

Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?*

Frederic S. Mishkin *

Rezime: Ovaj rad, koji predstavlja uvodno poglavlje u mojoj predstojećoj knjizi, *Strategija monetarne politike (Monetary Policy Strategy)* MIT Pressa, sumira kako se razvijala akademska misao i misao centralnih banaka o strategiji monetarne politike. Pokazuje da su šest ideja koje sada prihvataju monetarni organi i vlade u skoro svim zemljama sveta dovele do unapređenog monetarnog poslovanja: 1) nema dugoročnog 'trade-off'-a između outputa (zaposlenosti) i inflacije; 2) očekivanja su od osnovne važnosti za ishode monetarne politike; 3) inflacija ima visoke troškove; 4) monetarna politika podleže problemu vremenske nedoslednosti; 5) nezavisnost centralnih banaka pomaže u unapređenju efikasnosti monetarne politike i 6) snažno nominalno sidro je ključni faktor za stvaranje dobrih ishoda monetarne politike.

Ključne reči: Monetarna politika, Nezaposlenost, Inflacija, Targetiranje.

JEL: E52, E58

Poslednje tri decenije obeležile su izuzetnu transformaciju u vođenju monetarne politike. Sedamdesetih godina inflacija se povećala do veoma visokih nivoa, gde je većina zemalja, pa i Sjedinjene Američke Države, imala dvocifrene stope inflacije. Danas su skoro sve države u svetu u okruženju niske inflacije. Od dvestodvadesettri (223) zemlje, stodevedesettri (193) imaju godišnje stope inflacije ispod 10% ili 10%, dok stočetredesetdevet (149) ima godišnje stope inflacije ispod 5% ili 5%.¹ Zašto se i kako strategija vođenja monetarne politike promenila tako da je postala toliko uspešna u suzbijanju inflacije?

* Preliminarna verzija ovog rada, objavljena je septembra 2006. godine u izdanju NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138. Zahvaljujemo se Frederic S. Mishkin i MIT Pressu na dozvoli za prevod i objavljivanje u našem časopisu. (Prim. ur)

* Ovaj rad predstavlja uvodno poglavlje u mojoj predstojećoj knjizi: *Strategija monetarne politike*, u izdanju MIT Pressa, predviđenu za jesen 2007. godine. Zahvaljujem se urednici Elizabet Marej (Elizabeth Murry) na njenim komentarima od izuzetne pomoći. Svi stavovi predstavljeni u ovom radu su samo autorovi, a ne Kolumbija univerziteta ili Državnog biroa ekonomskih istraživanja. Stavovi izraženi u ovoj knjizi su stavovi autora i ne moraju neophodno da odlikavaju stavove Državnog biroa ekonomskih istraživanja. Sva prava su zadržana. Kratki delovi teksta, koji nisu duži od dva pasusa, mogu se citirati bez izričitog odobrenja, pod uslovom da se celokupno priznanje, uključujući © napomenu izvoru. Frederic S. Mishkin, Uris Hall 817 Graduate School of Business Columbia University New York, NY 10027 and NBE: fsm3@columbia.edu

Odgovor koji se daje u narednim poglavljima je taj da su monetarni organi i vlade u skoro svim zemljama sveta došle do toga da prihvate sledeće ideje: 1) nema dugoročnog 'trade-off'-a između outputa (zaposlenosti) i inflacije; 2) očekivanja su od osnovne važnosti za ishode monetarne politike; 3) inflacija ima visoke troškove; 4) monetarna politika podleže problemu vremenske nedoslednosti; 5) nezavisnost centralnih banaka pomaže u unapređenju efikasnosti monetarne politike i 6) snažno nominalno sidro je ključni faktor za stvaranje dobrih ishoda monetarne politike. Ali pomenuti spisak, kojeg se centralne banke sada pridržavaju, nije ono od čega su ljudi, koji se bave monetarnom politikom, počeli. Šezdesetih godina su bankari u centralnim bankama imali veoma različit pogled na svet, koji je doveo do veoma loših ishoda monetarne politike.

1. Rad centralnih banaka šezdesetih godina

Šezdesete su počele u relativno benignom inflatornom okruženju, posebno u Sjedinjenim Američkim Državama, gde je inflacija imala godišnju stopu nešto iznad jednog procenta. (Inflacione stope su bile više u zemljama kao što su Nemačka, Francuska, Japan i Ujedinjeno Kraljevstvo, ali su i dalje bile ispod 4% 1960.) U Federalnim rezervama i u mnogim drugim centralnim bankama usredsređenje je bilo na „uslovima novčanog tržišta”: na varijablama kao što su nominalne kamatne stope, pozajmice banaka od centralne banke i deo rezervi banke iznad propisanih nivoa (višak rezervi minus uzeti krediti).² Pored toga, posle Velike depresije tridesetih godina, ekonomskim profesijama su dominirali kejnzijanci, sledbenici Džona Mejnarda Kejnza (John Maynard Keynes), koji je Depresiju posmatrao kao direktni rezultat neaktivnosti politike kada su negativni udari potresli ekonomiju. To je dovelo do ere političkog aktivizma u kojoj su ekonomisti naoružani kejnzijanskim makroekonometrijskim modelima smatrali da mogu da 'naštimuju' ekonomiju kako bi došlo do maksimalne zaposlenosti sa neznatnim inflacionim posledicama. To je bilo intelektualno okruženje kome sam bio izložen kada sam počeo da studiram ekonomiju kao student 1969. godine.

U to vreme je posebno uticajan bio rad koga su 1960. objavili Pol Samjuelson i Robert Solou (Paul Samuelson, Robert Solow), obojica MIT profesori, koji je smatrao da je rad A. V. Filipisa (A.W. Phillips), koji je postao poznat kao Filipsova kriva, ukazivao na to da postoji dugoročan 'trade-off' između nezaposlenosti i inflacije, i da ta razmena treba da se ispita.³ I zaista, Samjuelson i Solou su čak spomenuli da bi imperfektan cilj stope nezaposlenosti od 3% mogao biti postignut po, kako su smatrali, niskoj stopi inflacije od 4-5% godišnje. Takvo razmišljanje, ne samo Samjuelsona i Soloua, već i tada dominantnih kejnzijanskih ekonomista, dovelo je do većeg monetarnog aktivizma i aktivizma u fiskalnoj politici da bi se ekonomija dovela do potpune zaposlenosti. Međutim, naredno ekonomsko stanje nije baš bilo najsrećnije: inflacija je ubrzana, i na kraju se inflaciona stopa u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim industrijalizova-

nim zemljama, popela iznad 10% sedamdesetih godina, vodeći do takozvane „Velike inflacije”, dok se stopa nezaposlenosti pogoršala u odnosu na pedesete godine.

