. 569). У Србији фискална политика показује симптоме доминације, те постоје ограничења за делотворност монетарне политике у обуздавању инфлације (Народна банка Србије јесте циљала базну инфлацију, међутим, неретко, то је оцењивано попут „гађања сачмаром, а не прецизним снајпером“). Исто тако, постојање временског кашњења у трансмисији утицаја промена есконтне стопе централне банке на кретање активних каматних стопа комерцијалних банака, које је у Србији релативно дуго и непредвидљиво, такође ограничава прихватање режима таргетирања инфлације. Земље у развоју *рањиве* су на слабу институционалну кредибилност. Намеће се закључак да економске структуре у земљама у развоју нису у могућности да спроводе режим таргетирања инфлације на краatak и средњи рок, јер не задовољавају бројне *предуслове* за успешну имплементацију истог, а они су:

- *независност централне банке* (ово се више односи на ширину „маневарског“ простора у оквиру ког централна банка може да дејствује, а не толико на оперативну ефикасност),
- уздржавање од коришћења било ког другог номиналног сидра и
- практичне тешкоће у имплементацији таргетирања инфлације (Кожетинац, 2006, стр. 572).

Специфичности процеса транзиције и његових ефеката стварају у овим земљама још веће *тензије* између монетарних власти (централне банке) и владе (политичара). *Разлике у преференцијама* између централне банке и владе у вези са остваривањем ценовне стабилности, с једне стране, и привредног раста, с друге стране, у овим земљама још су наглашеније (Прашчевић, 2007, стр. 11–12).

Током последњих петнаест година, сведоци смо значајних промена у начину коришћења номиналних сидра. Аргумент који је ишао у корист *замене сидра* заснованих на девизном курсу са онима који се базирају на независности централне банке и експлицитном или имплицитном таргетирању инфлације јесте да се на тај начин омогућава коришћење монетарне политике у сврху домаће стабилизације. Вероватноћа да се *законска независност преведе у стварну* већа је при постојању „лабавијег“ сидра девизног курса (Cukierman, 2007, стр. 382). Веза између независности централне банке и таргетирања инфлације огледа се управо у потреби за кредибилитетом,

изузетно значајном аспекту у централном банкарству, који може да буде достигнут уколико постоји висок ниво независности централне банке (Dumiter, 2009, стр. 43).

У случају Србије, без већег степена *динаризации* нема ни трајног и значајнијег смањења каматних стопа. Већи удео динара претпоставља и смањење валутног ризика. У ситуацији када је велики део финансијских трансакција везан за евро, ограничен је и утицај референтне каматне стопе на банкарске камате, а и компромитована је сама монетарна политика флукутирајућег девизног курса. Без већег степена динаризации није могуће користити компаративну предност флексибилног девизног курса, из разлога што депресијација динара угрожава стабилност банкарског сектора због раста ненаплативих кредита. У последњих десет година, у Србији се одвијају три *неконзистентна* процеса: циљао се девизни курс, остваривала се висока инфлација и створен је висок ниво евроизације у билансима банака. Евидентно је да трансактори немају поверења у националну валуту (у последње три године, од укупно одобрених кредита привреди и становништву највећи је проценат оних са девизном клаузулом). Права мера неповерења становништва Србије у динар огледа се у структури штедње (преко 95 одсто штедње грађана је у девизама). Дакле, без промена у фундаменталним факторима који су и довели до евроизације не може ни да дође реафирмације тог поверења.

*Табела 4. Преглед раста новчане масе и бруто домаћег производа у Србији*

*Table 4. Overview of growth of money supply and gross domestic product in Serbia*

Србија	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Раст укупне новчане масе (крај године, у %)	<b>101</b>	57	18	<b>24</b>	37	40
Раст бруто домаћег производа (крај године, у %)	<b>98</b>	28	16	<b>23</b>	22	16
Србија	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Раст укупне новчане масе (крај године, у %)	39	<b>5</b>	17	6	13	<b>6</b>
Раст бруто домаћег производа (крај године, у %)	16	<b>17</b>	2	6	11	<b>5</b>

Извор: Калкулација аутора, на основу података са сајта Народне банке Србије, 2013.

