

**НАУЧНО-НАСТАВНОМ ВЕЋУ  
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У НИШУ**

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу број 04-2209 од 02.11.2017. године одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата мр Снежане Виларет под називом “ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ КАО АЛТЕРНАТИВНА СТРАТЕГИЈА ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА“.

Након анализе достављене докторске дисертације подносимо следећи

**ИЗВЕШТАЈ**

**I БИОГРАФСКИ ПОДАЦИ**

Снежана Виларет рођена је 15. априла 1976. године у Београду где је са одличним успехом завршила основну школу и гимназију природно - математичког смера. Носилац је две Вукове дипломе.

На Економском факултету у Београду дипломирала је 2001. године, на смеру Економска статистика и информатика (просечна оцена 9,33). Као апсолвент Економског факултета сврстана је у двадесет најбољних студената Економског факултета и добитник је стипендије Народне банке Србије 2000. године. Дипломски рад из области статистике одбранила је са оценом 10. Последипломске студије уписала је школске 2001/02. године на Економском факултету у Београду. У оквиру последипломских студија положила је све испите прописане програмом студија, са просечном оценом 10,0. Магистарску тезу из области макроекономије под називом "Концепт циљања стопе инфлације као оквир монетарне политике у Србији" одбранила у јуну 2009. године и стекла титулу магистра економских наука.

У периоду 2001-2002. година радила као фискални аналитичар у Министарству финансија.

Од 2002. године стално запослена је у Народној банци Србије где се од септембра 2007. године налази на месту директора Одељења за текуће макроекономске анализе, у Сектору за економске анализе и истраживања.

У периоду 2001 – 2005. година била је ангажована као асистент демонстратор на предмету Основи статистичке анализе на Економском факултету у Београду. Боравила на бројним стручним усавршавањима у земљи и иностранству. Ауторка је више радова објављених на научним скуповима и у часописима националног значаја.

**II АНАЛИЗА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Докторска дисертација кандидата мр Снежане Виларет под називом “ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ КАО АЛТЕРНАТИВНА СТРАТЕГИЈА ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА“ презентована је на 234 стране куцаног текста,

укључујући списак коришћене литературе са 125 референци у виду књига, монографија, чланака и интернет извора, као и пет прилога (стр.196-230), где су презентирани резултати економетријске анализе за различите земље. Дисертација се, поред *Увода* и *Закључка*, састоји из пет делова: I Алтернативне стратегије монетарне политике (стр. 3-13); II Концепт циљања инфлације (стр. 14-46); III Упоредна анализа примене концепта циљања инфлације (стр. 47-82); IV Анализа примене концепта циљања инфлације у Србији (стр. 83-170) и V Будући изазови монетарне политике Народне банке Србије (стр. 171-178).

Приликом опредељивања за тему докторске дисертације кандидаткиња је имала у виду да је обезбеђење окружења са ниском и стабилном инфлацијом један од основних предуслова за одржив привредни раст и просперитет економије. Постизање одрживе стабилности цена је комплексан задатак сваке привреде. Имајући у виду да је Србија у дугом временском периоду водила борбу са енормно високим стопама инфлације, као и то да је период иза нас карактерисао изузетно низак степен поверења у националну валуту и монетарну политику, висок степен евроизације, јасно је да је обарање стопе инфлације и обезбеђење стабилности цена веома тежак задатак који су носиоци монетарне политике требали да испуне. Управо из тих разлога, а истовремено имајући у виду и специфичност ситуације у којој смо се налазили, определило је Народну банку Србије да почетком септембра 2006. године пређе на нов оквир монетарне политике, којим је ценовна стабилност дефинисана као главни и основни циљ монетарне политике.

Први циљ овог рада је да се анализира теоријски оквир циљања инфлације као релативно новог концепта монетарне политике. Други циљ био је да се прикажу досадашња искуства транзиционих земаља у његовој примени. Разлог због кога је посебна пажња посвећена баш овој групи земаља је пре свега то да су све оне у периоду увођења новог оквира биле на релативно истом стадијуму транзиције као и Србија. Трећи циљ био је да се изврши анализа примене овог концепта у Србији, да се укаже на специфичности примене концепта посебно имајући у виду изузетно неповољне услове (политичка нестабилност, експлозиван раст цена пољопривредних производа и нафте, светска економска криза) са којима су се монетарне власти у Србији морале суочити одмах у првим годинама спровођења режима. Такође, указано је на предности и недостатке новог концепта монетарне политике, на проблеме са којима су монетарне власти морале да се суоче као и на перспективе у његовом даљем спровођењу.

Кандидаткиња је у истраживању користила методолошки приступ заснован на теоријској и квантитативној анализи примене концепта циљања инфлације у земљама у транзицији, засноване на студијама случаја, уз посебан осврт на Србију. При томе, закључци донети за Србију изведени су на основу компаративне анализе примене концепта циљања инфлације у другим земљама у транзицији. У оквиру рада детаљно је изложен и објашњен модел који Народна банка Србије користи у сврхе циљања инфлације и приказане су симулације којима се уобичајено тестира конзистентност модела. За економетријску анализу коришћени су софтверски пакети: Eviews 5,0, и Matlab.