Nema dugoročnog ‘trade-off’-a između outputa (zaposlenosti) i inflacije

Monetaristi, vođeni Miltonom Fridmanom (Milton Friedman), su prvo pokrenuli kontranapad na aktivizam politike. Milton Fridman, u svom nizu čuvenih publikacija 1963. ustanovio je da su fluktuacije u stopi rasta novčane mase daleko bolje mogle objasniti ekonomske fluktuacije i inflaciju od nominalnih kamatnih stopa.⁴ Tokom Kongresnog iskaza Karl Bruner i Alen Meltzer (Karl Brunner i Allan Meltzer) su kritikovali korišćenje „uslova na tržištu novca” za vođenje monetarne politike i sugerisali su da bi targetiranje monetarnih agregata dovelo do boljih ishoda politike.⁵ U svom čuvenom predsedničkom obraćanju iz 1968. u Američkom ekonomskom udruženju, Milton Fridman je zajedno sa Edmundom Felpsom (Edmund Phelps) smatrao da ne postoji dugoročni ‘trade-off’ između nezaposlenosti i stope inflacije: pre bi ekonomija gravitirala ka prirodnoj stopi nezaposlenosti tokom dužeg perioda, bez obzira na to kakva bi bila inflaciona stopa.⁶ Drugim rečima, dugoročna Filipsova kriva bi bila vertikalna, a pokušaji smanjenja nezaposlenosti ispod prirodne stope samo bi doveli do veće inflacije. Kontranapad monetarista ukazivao je na to da monetarna politika treba da se usredsredi na kontrolisanje inflacije, a najbolji način da se to uradi je praćenje konstantnog rasta novčane mase.

2. Rad centralnih banaka sedamdesetih godina

U prvo vreme kontranapad monetarista nije uspeo da navede centralne banke da se više usredsrede na kontrolisanje inflacije i rast novčane mase. Početkom sedamdesetih godina procene parametara Filipsove krive još uvek nisu ukazivale na to da je Filipsova kriva dugoročno vertikalna. Ekonomisti i kreatori politike takođe nisu bili potpuno svesni koliko su važna očekivanja za dejstvo monetarne politike na ekonomiju, što bi ih, da su to shvatili, brže dovelo do prihvatanja Fridman-Felpsove hipoteze prirodne stope. Takođe, procene prirodne stope nezaposlenosti bile su suviše niske što je ukazivalo na to da su povećanja inflacije, po tada preovlađujućim stopama, bile rezultat posebnih faktora a ne preterano ekspanzivne monetarne politike.⁷

Revolucija racionalnih očekivanja

Početkom sedamdesetih godina, u nizu radova Robert Lukas (Robert Lucas) je lansirao revoluciju racionalnih očekivanja, što je pokazalo da su javna očekivanja i očekivanja tržišta od političkih mera imala važno dejstvo na skoro svaki sektor ekonomije.⁸ Teorija racionalnih očekivanja je odmah razjasnila zašto ne može da postoji dugoročan ‘trade-off’ između nezaposlenosti i inflacije, tako da bi pokušaj smanjenja nezaposlenosti ispod prirodne stope samo doveo do veće

inflacije, a ne do unapređenja outputa ili zaposlenosti. I zaista, jedna implikacija racionalnih očekivanja u svetu fleksibilnih plata i cena bio je predlog nedelotvornosti politike koji je ukazivao na to da ako se predvidi monetarna politika, to ne bi imalo pravog efekta na ishod; samo bi nepredviđena monetarna politika mogla imati značajan uticaj. Implikacija predloga nedelotvornosti politike je bila da bi pravilo konstantnog povećanja novčane stope, kako je predlagao Milton Fridman, bilo dobro kao i bilo koje drugo pravilo determinističke politike sa povratnim informacijama.⁹ Jedini ishod ukupnog aktivizma politike koju su zagovarali kejnzijanci bio bi veća i varijabilnija stopa inflacije. Iako su dokazi predloga nedelotvornosti politike slabi,¹⁰ poenta revolucije racionalnih očekivanja o toj politici postala je široko prihvaćena.

Priznavanje visokih troškova inflacije i koristi od stabilnosti cena

Događaji koji su se dešavali takođe su doveli do odbacivanja aktivizma politike. Inflacija je počela postojati da raste šezdesetih godina, a potom kao posledica cene nafte, energetske šoka iz 1973, inflacija se popela do dvocifrenih nivoa u mnogim zemljama. Ekonomisti, ali i javnost i političari počeli su da govore o visokim troškovima inflacije.¹¹ Visoko inflatorno okruženje dovelo je do preteranog ulaganja finansijski sektor, koji se proširio delujući kao posrednik u pomaganju pojedincima i preduzećima da izbegnu neke troškove inflacije.¹² Inflacija je dovela do nesigurnosti u vezi sa relativnom inflacijom, relativnim cenama i budućim nivoom cena, čime se firmama i pojedincima otežava donošenje pravih odluka, tako smanjujući ekonomsku efikasnost.¹³ Interakcija poreskog sistema i inflacije takođe povećava poremećaje koji nepovoljno utiču na ekonomsku aktivnost.¹⁴

Priznavanje visokih troškova inflacije dovelo je do stava da niska i stabilna inflacija može povećati nivo resursa koji se produktivno koriste u ekonomiji, pa bi čak mogla i pomoći u povećanju stope ekonomskog rasta. Iako studije vremenskih serija pojedinačnih zemalja i poređenja stopa rasta među zemljama nisu bile u potpunosti usaglašene, postojala je sve veća saglasnost da je inflacija štetna po ekonomski rast, posebno kada su inflacione stope visoke.¹⁵

Uloga nominalnog sidra

Novonastali razvoji u ekonomskoj teoriji poklopili su se sa rastućim priznavanjem visokih troškova inflacije među ekonomistima, političarima i javnošću. Takođe je postalo jasno zašto je *nominalno sidro* – nominalna varijabla koju kreatori monetarne politike koriste da ograniče nivo cena, kao što je inflaciona stopa, devizni kurs ili novčana masa – tako bitan element u ostvarivanju stabilnosti cena. Oslanjanje na nominalno sidro, koje održava nominalnu varijablu u malom rasponu, podržava stabilnost cena putem direktnog promovisanja očekivanja niske i stabilne inflacije. Uz očekivanja stabilne inflacije, tržišta mnogo toga rade za kreatore monetarne politike: očekivanja niske i stabilne inflacije

dovode do stabilizacije cena i uspostavljanja plata smanjujući kako nivo tako i promenljivost inflacije.¹⁶

Pojava monetarnog targetiranja

Tri povezane ideje da ekspanzivna monetarna politika ne može proizvesti veći output (zaposlenost) na dugi rok, da je inflacija skupa i prednost snažnog nominalnog sidra, kada se kombinuju, pomažu stvaranju podrške za ideje koje podržavaju monetaristi - potrebno je da centralne banke kontrolišu stopu rasta monetarnih agregata. To je dovelo do toga da jedan broj industrijalizovanih zemalja usvoji monetarno targetiranje polovinom sedamdesetih godina (vidi 8. poglavlje).