Уколико проанализирамо случај Србије, може се констатовати да је виша стопа инфлације последица, првенствено, бржег раста новчане масе у односу на раст производње (стагнација у производњи и извозу), што потврђују и подаци из Табеле 4. Јер, инфлација је

„увек и свуда искључиво чист монетарни феномен”. Већи раст новчане масе проузроковао је и депресијацију националне валуте, односно њено слабљење (њена понуда је већа од тражње), што у спрези са инфлацијом чини „токсичну” спиралу. Такође, овде се у негативној релацији налазе депресијација динара и евроизација (и у 2013. години, недостатак српске монетарне политике је високо учешће монетарног агрегата  $M_3$ , преко 66%, у односу на монетарне агрегате  $M_1$  и  $M_2$ , те се може рећи да у Србији ипак постоји процес валутне супституције). Евроизација је последица неповерења у националну валуту, а узроци тог неповерења су не кредибилитет саме државе, пре свега, а потом и њених саставних институција и субинституција (монетарних, фискалних, политичких, правних и других). Уколико се „укрсте” и упореде подаци из табела 3 и 4, могу се уочити политички циклуси у српској макроекономији (раст новчане масе, а последично и инфлације, као и раст бруто домаћег производа, најизраженији је у предизборним и постизборним годинама). Пример Србије потврђује да експанзивна монетарна политика („политика јефтиног новца”) не мора нужно да доведе и до обећаваног економског раста (неодговорни политичари могу поткопати ма који режим монетарне политике). Политичари „воле” експанзивне политике, нарочито експанзивну монетарну политику, јер она има краће временско кашњење ефеката од рестриктивне монетарне политике, што представља *најлакши и најбржи пут* до задобијања гласова бирача (с друге стране, стимулисање производње представља *тежи и дужи пут*). Према томе, може се извући закључак да домаћи политичари спроводе политику „кратког даха” (*ad hoc* политику).

Независно централно банкарство штити друштво од поремећаја проузрокованих изборним циклусима (вођење монетарне политике на начин који ће обезбедити победу на изборима – централне банке које су подложне краткорочним преференцијама политичара показују склоност ка вишим стопама инфлације). Такође, независно централно банкарство је решење и за проблем малопре поменуте временске недоследности у вођењу монетарне политике (Голубовић, 2009, стр. 460–461).

### ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Теорија политичких циклуса расветљава утицај преференција различитих политичких оријентација, као и страначких конфронтација између креатора економске политике, на вођење монетарне, фискалне и свеукупне економске политике. На основу прегледа стручне литературе и компаративне анализе, могуће је донети више закључака о значају и предностима независног централног банкарства. Као прво, успостављањем независног централног банкарства обезбеђује се ниска стопа инфлације, што је основни предуслов макроекономске стабилно-

сти. Као друго, постојањем и функционисањем независног централног банкарства елиминише се утицај и притисак страначких политика на дефинисање и начин спровођења монетарне политике, у контексту постављања и реализације макроекономских циљева. Као треће, у условима независног централног банкарства ограничава се утицај политичке (изборне) неизвесности на очекивања економских субјеката, као и на економске индикаторе (монетарни агрегати, стопа инфлације, обим производње, стопа запослености). Као четврто, самостална централна банка поседује моћ да се одупре спољашњим захтевима за променом монетарне политике у предизборном периоду, не би ли се вештачки изазвале боље економске перформансе и на тај начин створила атмосфера економског напретка. Као пето, од изузетног је значаја да захтев за избором гувернера не коинцидира са формирањем нове владе, чиме се обезбеђује како политичка, тако и економска независност.

У Србији је нужно „преобликовање” институционалног односа између централне банке и владе, због растућег значаја независности централног банкарства. Међутим, значај независности централног банкарства не расте *per se*, већ због произилазећих позитивних ефеката деловања таквог (објективног и самосталног) централног банкарства на функционисање привредног сектора. *Раздвајање одговорности* између централних банака и владе није нови концепт, већ представља нешто што су политичке и економске прилике учиниле поново значајним за сваку земљу (доношење рационалних одлука од општег интереса, те елиминисање пристрасног одлучивања и деловања интересних групација). Глобално је становиште да раздвајање одговорности за вођење монетарне политике од одговорности за вођење политике утиче на стварање повољних услова за достизање и одржавање стабилности.

#### ЛИТЕРАТУРА

- Arnone, M., Romelli, D. (2013). Dynamic central bank independence indices and inflation rate: a new empirical exploration. *Journal of Financial Stability*, 9 (3), 385–398.
- Arnone, M., Laurens, B. J., Segalotto, J., & Sommer, M. (2009). Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. *IMF Staff Papers*, Palgrave Macmillan, 56 (2), 263–296.
- Berger, W., & Kießmer, F. (2013). Central bank independence and financial stability: A tale of perfect harmony?. *European Journal of Political Economy*, 31, 109–118.
- Cukierman, A. (2007). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future. *Panoeconomicus*, LIV (4), 367–395.
- Dumiter, F. (2009). Central Bank Independence and Inflation Targeting: The Case of Romania. *Romanian Economic Journal*, 12 (33), 23–60.
- Dumiter, F., & Soim, H. (2010). The correlation between central bank independence and inflation in developed and emerging countries. *Proceedings of the 5<sup>th</sup> WSEAS*