У првом поглављу под називом **Алтернативне стратегије монетарне политике** аутор је указао на значај постојања номиналног сидра у вођењу монетарне политике. У овом поглављу, он је истакао да је често успех монетарне политике условљен постојањем номиналног сидра. Појашњен је појам постојања номиналног сидра. Истакнуто је да номинално сидро за монетарне власти подразумева фиксирање неке номиналне варијабле (инфлације, девизног курса или новчане масе итд) ради снижења и стабилизације инфлације, а самим тим и инфлационих очекивања. Аутор је посебно истакао значај кредибилитета централне банке као важног предуслова, за успешно спровођење монетарне политике, која ће резултирати ниском и стабилном инфлацијом и усидреним инфлационим очекивањима. Истакнуто је да искуства земаља управо потврђују да је вођење монетарне политике, уз постојање номиналног сидра, у великом броју земаља, од велике помоћи у стабилизацији инфлације и инфлационих очекивања.

У оквиру овог поглавља аутор је представио различите режиме монетарне политике и указао на њихов значај, предности и недостатке. Указано је на чињеницу да у данашње време највећи број централних банака у свету своју монетарну политику заснива на неком од основних режима монетарне политике као што су таргетирање девизног курса, монетарних агрегата, циљање инфлације итд. Међутим, речено је да има и оних централних банака које у вођењу монетарне политике користе елементе више различитих режима ( Европска централна банка – ЕЦБ, ФЕД итд). Аутор је истакао да избор адекватне монетарне стратегије за сваку земљу зависи од већег броја елемената – специфичности конкретне економије, њене прошлости, институционалне развијености, кредибилитета централне банке. Истовремено, речено је, да све централне банке имају један заједнички циљ а то је да пронађу прави пут у обарању инфлације и њеном одржању на релативном ниском нивоу. Аутор је истакао да се тиме обезбеђује и стабилизација и усидреност инфлационих очекивања и стиче кредибилитет монетарне политике.

У оквиру овог поглавља аутор је представио таргетирање девизног курса као стратегију с веома дугом историјом којом су бројне земље успеле да у релативно кратком року оборе инфлацију. Истакнуто је да је суштина овог оквира заправо везивање вредности домаће валуте за валуту друге земље, по правилу оне која има ниску инфлацију, чиме се обезбеђује гравитирање домаће инфлације ка инфлацији земље за коју је домаћа валута везана. Представљене су и изведене верзије коришћења девизног курса као номиналног сидра, попут „пузећег“ девизног курса (тзв. *crawling peg*), где су дозвољене одређене осцилације у кретању девизног курса.

Аутор је истакао да фиксирање девизног курса, као стратегија монетарне политике, има бројне предности, попут оне да се њоме директно фиксирају цене

увозних добара, што је велики допринос у држању инфлације под контролом, да је то једна лако разумљива стратегија ширем аудиторијуму. Додатно, указао је да сеприменом овог режима губи проблем временске неусклађености, па је монетарна политика рестриктивнија у условима депрецијацијских притисака и експанзивнија у условима апрецијацијских притисака.

Аутор је истакао да поред бројних предности, овај режим монетарне политике има и одређене недостатке, о којима сведоче искуства земаља. Нагласио је да би први недостатак овог режима био, да се његовим прихватањем губи потпуна независност у вођењу монетарне политике с обзиром да монетарне власти у домаћој економији губе самосталност у вођењу монетарне политике. Аутор је истакао да се сваки шок у страниој економији аутоматски преноси и на домаћу економију што је још један битан недостатак овог режима монетарне политике, јер су економије које га спроводе много више осетљиве на шпекулативне нападе. Аутор је навео да управо примена овог режима монетарне политике, у земљама у успону, носи са собом високу опасност услед изузетне финансијске осетљивости на кризне ситуације и екстерне шокове. Анализирајући предности и недостатке овог режима аутор је истакао да иако су готово сви модалитети фиксирања девизног курса проблематични, неоспорна је чињеница да су све земље применом овог концепта успеле у кратком року да се изборе са инфлацијом и спусте је и стабилизују на ниском нивоу. Такође, истакнуто је да је за успех у спровођењу овог режима монетарне политике, неопходан адекватан ниво девизних резерви земље, политичка стабилност, одговорна фискална политика и кредибилна економска политика.

Истакнуто је, да је, у протеклих тридесетак година знатно смањен број земаља које приликом вођења монетарне политике користе формално девизни курс као номинално сидро. Аутор је нагласио да се у данашњим условима слободног кретања капитала и финансијских трансакција често се доводи у питање одрживост фиксног девизног курса као номиналног сидра монетарне политике. Наглашено је да су то управо били разлози због чега је највећи број земаља током времена прелазило на неки од видова флексибилног девизног курса и одлучивао се најчешће за циљање инфлације као режим монетарне политике.

У наставку овог поглавља аутор је истакао да у неким земљама фиксирање девизног курса није било опција (САД, Јапан и Европска унија), па су те економије биле принуђене да траже неки други режим монетарне политике, а монетарно таргетирање је било једна од опција. Истакнуто је да циљање монетарних агрегата у фокусу има стопу раста одређеног монетарног агрегата те да је овај концепт заснован на чињеници да је у дугом року раст цена одређен растом новчане масе. Ипак, аутор је истакао да проблем ове стратегије јесте у томе што је у данашње време, с развојем финансијских тржишта и глобализацијом, веома тешко наћи јасну и чврсту везу између стопе раста монетарних агрегата и новчане масе. Уз то, у садашњим условима, речено је, веома је тешко да централна банка прецизно циља раст новчане масе.