Monetarno targetiranje se sastoji od tri elementa: 1) oslanjanje na informacije koje prenosi monetarni agregat za vođenje monetarne politike, 2) objavljivanje srednjoročnih targeta za monetarne agregate i 3) nekakav mehanizam odgovornosti za sprečavanje velikih i sistematskih odstupanja od monetarnih targeta. Federalne rezerve su počele da prate nedeljna kretanja radi merenja monetarnih agregata M1, uz naznaku svog preferencijalnog ponašanja za M2. Potom, reagujući na rezoluciju Kongresa iz 1975, Federalne rezerve su započele javno objavljivanje targeta monetarnog rasta. Krajem 1973, Ujedinjeno Kraljevstvo je započelo neformalno targetiranje širokog monetarnog agregata, sterlinga M3 i započelo formalno objavljivanje targeta 1976. godine. Banka Kanade je usvojila monetarno targetiranje 1975. godine, po programu „monetarna politika postepenih reformi”, u kojoj se kontrolisao rast M1 uz postepeno opadanje planiranog raspona. Krajem 1974. godine, Bundesbanka i Narodna banka Švajcarske počele su da objavljuju targete u vezi sa novčanom masom: Bundesbanka je rešila da targetira novac centralne banke, uzani agregat koji je predstavljao zbir novca u opticaju i bankarskih depozita ponderisanih zahtevanim odnosima rezervi do 1974. godine, a Narodna banka Švajcarske je targetirala M1. Banka Japana je 1978. godine objavila „prognoze” stopa rasta M2 (a nakon 1979. godine, M2 + potvrda o depozitima).

3. Centralno bankarstvo krajem sedamdesetih i tokom osamdesetih godina: propast monetarnog planiranja?

Monetarno planiranje je imalo nekoliko potencijalnih prednosti nad prethodnim pristupima vođenja monetarne politike. Najavljene brojke monetarnih agregata obično se objavljuju u roku od par nedelja, i tako monetarni targeti mogu skoro trenutno poslati signale, kako javnosti, tako i tržištima, o situaciji u vezi sa monetarnom politikom i namerama kreatora ekonomske politike da kontrolišu inflaciju. Signali mogu pomoći u fiksiranju inflacionih očekivanja i kreiranju niže inflacije. Druga prednost monetarnih targeta je promovisanje skoro trenutne odgovornosti monetarne politike da bi se inflacija održala na niskom nivou.

Pomenute prednosti targetiranja monetarnog agregata zavise od jedne ključne pretpostavke: mora postojati snažan i pouzdan odnos između varijable cilja (inflacija ili nominalni dohodak) i targetiranog agregata. Ako postoje velika promenljivost brzine opticaja, tako da je odnos između monetarnog agregata i varijable cilja slab, kao što je prikazano u 6. poglavlju, monetarno targetiranje neće funkcionisati. Slab odnos ukazuje na to da pogađanje targeta neće proizvesti željeni ishod po pitanju varijable cilja, stoga monetarni agregat više neće pružati adekvatan signal o situaciji u vezi sa politikom centralne banke. Poremećaj u odnosima monetarnih agregata i varijable cilja, kao što su inflacija i nominalni dohodak, bila je uobičajena, ne samo u Sjedinjenim Američkim Državama, već i u Nemačkoj, koja je sprovodila monetarno targetiranje u znatno dužem periodu (6. poglavlje).¹⁷ Sličan problem nestabilnosti u odnosu novac-inflacija uvideo se u zemljama sa novonastalim tržištima, kao što su one u Latinskoj Americi (14. poglavlje). Zašto se monetarno targetiranje u Sjedinjenim Američkim Državama, Kanadi i Ujedinjenom Kraljevstvu krajem sedamdesetih i tokom osamdesetih godina nije pokazalo uspešnim u kontrolisanju inflacije? Postoje dva tumačenja ove situacije. Jedno je da se monetarno planiranje nije ozbiljno sprovodilo tako da nikada nije imalo šanse da uspe (8. i 10. poglavlje). Federalne rezerve, Banka Kanade, a posebno Banka Engleske bavile su se u suštini 'igrom' u kojoj su targetirale višestruke agregate, dozvoljavale značajna odstupanja (bilo je dozvoljeno da se početna tačka monetarnog targeta pomera nagore i nadole prateći realizacije monetarnog agregata), nisu redovno objavljivale targete, koristile su veštačka sredstva da smanje rast targetiranog agregata, često su premašivale svoje targete bez kasnije obrtaja situacije promašivanja, često prikrivajući razloge odstupanja od monetarnih targeta.

Drugi razlog nedovoljnog uspeha monetarnog targetiranja krajem sedamdesetih godina bila je rastuća nestabilnost odnosa između monetarnih agregata i varijable cilja, kao što su inflacija ili nominalni dohodak, što je značilo je da je ova strategija osuđena na propast. I zaista, monetarno targetiranje se nije sprovodilo ozbiljno, jer da se tako radilo, to bi bila greška, jer se odnos između monetarnih agregata i inflacije i nominalnog dohotka narušio. Kada je postalo jasno početkom osamdesetih godina da odnos novac-dohodak nije više bio jak, sve tri zemlje su formalno napustile monetarno targetiranje. Ili, kako je to rekao Džerald Bouey (Gerald Bouey), bivši guverner Banke Kanade: „Nismo mi napustili novčane agregate, oni su napustili nas.“

Problemi monetarnog targetiranja, stvoreni nestabilnim odnosom između novčane mase i inflacije, ilustrovani su i švajcarskim nesrećnim iskustvom 1989-1992. koje je opisano u 8. poglavlju, kada Narodna banka Švajcarske nije uspela da održi stabilnost cena, nakon uspešnog smanjenja inflacije.¹⁸ Do znatnog premašaja inflacije od 1989. do 1992. godine, kada je probijen nivo od 5%, došlo je usled dva faktora. Prvi faktor je bila snaga švajcarskog franka od 1985. do 1987. godine, što je dovelo do toga da Narodna banka Švajcarske dozvoli rast monetarne baze (sada njenog targetiranog agregata) po stopi većoj od ciljnih 2%

1987. godine, a potom je to prouzrokovalo porast monetarne baze na 3% 1988. godine. Drugi razlog je proizašao iz uvođenja novog međubankarskog platnog prometa, Švajcarskog međubankarskog kliringa (Swiss Interbank Clearing – SIC) i dubokosežne revizije zahteva u vezi sa likvidnošću poslovnih banaka 1988. godine. Udari na devizni kurs i promene tražnje za monetarnom bazom, koji su proistekli iz navedenih institucionalnih promena, stvorili su ozbiljan problem za ciljne agregate. Tokom 1988. godine, postalo je jasno da je Narodna banka Švajcarske imala pogrešne pretpostavke o dejstvima tih udara, tako da je monetarna politika bila suviše ‘laka’, iako je target monetarne baze bio potcegnjen. Rezultat je bio predstojeći rast inflacije na nivou od preko 5%. Kao rezultat pomenutog iskustva, Narodna banka Švajcarske se najpre udaljila od monetarnog targetiranja ne specificirajući horizont targeta monetarne baze, objavljenog krajem 1990. godine, zatim pomerajući se, u suštini, ka petogodišnjem horizontu targeta, sve dok u potpunosti nije napustila monetarno targetiranje 1999. godine.