- International Conference on Economy and Management Transformation*, 1, 180-185.
- European Central Bank- (2013). *Monetary statistics – full report*. Доступно на: [http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003503\\_ALLPDF](http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003503_ALLPDF)
- Фабрис, Н. (2006). [*Central banking in theory and practise*]. Централна банка Црне Горе, Подгорица.
- Голубовић, С. (2009). Независност централне банке у земљама западног Балкана [Central bank independence in the countries of Western Balkan]. *Теме*, 33 (2), 459–470.
- Goodfriend, M. (2012). The Elusive Promise of Independent Central Banking. *Monetary and Economic Studies, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan*, 30, 39–54.
- Јакшић, М. (1998). *Парадокси и загонетке у економији [Paradoxes and Puzzles in Economics]*. Београд: Чигоја штампа.
- Кожетинац, Г. (2006). Независност и снага централне банке у регулисању монетарног сектора привреде: питања и могућности [Central Bank Independence and Power in Regulating Monetary Sector of Economy - Issues and Opportunities]. *Економски видици*, XI (3), 561–574.
- Menegatti, M. (2005). Political Cycles and International Interdependence. *Economia Internazionale*, 58 (3), 353–365.
- Народна банка Србије (2013, October 01). *Статистика – Основни макроекономски индикатори, Новчана маса М<sub>1</sub>*, доступно на: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/80/index.html>
- Niemann, S., Pichler, P., & Sorger, G. (2013). Central bank independence and the monetary instrument problem. *International Economic Review*, 54 (3), 1031–1055.
- Николић, ЈБ. (2011). Независност Европске централне банке и Народне банке Србије [The independence of the European central bank and the national bank of Serbia]. *Правни живот*, LX (11), 529–544.
- Остојић, С. (2010). Управљање политичким ризицима [Political Risk Management]. *Школа бизниса*, 3, 15–24.
- Прашчевић, А. (2008). Политички фактори макроекономске нестабилности у Србији [Political Factors of Macroeconomic Instability in Serbia]. У М. Зеџ, и Б. Церовић (ур.), *Куда иде Србија? – остварење и дometи реформи [Where Serbia Goes – The Realization and Scope of Reforms]*, (стр. 43–67). Београд: Универзитет у Београду, Економски факултет и Научно друштво економиста и Економски факултет у Београду,
- Прашчевић, А. (2007). Selection of monetary politics policies: Inflation targeting. *Економска мисао*, 40 (1–2), 1–14.
- Taylor, J. B. (2013). The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*, 48 (3), 155–162.
- Влаховић, М. и Церовић, С. (2005). *Независност централне банке – пример земаља Западног Балкана [Central Bank Independence – Countries of the Western Balkans]*. Централна банка Црне Горе, Радна студија бр. 5, доступно на: [http://www.cb-mn.org/slike\\_i\\_fajlovi/fajlovi/fajlovi\\_publicacije/radne\\_studije/Nezavisnost\\_Centralne\\_banke.pdf](http://www.cb-mn.org/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publicacije/radne_studije/Nezavisnost_Centralne_banke.pdf)
- Zare, E., Rahimi, M., Nademi, Y., & Heydarpour, E. (2012). Central Bank Independence and Inflation in Iran: New Evidence with Non-Linear Approach. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2 (2), 1011–1014.



Branislav Veselinović, Maja Drobnjaković, University Business Academy, Faculty of Economics and Engineering Management, Novi Sad

## **RELATIONSHIP BETWEEN THE INDEPENDENCE OF THE NATIONAL BANK OF SERBIA AND INFLATION**

### **Summary**

One of the key axioms of macroeconomics was phrased by Milton Friedman when he said that “inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”. The government’s tendency to put pressure on its central bank to print excessive amounts of money, which leads to higher inflation over time, has been termed the “inflation bias” of monetary policymaking. To minimize this bias, many governments have decided to give their central bank legal independence. The real question is whether countries with independent central banks also have lower inflation. In the paper published in 1993, Alesina and Summers found that developed countries with high levels of central banking independence had lower average levels of inflation. Nevertheless, a proper answer to this question would require previous consideration of a country-specific measure of central banking independence.

There are several main findings and conclusions, which are listed below. First, numerous studies confirm that the establishment of independent central banking ensures lower inflation, which is a prerequisite for macroeconomic stability. Second, the existence of independent central banking eliminates the influence of politicians on monetary policy definition. Third, independent central banking limits the impact of political (electoral) uncertainty on the expectations of economic agents. Fourth, the elections of central bank governors should not coincide with the formation of a new government. However, despite these positive arguments, the academic literature does not directly suggest independent central banking as the solution for the “inflationary bias”.