Анализирајући овај режим аутор је истакао да и он има бројне предности, али и недостатке. Наведено је да је главна предност овог режима монетарне политике то што он централној банци омогућава да монетарну политику прилагођава домаћим околностима и изазовима. Такође, истакнуто је да су циљеви за монетарне агрегате и новчану масу високофреквентни подаци који су доступни у веома кратком року, и као такви одмах представљају сигнал јавности о томе какав је статус и карактер монетарне политике. Међутим, истакнуто је да све предности овог режима важе само уз два услова - да у економији постоји чврста веза између кретања инфлације и новчане масе и да централна банка има апсолутну контролу над циљаним

монетарним агрегатом. Уколико то није случај, сматра аутор, мере централне банке неће давати адекватан сигнал у погледу намера монетарних власти и због тога ће бити тешко сагледати одговорност централне банке. Аутор истиче да уже дефинисане монетарне агрегате (нпр. М1) централне банке у пракси могу лакше контролисати у односу на шире дефинисане монетарне агрегате попут М2 или М3. Непоуздана веза између таргета за новчану масу и инфлације, како аутор каже, доводи у питање способност овог режима да се инфлација стабилизује на релативно ниском нивоу, а тиме се угрожава и кредибилитет монетарне политике. Аутор је истакао да у пракси постоје две земље које су, може се рећи, успешно користиле овај режим - Немачка и Швајцарка. Обе економије су веома успешно користиле овај приступ у борби против инфлације у дужем временском периоду. Кандидат је нагласио да захваљујући искуству ове две земље, и то посебно Немачке, монетарно таргетирање је један од елемената данашње стратегије ЕЦБ-а. Ипак, почетком осамдесетих аутор каже постало је јасно да је нарушена веза између монетарних агрегата и инфлације, па су ове земље напустиле овај режим монетарне политике.

У наставку првог поглавља аутор указује на то да је стратегија монетарне политике ЕЦБ-а практично „изведена” стратегија монетарне политике, која има доста заједничког са стратегијом таргетирања монетарних агрегата и стратегијом циљања инфлације. Наглашено је да се ова стратегија заснива на два кључна стуба (тзв. *Two pillars strategy*). Први стуб је везан за улогу стопе раста монетарних агрегата (М3), а други за дугорочну стабилност цена – ниво цена од око или испод 2%. На основу тога аутор закључује да је дугорочна стабилност цена један од кључних елемената монетарне стратегије ЕЦБ-а.

У оквиру овог поглавља аутор је представио и приступ који спроводе америчке Федералне резерве - тзв. *just do it* приступ. Кандидат је нагласио да је овај приступ који примењује ФЕД, познат по добрим и завидним перформансама америчке привреде. Истакнуто је да и овај приступ све више током времена поприма елементе циљања инфлације, с обзиром на то да је стабилност цена примарни дугорочни циљ ове централне банке, уз то аутор наглашава, истовремено је и знатно повећана транспарентност централне банке.

У наставку поглавља, аутор је указао да у последњих неколико деценија све више на значају добија циљање инфлације као оквир монетарне политике. Речено је да овај режим монетарне политике подразумева пре свега пуну независност централне банке у вођењу монетарне политике. Истовремено, како аутор наводи, реч је о једној лако разумљивој стратегији. Ипак, он каже да ни овај режим монетарне политике није без мана. За разлику од фиксирања девизног курса или монетарних агрегата, у овом оквиру није баш лако контролисати инфлацију путем једног инструмента – референте каматне стопе. То је посебно велики проблем у земљама у развоју, које имају историјски високе стопе инфлације и волатилност инфлације, па су и грешке у прогнозирању инфлације веће. Такође, аутор наводи, овом режиму монетарне политике замера се и то што због помака у деловању трансмисионог механизма јавност не може одмах да сагледа намере монетарне политике. Ипак, како се наводи у раду, бројне предности овог режима условиле су да данас највећи број земаља широм света употребљава баш овај режим монетарне политике.

У наставку овог поглавља, аутор је истакао да су, на основу упоредне анализе међународних искустава земаља с различитим режимима монетарне политике, транспарентност и одговорност од кључног значаја за дугорочно остваривање жељених резултата, а тиме и за успех режима монетарне политике. Он је нагласио да треба имати у виду и чињеницу да успешност примене сваког оквира монетарне политике зависи и од политичких, културних и привредних институција конкретне

привреде, њене специфичности и њене прошлости. Аутор наводи да анализа искустава других земаља у примени разних монетарних стратегија, може бити од велике помоћи креаторима монетарне политике у избору адекватне стратегије која ће бити успешна у обезбеђењу ниске и стабилне инфлације, обезбеђењу стабилног економског окружења и постављању основа здраве економије.

Аутор је у наставку свог рада посебну пажњу посветио циљању инфлације као оквиру монетарне политике, имајући у виду дау последњих тридесетак година све већи број централних банака напушта своје претходне режиме монетарне политике и окреће се циљању инфлације као режиму монетарне политике.

У другом поглављу под називом **Концепт циљања инфлације** аутор је представио теоријски оквир и указао на специфична питања у вези са увођењем циљања инфлације као режима монетарне политике. Одговорио је на питања: шта представља инфлационо таргетирање, коју меру инфлације циљати, како монетарна политика треба да реагује у условима одступања пројекције инфлације од постављеног циља, коју улогу треба да има девизни курс у условима новог режима и слично.