Nemačko iskustvo u vezi sa monetarnim targetiranjem je u osnovi bilo uspešno, što nam je, uz početni uspeh švajcarskog iskustva, pomoglo da shvatimo zašto je praksa monetarne politike evoluirala ka inflacionom targetiranju. Kao što je smatrao Jurgen fon Hagen (Jurgen von Hagen), usvajanje monetarnog targetiranja od strane Bundesbanke krajem 1974. godine, proisteklo je iz odluka i strateških problema sa kojima se u to vreme suočavala.¹⁹ U Bretonvudskom režimu, Bundesbanka je izgubila mogućnost da kontroliše monetarnu politiku, a usredsređivanje na monetarni agregat je bio način da Bundesbanka ponovo uspostavi kontrolu nad vođenjem monetarne politike. Nemačka inflacija je takođe bila veoma visoka (bar prema nemačkim standardima) dostižući 7% 1974. godine, a ipak privreda je ‘slabila’. Usvajanje monetarnog targetiranja predstavljao je način odupiranja političkom pritisku i signal javnosti da će Bundesbanka nastaviti da kontroliše monetarnu ekspanziju. Bundesbanka je takođe bila zabrinuta da bi dalja stabilnost cena i nastojanje ostvarivanja potpune zaposlenosti i visokog rasta outputa, doveli do aktivizma politike koji bi zauzvrat vodio ka inflatornoj monetarnoj politici. Monetarno targetiranje je imalo dodatnu prednost isticanja odgovornosti Bundesbanke za kontrolisanje inflacije u dugoročnom kontekstu ali bez pokušaja da se bori sa privremenim povećanjima inflacije, posebno ako su ista proizilazila iz nemonetarnih izvora.

Okolnosti koje su uticale na usvajanje monetarnog targetiranja u Nemačkoj, dovele su do nekoliko bitnih karakteristika modela, ključnih za njegov uspeh.. Prvo, režimi monetarnog targetiranja nisu bili vezani sa monetarnom ortodoksnošću i bili su daleko od pravila monetarnog targetiranja ‘Friedman tipa’ u kome se monetarni agregat održavao na putanji konstantne stope rasta i predstavljao primarno usredsređenje monetarne politike.²⁰ Bundesbanka je dozvolila rast izvan ciljnih raspona tokom perioda od dve do tri godine, a premašivanja targeta su kasnije promenjena. Monetarno targetiranje u Nemačkoj i Švajcarskoj je, umesto toga, su prvenstveno bili način saopštavanja strategije o monetarnoj politici, koja se usredsredila na dugoročne faktore i kontrolu inflacije.

Izračunavanje raspona monetarnog targetiranja u velikoj meri naglašava ostvarivanje transparentne politike (jasna, jednostavna i razumljiva) i redovnu komunikaciju sa javnošću. Prvo i osnovno, numerički inflacioni cilj je značajno uobličen u javnom postavljanju ciljnih raspona. Bundesbanka postavlja targete koristeći jednačinu kvantitativne teorije da bi odredila stopu rasta monetarnog targeta koristeći numerički cilj inflacije, procenjeni potencijalni rast outputa i očekivane tendencije brzine opticaja. Korišćenje procenjenog rasta potencijalnog outputa a ne željene putanje rasta aktuelnog outputa prilikom postavljanja monetarnih targeta, predstavljalo je važnu karakteristiku strategije, jer je pomenuto signaliziralo da se Bundesbanka neće usredsrediti na kratkoročne ciljeve u vezi sa outputom. Drugo, monetarno targetiranje, daleko od rigidnog pravila politike, bilo je prilično fleksibilno u praksi. Kao što ćemo videti u 8. poglavlju, ciljni rasponi monetarnog rasta bili su probijani za oko pedeset procenata u Nemačkoj, često zbog toga što Bundesbanka nije u potpunosti zanemarivala druge ciljeve, uključujući output i devizni kurs.²¹ Nadalje, Bundesbanka je pokazala fleksibilnost time što je omogućila da se cilj inflacije menja tokom vremena i da, sasvim postepeno, konvergira dugoročnom cilju inflacije.

Kada je Bundesbanka prvi put postavila svoje monetarne targete krajem 1974. godine, objavila je srednjoročni cilj inflacije od 4%, daleko iznad onoga što se smatra odgovarajućim dugoročnim ciljem za inflaciju. Objašnjenje je bilo da se odabrani srednjoročni cilj inflacije razlikovao od dugoročnog cilja, obeležavajući ga „neizbežnom stopom rasta cena.” Gradualistički pristup smanjenja inflacije sproveden je u devetogodišnjem periodu, pre nego što je utvrđeno da je srednjoročni cilj inflacije konzistentan sa cenovnom stabilnošću. Kada se krajem 1984. godine uspostavila konvergencija, srednjoročni cilj inflacije preimenovan je u „normativnu stopu povećanja cena” i utvrđen na nivou od 2%, na kojem se i ostao dok nije promenjen na 1,5-2% 1997. godine. Bundesbanka je takođe reagovala na ograničenja u ponudi energije i sirovina koja su uticala na rast cena, time što je povisila srednjoročni cilj inflacije: posebno je povećala stopu rasta cena sa 3,5% na 4% nakon drugog ‘naftnog šoka’ 1980. godine.

Režimi monetarnog targetiranja u Nemačkoj i Švajcarskoj demonstrirali su snažno opredeljenje ka saopštavanju strategije široj javnosti. Targeti monetarnog rasta su se kontinuirano koristili kao okvir za objašnjavanje strategije monetarne politike: Bundesbanka i Narodna banka Švajcarske izuzetno puno su radile, kako preko svojih publikacija i čestih govora zvaničnika centralnih banaka, na tome da javnosti saopšte šta centralna banka pokušava da ostvari. I zaista, pošto su obe centralne banke često značajno probijale targete monetarnog rasta, okvire monetarnog targetiranja koji su bili primenjivani trebalo bi najbolje posmatrati kao mehanizam transparentnog saopštavanja kako se monetarna politika usmerava ka ostvarivanju inflacionih ciljeva i kao sredstvo povećanja odgovornosti centralne banke.