Аутор је у оквиру овог поглавља указао на чињеницу да инфлација, сама по себи, представља лошу вест, да деформише цене, нагриза штедњу, обесхрабрује инвестиције, стимулише одлазак капитала, спречава привредни раст, чини економско планирање тежим и у својој екстремној форми проузрокује социјални и политички немир. Управо зато је задатак влада и монетарних власти да пронађу адекватну комбинацију фискалне и монетарне политике како би инфлацију држали под контролом.

Аутор је истакао да се у периоду пре деведесетих година 20. века велики број земаља одлучивао да своју монетарну политику заснива на прелазним циљевима као што су монетарни агрегати, девизни курс или на задовољењу истовремено више циљева. Аутор наводи да почетком деведесетих велики број земаља, и то пре свега индустријских (Нови Зеланд, Канада, Велика Британија итд.), а нешто касније и тржишта у настајању (Чиле, Бразил, Кореја, Тајланд, Јужна Африка итд.) и земаља у транзицији (Чешка, Пољска, Мађарска, Румунија итд.), напушта своје претходне режиме монетарне политике засноване на постојању прелазних или вишеструких циљева и окреће се ка инфлацији као основном циљу монетарне политике. Аутор је истакао да је прва земља која је званично усвојила циљање инфлације као режим монетарне политике био Нови Зеланд (1990).

У оквиру овог поглавља аутор је истакао да се инфлационо таргетирање као режим монетарне политике заснива на контролисању инфлације доминантно путем једног инструмента монетарне политике – референтне каматне стопе. Речено је да тренутно у свету око 35 земаља спроводи инфлационо таргетирање као званичан режим монетарне политике.

Аутор наводи да постоје и оне земље које су прихватиле велики број елемената циљања инфлације као оквира монетарне политике, а да поменути режим нису никада званично усвојиле – ЕЦБ, ФЕД, централна банке Швајцарске, Јапана итд. Истакнуто је да су ове централне банке посветиле остварењу и обезбеђењу стабилне и ниске инфлације, али никада нису званично усвојиле овај режим монетарне политике.

Аутор је истакао да у стручним публикацијама постоје бројне класификације режима циљања инфлације. У раду је наведена и подела која се најчешће у литератури среће а то је подела на експлицитно или потпуно (тзв. *full-fledged*) и имплицитно или парцијално циљање инфлације (тзв. *non-full-fledged*).

Аутор је у овом поглављу указао и на чињеницу да је ради успешног спровођења циљања инфлације као режима монетарне политике, неопходно обезбедити читав низ предуслова као на пример: независност централне банке у погледу избора инструмената монетарне политике и с тим у вези одсуство фискалне доминације, затим координацију фискалне и монетарне политике, добро развијен финансијски систем, разумевање и познавање јачине деловања различитих канала трансмисионог механизма монетарне политике, техничку оспособљеност кадрова за израду пројекција како инфлације тако и других релевантних макроекономских варијабли, затим транспарентност централне банке ради јачања одговорности централне банке и стицања поверења јавности итд. Указано је и на то да, на основу искустава земаља, у суштини су кључна два предуслова: независност централне банке (одсуство фискалне доминације) и чврста опредељеност централне банке да се руководи само једним циљем, циљем у погледу инфлације. Аутор је нагласио да од испуњености поменутих предуслова зависи како ће се окарактерисати режим циљања инфлације – као парцијално или потпуно циљање инфлације. Истакнуто је да се у пракси сматра да је земља прешла на потпуно циљање инфлације када је успела да задовољи највећи број предуслова, при чему се кључним сматра званично објављивање усвајања новог режима и дозвољавање флексибилности девизног курса. Потенцирано је да су специфичности сваке економије те које одређују у којој мери ће бити испуњени критеријуми за увођење циљања инфлације и начин њихове интерпретације. Врло често је у реалном животу тешко направити разлику између земаља које су у режиму потпуног циљања инфлације и оних које су у некој прелазној фази.

У оквиру овог поглавља аутор је представио и предности и недостатке циљања инфлације као режима монетарне политике. Истакнуто је да у ситуацији када је у последњим деценијама инфлација на глобалном нивоу спуштена на релативно ниске нивое, и то не само у земљама које циљају инфлацију већ и у земљама с другим режимима монетарне политике, веома је тешко рећи да ли су користи од спровођења овог режима веће од његових мана. Аутор је истакао да је кључна предност у односу на друге режиме та што је то лако разумљива и транспарентна стратегија и да управо нагласак на транспарентности и комуникацији централне банке с јавношћу у великој мери, одређује успех циљања инфлације као режима.

Аутор је навео и да је предност овог режима у томе што повећава одговорност и дисциплину како монетарне тако и фискалне политике, чиме се уједно стабилизују и усидравају инфлациона очекивања. Када је реч о недостацима, аутор истиче да, се у литератури најчешће наводи да ова стратегија има потенцијал да повећа нестабилност економске активности, као и да флексибилан девизни курс, који овај режим подразумева, може да изазове финансијску нестабилност, посебно у случају малих и отворених привреда, које, по правилу, карактерише висок степен евроизације. Ипак, према речима аутора, у целини гледано, а на основу искустава земаља, може се закључити да су земље које су усвојиле инфлационо таргетирање, у принципу, веома успешне у својој стратегији с обзиром на то да су успеле да на дуже стазе знатно смање стопе инфлације.

Додатно, у оквиру овог поглавља аутор је говорио и о карактеристикама институционалног оквира овог режима – о законском оквиру централне банке, о објави таргета за инфлацију, временском хоризонту циљања инфлације, организационој шеми као и о оперативним циљевима новог оквира.

У трећем поглављу рада чији је наслов **Упоредна анализа примене концепта циљања инфлације**, аутор је изложио практична искуства групе земаља у транзицији у спровођењу циљања инфлације као оквира монетарне политике. Представљена су искуства три земаље које су се у периоду увођења новог режима монетарне политике налазиле у сличној фази транзиције као и Србија. Аутор је истакао да ове земље, као ни Србија, нису у почетној фази увођења испуњавале све предуслове неопходне за увођење овог оквира монетарне политике. Аутор у раду каже да је изабрао Чешку јер је прва транзициона земља која је усвојила циљање инфлације и много уложила у њега. Аутор је истакао да иако ова централна банка и није била претерано успешна у остваривању циљева у погледу инфлације, неспорно је да је она узор и пример многим другим централним банкама у транспарентности, одговорности и усидравању инфлационих очекивања.

У наставку, аутор је изабрао Мађарску централну банку као пример банке која посебан значај посвећује политици девизног курса. Истакнуто је да се у целини посматрано, не може рећи да је Мађарска била баш успешна у остваривању дефинисаних циља у погледу инфлације, што не значи нужно неуспех у спровођењу циљања инфлације као оквира монетарне политике. Аутор је истакао да је ова централна банка типичан пример банке која приликом усвајања новог режима није испуњавала чак ни елементарне критеријуме (на пример одсуство фискалне доминације) и која је истовремено настојала да оствари два циља (курс и инфлацију). Истакнуто је да су криза и турбулентне околности приморале централне банке широм света да користе нестандартне и нетипичне инструменте, па у том погледу ни ова централна банка није била изузетак. Аутор је нагласио да опредељење ове банке, да истовремено циља курс и инфлацију, и у неком периоду примат да девизном курсу пре него инфлацији, је често изазивало бројне критике аналитичара и бацало сумњу на кредибилитет инфлационог таргетирања као режима монетарне политике у овој земљи. Ипак, аутор закључује, и поред свега, неоспорно је да је са увођењем новог оквира инфлација у Мађарској сведена на историјски ниске нивое.

У наставку поглавља аутор је представио искуство Румуније у спровођењу овог концепта. Истакнуто је да ни ова централна банка није била успешна, са становишта пуког испуњења циља у погледу инфлације. Међутим, аутор закључује, да је неоспорна чињеница да је са увођењем овог оквира дошло до знатног пада инфлације и, што је још важније, пада и стабилизације инфлационих очекивања.

У оквиру овог поглавља аутор је дао **економетријску анализу** и оценио утицај шокова у кретању девизног курса на цене за све посматране земље. Економетријском анализом аутор је указао на разлике у реакцији инфлације на ову врсту шокова у економији, односно указао је на разлике у брзини и интензитету преноса девизног курса на цене. Истовремено, аутор је указао и на слабљење преносног ефекта девизног курса на цене током времена, са стабилизацијом инфлације и инфлационих очекивања и јачањем кредибилитета монетарних власти.

У четвртм поглављу под насловом **Анализа примене концепта циљања инфлације у Србији** аутор је посебну пажњу посветио искуству и успешности примене концепта циљања инфлације у Србији. Укратко је анализирана политика Народне банке Србије у периоду непосредно пре увођења новог оквира и представљени су мотиви којима су се монетарне власти у Србији руководиле приликом преласка на инфлационотаргетирање као нов режим монетарне политике.



Затим, анализирани су основне карактеристике новог оквира, с посебним освртом на моделе које централне банке, међу којима и Народна банка Србије, користе у сврхе предвиђања инфлације.

Аутор је указао на специфичности примене овог концепта, посебно имајући у виду неповољне услове (политичка нестабилност, експлозиван раст цена пољопривредних производа и нафте, светска економска криза) с којима су се монетарне власти у Србији суочиле већ у првим годинама спровођења режима. У оквиру овог поглавља аутор се осврнуо и на монетарну политику у периоду пре увођења циљања инфлације. Представљени су режими монетарне политике који су претходили циљању инфлације као и мотиви и разлози због чега су се монетарне власти у Србији определиле за прелазак на циљање инфлације као нов режим монетарне политике. Аутор је истакао да Србија од септембра 2006. године примењује режим циљања инфлације као режим монетарне политике. Наглашено је да при увођењу новог оквира НБС, као ни већина других централних банака, није испуњавала све иницијалне предуслове за увођење новог режима и да искуства земаља показују да предуслови нису ти који пресудно одређују успешност режима. Аутор је нагласио да због тога што велики број полазних претпоставки није био испуњен приликом преласка на нов оквир, режим циљања инфлације који се у почетним годинама примењивао у Србији, није се могао сматрати потпуним режимом циљања инфлације. Ипак, аутор је истакао да постоје елементи без којих једноставно није могуће спроводити овај режим. Он је навео да се ту пре свега мисли на институционалну и инструменталну независност централне банке, затим на њену јасну обавезаност за ценовну стабилност као основни циљ монетарне политике, уз истовремено залагање за већи степен флукуација девизног курса. Аутор је додао да се неопходним сматра и одређен степен координације монетарних и фискалних власти. Истакнуто је да је висок удео регулисаних цена у индексу цена био разлог због кога је НБС у почетним годинама спровођења новог оквира циљала базну инфлацију. Наглашено је да је НБС прешла на циљање укупне инфлације 2009. године и да је тиме преузела одговорност за кретање укупне инфлације па су и задаци монетарних власти били знатно тежи. Аутор је истакао да је отежавајућа околност висок степен евроизације у привреди, што у приличној мери умањује ефикасност трансмисионог механизма референтне каматне стопе и истовремено захтева од монетарних власти да велики значај дају и политици девизног курса. Указано је на чињеницу да исте отежавајуће околности имају и друге земље у транзицији које су усвојиле режим циљања инфлације, тако да Србија ту није изузетак. Кандидат је истакао да политика интервенција на девизном тржишту може бити успешна и прихватљива у режиму циљања инфлације једино уколико постоји јасна и транспарентна комуникација у погледу коришћења, усаглашености и конзистентности политике цена и политике девизног курса.