Veći broj zemalja je sa zavišću posmatrao uspeh režima nemačke monetarne politike u ostvarivanju niske inflacije, što objašnjava zašto je ista izabrana za

zemlju sidra Mehanizma za održavanje deviznog kursa (Exchange Rate Mechanism – ERM). Jasan znak uspeha Nemačke pojavio se nakon ujedinjenja Nemačke 1990. godine. Uprkos privremenom porastu inflacije usled ujedinjenja, zahteva za visokim platama i fiskalne ekspanzije, Bundesbanka je bila sposobna da spreči ugradnju tih privremenih efekata u inflacioni proces, i do 1995. godine inflacija je pala ispod normativnog cilja inflacije Bundesbanke od 2%.

Iskustvo Nemačke i Švajcarske ilustruje da se značajan deo uspeha monetarne politike dveju zemalja bazirao na aktivnom korišćenju strategije monetarnog targetiranja kako bi se jasno saopštila dugoročna strategija kontrole inflacije. Obe centralne banke su koristile monetarno targetiranje da jasno izraze ciljeve monetarne politike i da objasne da, u uslovima probijanja targeta, akcije politike ostaju usredsređene na dugoročnu stabilnost cena. Aktivna komunikacija sa javnošću od strane Bundesbanke i Narodne banke Švajcarske, povećala je transparentnost i odgovornost tih centralnih banaka. Za razliku od toga, 'poigravanje', karakteristično za monetarno targetiranje u Sjedinjenim Američkim Državama, Ujedinjenom Kraljevstvu i Kanadi, narušavalo je proces komunikacije, te se transparentnost i odgovornost centralnih banaka u pomenutim zemljama, nije poboljšala.

Nemačka i Švajcarska su održale fleksibilnost u pristupu monetarnom targetiranju i nisu se čak ni približile rigidnom pravilu. Uprkos fleksibilnom pristupu monetarnom targetiranju koje je uključivalo tolerisanje probijanja targeta i postepenu dezinflaciju, Nemačka i Švajcarska su pokazale da je fleksibilnost konzistentna sa uspešnom kontrolom inflacije. Ključ uspeha je predstavljala ozbiljnost sprovođenja dugoročnog cilja stabilnosti cena i aktivno angažovanje javne podrške na tom zadatku.

Uprkos uspehu monetarnog targetiranja u Švajcarskoj, a posebno u Nemačkoj, monetarno targetiranje ima ozbiljnih nedostataka. 'Slab' odnos između ponude novca i nominalnog dohotka, o čemu se govori u 6. poglavlju, podrazumeva da pogađanje određenog monetarnog targeta neće proizvesti željeni ishod za ciljnu varijablu, kao što je inflacija. Nadalje, monetarni agregat neće više pružati adekvatan signal o stanju monetarne politike. Stoga, osim pod veoma neuobičajenim okolnostima, monetarno targetiranje neće obezbediti dobro nominalno sidro i neće pomoći u fiksiranju inflacionih očekivanja. Pored toga, nepouzdan odnos između monetarnih agregata i varijabli cilja, otežava ostvarivanje namere da monetarno targetiranje služi kao sredstvo komunikacije koje povećava transparentnost monetarne politike i čini centralnu banku odgovornom prema javnosti.

4. Potraga za boljim nominalnim sidrom: rađanje inflacionog targetiranja devedesetih godina

Revolucija racionalnih očekivanja takođe je doprinela velikom pomaku u našem poimanju strategije monetarne politike i važnosti nominalnog sidra uz prepoznavanje problema vremenske nedoslednosti.

Problem vremenske nedoslednosti

Radovi Fina Kidlanda (Finn Kydland) i Edvarda Preskota (Edward Prescott), Giljerma Kalva (Guillermo Calvo), i Roberta Baroa (Robert Barro) i Dejvida Gordona (David Gordon), bavili su se problemom vremenske nedoslednosti, u kome monetarna politika vođena na diskrecionoj, svakodnevnoj osnovi, dovodi do slabih dugoročnih rezultata.²² Njihov rad je naznačio da optimalna monetarna politika ne bi trebalo da pokušava eksploatisati kratkoročni ‘trade-off’ između nezaposlenosti i inflacije vođenjem preterano ekspanzivne politike pošto odluke o nadnicama i cenama odslikavaju očekivanja radnika i firmi u vezi sa politikom; kada vide da centralna banka vodi ekspanzivnu politiku, očekivanja radnika i firmi u vezi sa inflacijom će porasti, ‘gurajući’ nadnice i cene naviše. Povećanje nadnica i cena vodiće ka većoj inflaciji, ali neće rezultirati prosečno višim nivoom outputa. Kreatori monetarne politike, međutim, nalaze se u iskušenju da vode ekspanzivniju monetarnu politiku nego što to očekuju firme ili radnici, jer bi takva politika povećala ekonomski output (ili smanjila nezaposlenost) na kratak rok. Drugim rečima, kreatori monetarne politike će uvideti da nisu u mogućnosti da *dosledno* slede optimalan plan tokom *vremena*; optimalan plan je *vremenski nedosledan* i stoga će se ubrzo biti odbačen.

Uspostavljanje snažnog nominalnog sidra takođe može pomoći u sprečavanju problema vremenske nedoslednosti u monetarnoj politici, obezbeđujući očekivano ograničenje diskrecionoj politici. Snažno nominalno sidro može pomoći da se obezbedi da centralna banka bude usredsređena na dugi rok i odoli izazovu ili političkim pritiscima vođenja kratkoročne ekspanzivne politike, nekonzistentne sa dugoročnim ciljem stabilnosti cena.

Nezavisnost centralne banke

Jedna od karakteristika problema vremenske nedoslednosti, koju je prvi naveo Benet Mekkalum (Benett McCalum) i koja je obrađena u 2. poglavlju, je da sam problem vremenske nedoslednosti ne podrazumeva da će centralna banka slediti ekspanzivnu monetarnu politiku koja vodi do inflacije.²³ Ako se prihvati da buduća očekivanja u procesu uspostavljanja nadnica i cena stvaraju problem za strategiju vođenja ekspanzivne monetarne politike, kreatori monetarne politike mogu odlučiti da „to jednostavno ne rade” i na taj način izbegnu problem vremenske nedoslednosti. Da bi se izbegao problem vremenske nedoslednosti, centralna banka može jasno pokazati javnosti da joj nije cilj da poveća output niti zaposlenost iznad onoga što je konzistentno sa stabilnom inflacijom i da neće pokušati da iznenadi ljude neočekivanom, diskrecionom, ekspanzivnom politikom.²⁴ Umesto toga, posvetiće se održavanju kontrole nad inflacijom.

Iako su zaposleni u centralnim bankama potpuno svesni problema vremenske nedoslednosti, problem ipak postoji jer političari mogu da vrše pritisak na centralnu banku da vodi prekomerno ekspanzivnu monetarnu politiku.²⁵ Nezavisnost centralnih banaka, ipak može pomoći u zadržavanju političkih pritisaka da

se eksploatiše kratkotrajni ‘trade-off’ između zaposlenosti i inflacije. Nezavisnost izoluje centralnu banku od kratkovidnosti, što je često karakteristika političkog procesa koja proizilazi iz zabrinutosti političara da li će biti izabrani u bliskoj budućnosti što bi dovelo do boljih ishoda u politici. Dokazi podržavaju pretpostavku da se makroekonomska situacija poboljšava, ukoliko su centralne banke nezavisne. Kada se centralne banke u industrijalizovanim zemljama rangiraju od najmanje do najviše zakonski nezavisnih, uviđa se da je situacija u vezi sa inflacijom najbolja u zemljama gde je nezavisnost centralnih banaka na najvišem nivou.²⁶ Veoma značajan trend ka rastućoj nezavisnosti centralnih banaka posledica je i ekonomske teorije i boljih rezultata koje ostvaruju zemlje sa nezavisnijim centralnim bankama. Pre devedesetih godina, malo centralnih banaka je bilo nezavisno u značajnoj meri i to se pre svega odnosi na Bundesbanku, Narodnu banku Švajcarske i u manjoj meri Federalne rezerve. Danas, skoro sve centralne banke u razvijenim zemljama i mnogim tržišnim privredama u razvoju, imaju nivo nezavisnosti jednak ili viši od onog koji karakteriše Federalne rezerve. Devedesetih godina, brojne zemlje su dale veću nezavisnost centralnim bankama, na primer, Japan, Novi Zeland, Južna Koreja, Švedska, Ujedinjeno Kraljevstvo i zemlje u evrozoni.

Rađanje targetiranja inflacije

Uspostavljanje snažnog nominalnog sidra može pomoći u sprečavanju problema vremenske nedoslednosti monetarne politike, obezbeđujući očekivano ograničenje diskrecionoj politici. Snažno nominalno sidro može pomoći da se osigura da centralna banka fokus stavlja na dugi rok i opiranje izazovu ili političkim pritiscima da vodi kratkoročnu ekspanzivnu politiku, nekonzistentnu sa dugoročnim ciljem cenovne stabilnosti. Međutim, kao što smo videli, monetarni target će teško služiti kao snažno nominalno sidro kada je nestabilan odnos između novca i inflacije. Razočarenja u vezi sa monetarnim targetiranjem dovela su do potrage za boljim nominalnim sidrom, što je rezultiralo razvojem inflacionog targetiranja devedesetih godina, o čemu se govori u poglavljima 9-16.

Inflaciono targetiranje se razvilo iz monetarnog targetiranja usvajanjem najuspešnijih elemenata: institucionalne posvećenosti ka cenovnoj stabilnosti kao primarnim, dugoročnim ciljem monetarne politike i ostvarivanju ciljne stope inflacije; veće transparentnosti putem komunikacije sa javnošću o ciljevima monetarne politike i planovima za ostvarivanje pomenutih ciljeva. Inflaciono targetiranje se, međutim, razlikuje od monetarnog targetiranja u dve ključne dimenzije: umesto da se objavljuju targeti monetarnih agregata, ova strategija objavljuje srednjoročni numerički target inflacije; i koristi strategiju koja uključuje informacije, uz smanjenu ulogu posrednih ciljeva, kao što je monetarni rast.

Novi Zeland je prva zemlja koja je usvojila inflaciono targetiranje. Po smanjenju inflacije sa skoro 17% 1985. godine na blizu 5% do 1989. godine, parlament Novog Zelanda je doneo novi zakon o Banci rezervi Novog Zelanda 1989. godine, koji je stupio na snagu 01.02.1990. godine. Pored promene koja je jednu

od najmanje nezavisnih centralnih banaka dovela do jedne od najnezavisnijih među industrijalizovanim zemljama, zakon je takođe obavezao Banku da se bavi isključivo jednim ciljem, stabilnošću cena. Zakon je utvrdio da ministar finansija i guverner Banke treba da pregovaraju i javno objave Sporazum o targetima politike, koji uspostavlja kriterijume na osnovu kojih bi se procenjivale performanse monetarne politike. Sporazumi su konkretizovali numeričke raspone inflacionih targeta i tačan vremenski horizont za njihovo ostvarivanje.

Prvi Sporazum o targetima politike, potpisan od strane ministra finansija i guvernera Banke 02.03.1990. godine, usmerio je centralnu banku ka ostvarivanju godišnje stope inflacije od 3 do 5% do kraja 1990. godine, uz postepeno redukovanje raspona (0 do 2%) tokom 1992. godine (promenjeno na 1993. godinu), što se održavalo do kraja 1996. godine, kada je raspon promenjen na 0-3%, a potom na 1-3% 2002. godine.

Nakon akcije Novog Zelanda, usledila je najava Kanade u februaru 1991. godine, Izraela u januaru 1992. godine, Ujedinjenog Kraljevstva u oktobru 1992. godine, Švedske u januaru 1993. godine i Finske u februaru 1993. godine (Čile je usvojio mekši oblik inflacionog targetiranja u januaru 1991. godine).²⁷ Od samog početka, više od dvadeset zemalja je usvojilo inflaciono targetiranje, a svake godine se dodaju nove u 'klub inflacionog targetiranja'.