Аутор је истакао да је режим руковођено пливајућег девизног курса потпуно у складу с циљањем инфлације у малим, отвореним и евроизованим економијама. Он је нагласио да су у таквим условима, релативна стабилност девизног курса и цена у великој мери међузависне. Кандидат је истакао да земље које имају високу изложеност предузећа, домаћинстава и државе девизном ризику, а међу њима је и Србија, не могу себи да приуште знатне депрецијацијске притиске који би угрозили финансијску, али и ценовну стабилност. Аутор је закључио да управо захваљујући ниској и стабилној инфлацији и постигнутој и очуваној финансијској стабилности и стабилности девизног курса, је унета

извесност у пословање привреде, што потврђују снажне перформансе инвестиција, индустријске производње и извоза.

У оквиру овог поглавља аутор је објаснио и суштину деловања трансмисионог механизма монетарне политике у Србији. Објаснио је да се суштина деловања трансмисионог механизма састоји у томе да се монетарном политиком (променама референтне каматне стопе), преко финансијског тржишта, утиче на тржиште робе и услуга, агрегатну тражњу и, на крају, на цене. Речено је да се овај ефекат остварује кроз различите канале – канал каматне стопе, канал девизног курса, канал цена активе, кредитни канал и да сваки од њих подразумева различиту брзину и интензитет утицаја мера монетарне политике на реалну економију. Аутор је истакао да је у случају Србије најбржи и најдоминантнији канал монетарне трансмисије канал девизног курса.

У наставку поглавља аутор истиче да свака централна банка, у режиму циљања инфлације, мора да има одређене техничке капацитете у циљу успешног спровођења стратегије инфлационог таргетирања. Наглашено је да се одлуке о промени референтне каматне стопе доносе на систематичан и предвидив начин, у складу са одступањем пројекције инфлације од унапред постављеног циља а да се истовремено морају имати у виду канали и временски помаци у деловању трансмисионог механизма. Аутор је истакао да се модели за предвиђање инфлације користе као помоћно средство у процесу доношења одлука. Речено је да модели који користе централне банке треба да потпомогну бољем разумевању трансмисионог механизма, односно бољем разумевању деловања појединих трансмисионих канала. Аутор је указао да суштина модела јесте да укаже монетарним властима да изврше корекцију референтне каматне стопе када оцене да ће у наредном периоду инфлација одступити од циља, чиме ће преко номиналног и реалног канала деловати на инфлацију. Аутор истиче да крајњи резултат модела јесте путања каматне стопе, која је конзистентна са остварењем циљане инфлације. У раду се наводи да модели који се примењују у земљама у транзицији најчешће спадају у групу *New Keynesian Gap* модела, при чему сваки од њих у себи има специфичности које су карактеристичне за конкретну економију. Аутор је нагласио да основу модела по правилу чине четири основне једначина: једначине инфлације, једначине агрегатне тражње, девизног курса и функција реакције монетарне политике, а да поред њих постоји и велики број помоћних једначина којима су представљене и међусобно повезане релевантне економске категорије. Кандидат је истакао да је пројекција инфлације крајњи резултат модела. Речено је да пројекција представља основу за доношење одлука монетарним властима, с обзиром на то да су у њој садржане и препоруке носиоцима монетарне политике шта учинити с референтом каматном стопом под одређеним условима како би се остварио циљ у погледу инфлације. Аутор је истакао да пројекција има за циљ да прикаже пројектовано кретање инфлације у наредном периоду, факторе који ће утицати на њено кретање, као и ризике остварења пројекције.

У наставку овог поглавља описан је модел који, од 2007. године, у сврхе пројектовања инфлације користи НБС. Истакнуто је да се модел НБС заснива на деловању трансмисионог механизма путем два канала – номиналног и реалног. Први, номинални канал, испољава се преко номиналног девизног курса и увозних цена и посебно је брз и доминантан у земљама у транзицији. Други, реални канал, одражава се кроз реалну економију преко јаза реалног девизног курса и реалне каматне стопе (овај канал је у земљама попут Србије спор, али делује).

Аутор је у наставку овог поглавља испитао дугорочну везу и утицај шока у промени девизног курса на цене у Србији. Додатно, користећи економетријску

анализу он је испитао и оценио и утицај различитих врста шокова на процес доношења одлука у Србији. Економетријском анализом аутор је указао на реакцију монетарних политика на разне врсте шокова у економији, као и на разлике у брзини и интензитету преноса девизног курса на цене.