Inflaciono targetiranje je zamenilo monetarno targetiranje zbog nekoliko prednosti. Prvo, inflaciono targetiranje se ne oslanja na stabilan odnos novac-inflacija i stoga su veliki šokovi brzine optičaja, (o kojima se govori u 6. poglavlju), koji iskrivljuju pomenuti odnos, u značajnoj meri irelevantni za funkcionisanje monetarne politike.²⁸ Drugo, korišćenje više informacija, a ne prvenstveno jedne varijable, za utvrđivanje najboljih postavki politike, može da rezultira adekvatnijom politikom. Treće, javnost brzo shvata inflacioni target, jer je promena cena neposredna i direktna briga dok su monetarni agregati daleko od neposrednog iskustva ljudi. Inflacioni targeti su, stoga, bolji za povećanje transparentnosti monetarne politike, jer čine jasnijim ciljeve centralne banke. To ne znači da monetarni targeti ne bi mogli služiti kao korisno sredstvo komunikacije i povećanja odgovornosti za kontrolisanje inflacije, kao što je bio slučaj u Nemačkoj i Švajcarskoj, ali kada se poremeti odnos između monetarnih agregata i inflacije, što se dešavalo (posebno u Švajcarskoj), monetarni targeti gube značajan stepen transparentnosti, jer centralna banka tada mora obezbediti komplikovanu diskusiju o tome zašto je potrebno odstupiti od monetarnog targeta. Četvrto, inflacioni targeti povećavaju odgovornost centralne banke, jer se njeno funkcionisanje sada može meriti na osnovu jasno definisanog targeta. Monetarni targeti manje doprinose u tom pogledu, zbog nestabilnog odnosa novac-inflacija koji otežava nameatanje odgovornosti centralnoj banci, jer će centralna banka svakako često promašiti svoje monetarne targete – Bundesbank je više od polovine vremena sprovođenja monetarnog targetiranja probijala raspone targeta, a najuspešnije je praktikovala politiku targetiranja. Inflaciono targetiranje ima mnogo više šansi za uspeh.

Ključna karakteristika svih režima inflacionog targetiranja je ogroman naglasak na transparentnosti i komunikaciji. Centralne banke koje sprovode inflaciono targetiranje često komuniciraju s Vladom, neke zato što su na to obavezne prema zakonu, a druge putem neformalnih komunikacija, i njihovi zvaničnici koriste svaku priliku da se obrate javnosti u vezi sa strategijom monetarne politike. Komunikacija ove vrste je takođe bila istaknuta među centralnim bankama koje nisu usvojile inflaciono targetiranje, uključujući one koje koriste monetarne targete kao što su Bundesbanka i Švajcarska, kao i one koje ne targetiraju, poput Federalnih rezervi. Ipak, centralne banke koje targetiraju inflaciju su otišle nekoliko koraka dalje: ne samo da su se angažovale u ekstenzivnim kampanjama javnog informisanja, i na distribuciji luksuznih brošura, već su se angažovale i na objavljivanju jedne vrste dokumenta koji je poznat pod opštim nazivom *Izveštaji o inflaciji* po originalnom dokumentu objavljenom od strane Banke Engleske.

Publikacija *Izveštaji o inflaciji* posebno je vredna pažnje, jer pomenuti dokumenti odstupaju od uobičajenih, suvoparnih zvaničnih izveštaja centralnih banaka i sadrže najbolje elemente pisanja univerzitetskih udžbenika (uz korišćenje popularnih grafikona i posebno izdvojenih objašnjenja), kako bi bolje komunicirali s javnošću. *Izveštaji o inflaciji* je daleko lakše koristiti od prethodnih dokumenata centralnih banaka i jasno objašnjavaju ciljeve i ograničenja monetarne politike, uključujući obrazloženje inflacionih targeta: numeričke vrednosti inflacionih targeta i način njihovog utvrđivanja; kako će se ostvariti inflacioni targeti u tekućim ekonomskim okolnostima; i razloge bilo kakvih odstupanja od targeta. Skoro svi *Izveštaji o inflaciji* takođe pružaju prognoze o inflaciji, dok većina predstavlja i prognoze outputa, a neki daju i projekciju kretanja politike u vezi sa kamatnim stopama (vidi Tabelu 1 u 5. poglavlju). Navedeni naponi u domenu komunikacija unapredili su planiranje u privatnom sektoru, smanjujući neizvesnost u vezi sa monetarnom politikom i delom edukujući javnost o onome šta centralna banka može i ne može ostvariti, što je jasnijem definisanju odgovornosti centralne banke i političara u vođenju monetarne politike.

Pošto eksplicitni numerički inflacioni target povećava odgovornost centralne banke u kontrolisanju inflacije, inflaciono targetiranje smanjuje verovatnoću da će centralna banka 'patiti' od problema vremenske nedoslednosti, koji prenebregava optimalan plan i, umesto toga, pokušava povećati output i zaposlenost sprovođenjem izrazito ekspanzivne monetarne politike. Pošto je ipak veća verovatnoća da vremenska nedoslednost proistekne iz političkih pritisaka na centralnu banku da sprovodi izrazito ekspanzivnu monetarnu politiku, ključna prednost inflacionog targetiranja je mogućnost boljeg fokusiranja političke debate na ono što centralna banka može dugoročno najbolje da radi – kontrolisanje inflacije - pre nego na ono što ne može da radi: da stalno povećava ekonomski rast i zaposlenost preko ekspanzivne monetarne politike. (Izrazit primer podizanja nivoa javne diskusije, što je obrađeno u 10. poglavlju, desio se u Kanadi 1996. godine, kada je posle govora predsednika Kanadskog ekonomskog udruženja, u kojem je

kritikovao Banku Kanade, usledila javna debata.)²⁹ Čini se, stoga, da inflaciono targetiranje smanjuje politički pritisak na centralnu banku da sprovodi inflatornu monetarnu politiku i time smanjuje verovatnoću donošenja vremenski nedoslednih odluka.

Iako inflaciono targetiranje ima mogućnost da ograniči problem vremenske nedoslednosti, ono to ne čini putem usvajanja rigidnog pravila i, stoga, ima mnogo toga zajedničkog sa fleksibilnošću ranijih režima monetarnog targetiranja. Inflaciono targetiranje ima karakteristike „pravila” pošto uključuje buduće ponašanje koje ograničava kreatora politika da sistematski sprovode mere sa dugoročno nepoželjnim posledicama. Umesto da koristi rigidno pravilo, koristi se kategorija, „ograničena diskrecija”, kako smo je Ben Bernanke i ja nazvali u 9. poglavlju. Inflaciono targetiranje dozvoljava izvesnu fleksibilnost, ali ograničava kreatora politike u sprovođenju izrazito ekspanzivne (ili kontrakcione) monetarne politike.

Inflaciono targetiranje takođe, ne zanemaruje tradicionalnu stabilizaciju outputa, ali postavlja je u dugoročni kontekst tj. izvan kratkoročnih interesa poslovnog ciklusa, što je karakterisalo monetarnu politiku tokom šezdesetih i sedamdesetih godina. Režimi inflacionog targetiranja dozvoljavaju fleksibilnost da bi se izborili sa iznenadnim šokovima ponude i postepeno smanjenje targeta ka dugoročnom cilju inflacije, kada je inflacija inicijalno daleko od utvrđenog cilja (takođe karakteristika monetarnih targeta, kao što je slučaj u Nemačkoj). Kao što je pokazao Lars Svensson (Lars Svensson), postepeno kretanje inflacionog targeta ka dugoročnom cilju cenovne stabilnosti, ukazuje da su fluktuacije outputa briga (u funkciji cilja) monetarne politike.³⁰ Pored toga, kreatori inflacionih targeta naglašavaju da donja granica raspona treba da bude jednako obavezujuća kao i gornja granica, nagoveštavajući da vode brigu o fluktuacijama outputa, kao i o inflaciji. Inflaciono targetiranje se, stoga, bolje opisuje kao „fleksibilno inflaciono targetiranje”.