Аутор је истакао да искуства земаља указују на то да, што су очекивања привредних субјеката више усидренија и кредибилитет монетарне политике већи, то је пренос девизног курса на цене мањи. У високо развијеним индустријским земљама управо то је разлог због чега је овај утицај јако скроман. Са друге стране, према речима аутора за земље у транзицији у почетним фазама циљања инфлације (пример је и Србија), карактеристично је да је номинални канал (девизни курс) јачи и бржи од реалног канала (реална камата стопа, реални девизни курс и тражња). Ипак, током времена, истакао је аутор, са обарањем инфлације и усидравањем инфлационих очекивања, неминовно јача реални канал монетарне трансмисије.

У оквиру овог поглавља кандидат је анализирао искуство које НБС има у примени новог оквира. Закључено је да се може рећи да је оно, свеукупно посматрано, позитивно и ту се Србија не разликује много од осталих анализираних земаља. Речено је да је у прве две године спровођења режима базна инфлација успешно оборена и одржавана на релативно ниском нивоу али да је серија екстерних шокова (цене нафте и примарних пољопривредних производа) у 2007. години довела до знатног раста инфлационих очекивања почетком наредне године, што је и био један од главних узрочника убрзања раста инфлације. Речено је да је кретање инфлације у 2008. години било опредељено како екстерним факторима, тако и интерним факторима (политичка неизвесност, посебно изражена у првој половини године, и депрецијацијски притисци по том основу). Истакнуто је да поменута година није била успешна ни за друге централне банке које су такође, примењивале режим циљања инфлације. Аутор је нагласио да почетком 2009. године, с преласком на циљање укупне инфлације, одговорност централне банке је постала већа а задатак остваривања циљане стопе инфлације тежи, посебно имајући у виду релативно висок удео цена на које монетарна политика практично нема утицаја (цене пољопривредних производа и регулисане цене). Према речима аутора управо зато је тешко изводити закључке и анализирати успешност НБС у циљању укупне инфлације. Он истиче да се на први поглед може закључити да оно није било задовољавајуће, с обзиром да је практично од друге половине 2010. године постојало континуирано, спорадично пребацивање, односно подбацивање граница циља, које је трајало све до почетка 2017. године. Ипак, аутор је истакао да упркос томе што циљеви за инфлацију ниси били увек остваривани, мора се признати да је последњих година постигнут завидан резултат у свођењу и одржавању инфлације на историјски ниским нивоима. Истакнуто је да је по први пут у последњих пола века инфлација у Србији упоредива са развијеним европским привредама, што је условило пад инфлационих очекивања и њихово усидравање на ниском нивоу око циља. Кандидат је указао да је такав развој догађаја, уз стабилан девизни курс, довео до значајаног пада динарских каматних стопа, што последњих година доприноси расту динаризације у сектору становништва. Тиме је аутор желео да укаже на то да идеја концепта циљања инфлације није да инфлација по сваку цену буде на циљу, већ да монетарне власти снесу одговорност за стабилизацију инфлације на релативно ниском нивоу и остварење циљане стопе инфлације у средњем року. Он је истакао да тек премашивање/подбацивање циља у дугом временском периоду и нестабилност у кретању инфлације и инфлационих очекивања би указивало на евентуални неуспех овог режима.

Закључено је да у целини посматрано досадашње искуство НБС у спровођењу новог оквира монетарне политике је позитивно, нарочито имајући у виду да је Србија (а раније и Југославија) деценијама била међу земљама са највишим стопама инфлације. Аутор је нагласио да и поред тога што циљеви у погледу инфлације често нису били испуњени, неоспорно је да је инфлација последњих година спуштена на релативно низак ниво, а инфлациона очекивања усидрена и стабилизована на нивоу око циља. Додатно, аутор истиче, у овом периоду афирмисана је референтна каматна стопа као основни инструмент монетарне политике, који има значајног утицаја на динарске каматне стопе на тржишту новца, а последично и на каматне стопе на штедњу и кредите, чиме је повећана ефикасност монетарне политике.

У петом поглављу под називом **Будући изазови монетарне политике Народне банке Србије** аутор је анализирао изазове с којима ће се монетарне власти у Србији суочити у наредном периоду. Иако је формално усвојено циљање инфлације као нов оквир монетарне политике НБС, још увек нису испуњени сви неопходни елементи које овај режим захтева и који су неопходни за његово ефикасно спровођење, па стога на њиховом увођењу и унапређењу треба додатно радити. Аутор је истакао да би било веома пожељно прецизније дефинисати одговорности Владе и НБС по питању цена које су под контролом државе, додатно повећати степен координације фискалних и монетарних власти, затим кредибилитета монетарне и посебно фискалне политике, а с тим у вези и додатно радити на повећању степена динаризаације у економији, што је одговорност не само монетарне политике већ и фискалне политике, дефинисати случајеве када би било оправдано користити административне мере као подршку режиму и другим циљевима, даљи развој домаћег финансијског тржишта, што би водило јачању трансмисије мера монетарне политике итд. Притом, кандидат је нагласио да треба имати у виду да се знатнији резултати у овим областима не могу очекивати преко ноћи. На самом крају рада аутор је сумирао све претходно речено и дао закључна разматрања.

### III ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

У овом раду је изложен како теоријски оквир тако и практична искуства земаља у транзицији приликом спровођења циљања инфлације као оквира монетарне политике. Посебна пажња била је посвећена искуству Србије која од септембра 2006. године примењује режим циљања инфлације. Приликом увођења новог оквира Народна банка Србије, као ни већина других централних банака, није испуњавала све иницијалне предуслове за увођење новог режима. Међутим, анализирајући искуства низа земаља дошли смо до закључка да предуслови нису ти који пресудно опредељују успешност режима.

Ипак, и поред чињенице да није неопходно испуњавати све неопходне предуслове, постоје елементи без којих једноставно није могуће спроводити режим. Ту се у првом реду мисли на институционалну и инструменталну независност централне банке, затим на њену јасну обавезаност за ценовну стабилност као основни и главни циљ монетарне политике уз истовремено залагање за већи степен флукуација девизног курса. Такође, оно што се показало заиста неопходним јесте и одређен степен координације монетарних и фискалних власти.

Анализирајући кратко искуство које НБС има у примени новог оквира може се закључити да је оно релативно задовољавајуће. Овим радом

кандидаткиња је указала, поред осталог да идеја концепта циљања инфлације и није да инфлација по сваку цену буде на циљу, већ да монетарне власти снесе одговорност за остварење циљане инфлације у средњем року. Односно, тек премашивање циља у дужем временском периоду би указивало на неуспех режима, што време треба да покаже. Отежавајући амбијент за имплементацију концепта циљања инфлације, нарочито у почетном периоду, јесте појава серије екстерних шокова, што је био случај са Србијом.

И поред чиненице да је досадашње искуство НБС у спровођењу новог оквира монетарне политике релативно задовољавајуће ипак, закључак је, да постоји читав низ елемената на чијем унапређењу монетарне власти још морају да раде и читав низ проблема који морају да реше – и даље релативно низак ниво поверења у домаћу валуту и монетарну политику и последично висок степен евроизације, низак степен координације фискалних и монетарних власти, још увек релативно слаб трансмисиони механизам каматне стопе итд. Такође, унапређења су неопходна и у процесу доношења одлука као и техника за спровођење монетарних и девизних операција. Унапређујући ове елементе уједно ће се утицати и на развој и унапређење домаћег финансијског тржишта и ојачати трансмисија мера монетарне политике. У целини посматрано овим радом аутор је настојао да допринесе даљем изучавању монетарних феномена и проблема.

На основу анализе садржаја докторске дисертације Комисија утврђује да су остварени кључни циљеви дефинисани у фази пријаве докторске дисертације. Најпре, истраживање пружа систематизацију теоријских и емпиријских истраживања и економетријску анализу у институционализацији и примени концепта циљања инфлације. Кандидаткиња је доказала почетне хипотезе: 1. Успешност примене концепта циљања инфлације је у функцији обезбеђења окружења са ниском и стабилном инфлацијом, а то је основни предуслов за одржив економски раст, односно за оптималан однос између инфлације и реалне економије; 2. На успешност примене концепта циљања инфлације у транзиционим економијама у значајној мери утичу екстерни шокови, попут експлозивног раста светских цена енергената или цена пољопривредних производа, када се смањује делотворност монетарне политике на кратак и средњи рок, због чега се јавља дилема – да ли повећати рестриктивност монетарне политике и тиме додатно погодити економску активност, или сачекати да се исцрпе ефекти екстерног шока; 3. Оправданост концепта циљања инфлације се нарочито доводи у питање када је домаћа економија погођена светском економском и финансијском кризом, када се повећава број заговорника стимулисања економске активности чак и по цени више инфлације; 4. Високо евроизоване економије, каква је и српска, није погодан амбијент за успешну примену концепта циљања инфлације, због чега се инцирају процеси деевроизације домаће штедње и кредитне активности банака.

На основу детаљне анализе садржаја, коришћених метода, као и остварених циљева истраживања, односно доказаних хипотеза Комисија закључује да докторску дисертацију кандидата мр Снежане Виларет под називом “ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ КАО АЛТЕРНАТИВНА СТРАТЕГИЈА ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА“ одликује актуелност и завидна научна заснованост. Кандидат је успео да оригинално систематизује постојећа знања, изабере релевантне проблеме и обради их коришћењем савремених теоријско-методолошких сазнања из ове области. Кандидат је проучио обимну литературу, коректно обавио емпиријско истраживање и користио економетријску анализу. Уочљив је адекватан системски приступ у истраживањима и анализи, уз јасан и убедљив стил излагања. Посебан допринос дисертације огледа се у резултатима и препорукама које се базирају на

емпиријском истраживању примене концепта циљања инфлације као алтернативне стратегије централних банака.

Имајући у виду све наведене аргументе, Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације предлаже Научно-наставном већу Економског факултета у Нишу да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације под називом “ЦИЉАЊЕ ИНФЛАЦИЈЕ КАО АЛТЕРНАТИВНА СТРАТЕГИЈА ЦЕНТРАЛНИХ БАНАКА“ кандидата мр Снежане Виларет и одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, 4.12.2017. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. \_\_\_\_\_

Др Борко Крстић, редовни професор  
Економског факултета у Нишу

2. \_\_\_\_\_

Др Срђан Маринковић,  
редовни професор  
Економског факултета у Крагујевцу

3. \_\_\_\_\_

Др Александар Живковић,  
редовни професор  
Економског факултета у Београду