Gore navedeno sugerise da, iako je planiranje inflacije razvijeno iz ranijih strategija monetarne politike, ono predstavlja istinski napredak. Kako se, međutim, inflaciono targetiranje sprovodilo? Da li je zaista dovelo do boljih ekonomskih performansi?

Da li je inflaciono targetiranje drugačije?

Jednostavan odgovor na pitanje je da, uz izvesna ograničenja.³¹ Zaključak se izveden iz sledeća četiri rezultata:³²

- Nivoi inflacije (i promenljivost), kao i kamatne stope, su opali pošto su zemlje prihvatile inflaciono targetiranje.
- Promenljivost outputa nije pogoršana, a ako se smanjila, to desilo se nakon prihvatanja inflacionog targetiranja.
- Čini se da je, prihvatanjem inflacionog targetiranja, transmisioni mehanizam deviznog kursa oslabljen.³³

- Pad nivoa i promenljivosti inflacije, promenljivosti kamatnih stopa i outputa, deo je svetskog trenda devedesetih godina, i zemlje koje su sprovo-dile inflaciono targetiranje nisu beležile bolje performanse pomenutih vari-jabli niti transmisivnog mehanizma deviznog kursa, u poređenju sa industri-jalizovanim zemljama koje ne primenjuju inflaciono targetiranje, kao što su Sjedinjene Američke Države ili Nemačka.³⁴

Činjenica da se u zemljama koje primenjuju inflaciono targetiranje evidenti-ra poboljšanje performansi inflacije i outputa, ali ne bolje od zemalja poput Sjedinjenih Američkih Država i Nemačke, takođe sugerise da je uspostavljanje snažnog nominalnog sidra. zaista bitan faktor za uspešnu monetarnu politiku³⁵ Kao što će biti naznačeno u 8. poglavlju i 10. poglavlju³⁶, Nemačka je bila spo-sobna da stvori snažno nominalno sidro sa procedurom monetarnog targetiranja. U Sjedinjenim Američkim Državama snažno nominalno sidro je predstavljalo ličnost Alena Grinspena (Alen Greenspan) (2. poglavlje). Mada je inflaciono targetiranje jedan od načina za uspostavljanje snažnog nominalnog sidra, nije i jedini. Nije sasvim jasno da li bi inflaciono targetiranje unapredilo performanse Sjedinjenih Američkih Država tokom Grinspenove ere, iako je to moglo da se desi i nakon Grinspenovog odlaska (11. poglavlje). Potom, kao što se naglašava u 13. i 18. poglavlju, inflacioni target nije u mogućnosti da predstavlja snažno nominalno sidro, ukoliko Vlada sprovodi neodgovornu fiskalnu politiku ili ne-dovoljno oprezan nadzor finansijskog sistema, koji bi zbog toga mogao postati sklon finansijskim ‘naduvavanjima’.³⁷

Međutim, postoje empirijski dokazi o inflacionim očekivanjima koji više govore o mogućim koristima inflacionog targetiranja. Nedavno istraživanje je istaklo i sledeće rezultate:

- Nema jakih dokaza da prihvatanje inflacionog targetiranja vodi ka trenu-tnom padu inflacionih očekivanja.³⁸
- Međutim, istrajnost inflacije je niža u zemljama koje su prihvatile infla-ciono targetiranje u poređenju sa onima koje nisu.
- Čini se da su inflaciona očekivanja više ‘usidrena’ u zemljama koje tar-getiraju inflaciju, u poređenju sa onima koje ne primenjuju takvu politiku, tj. inflaciona očekivanja reaguju manje na šokove u aktuelnoj inflaciji pri targetiranju inflacije nego kada se to ne čini, posebno na dugi rok.³⁹

Navedeni rezultati sugerisu da kada se inflaciono targetiranje primenjuje iz-vesno vreme, ono zaista znatno menja stvari, jer bolje ‘sidri’ srednjoročna i du-goročna inflaciona očekivanja, time jačajući nominalno sidro. Pošto je, kao što je ranije napomenuto, uspostavljanje snažnog nominalnog sidra ključan ele-ment uspešne monetarne politike,⁴⁰ dokazi o inflacionim očekivanjima pružaju jači argument da inflaciono targetiranje predstavlja istinski napredak.

Koristi inflacionog targetiranja sugerisu da bi to mogla bila atraktivna opcija za Federalne rezerve, i ova tema se obrađuje u 11. poglavlju.

5. Alternativno nominalno sidro: fiksiranje deviznog kursa

Fiksiranje vrednosti domaće valute za valutu velike zemlje sa niskom inflacijom predstavlja drugo, potencijalno nominalno sidro monetarne politike, a pomenuti režim monetarne politike ima dugu istoriju. Fiksiranje deviznog kursa ima nekoliko prednosti. Ono direktno doprinosi držanju inflacije pod kontrolom vezujući stopu inflacije za robu kojom se trguje u inostranstvu sa onom u zemlji sidra. Inflaciona očekivanja se 'sidre' prema inflacionoj stopi zemlje sidra, sve dok je paritet deviznog kursa kredibilan. Uz snažan mehanizam obaveze, obezbeđuje se automatsko pravilo za vođenje monetarne politike koje ublažava problem vremenske nedoslednosti: forsira se 'zatezanje' monetarne politike kada postoji tendencija ka depresijaciji valute ili 'opuštanje' politike pri tendenciji apresijacije.

Zbog svojih prednosti, nije iznenađujuće da se fiksiranje deviznog kursa koristilo za smanjenje inflacije u razvijenim ekonomijama (10. poglavlje) i u tržišnim privredama u razvoju (13. i 14. poglavlje). Međutim, postoji nekoliko ozbiljnih problema sa vezi sa ovom strategijom, na koje se ukazuje u pomenutim poglavljima. Sa kapitalnom mobilnošću, zemlja koja koristi target ne može više sprovoditi nezavisnu monetarnu politiku i koristiti je da odgovori na domaće šokove, koji su nezavisni od onih koji pogađaju zemlju sidra. Nadalje, fiksiranje deviznog kursa podrazumeva da se šokovi zemlje sidra direktno prenose na zemlju koja koristi target, jer promene kamatnih stopa zemlje sidra dovode do odgovarajuće promene kamatnih stopa zemlje sa targetom.

Drugi nedostatak fiksiranja deviznog kursa je mogućnost slabljenja odgovornosti kreatora politika, posebno u zemljama sa 'novonastalim tržištima'. Pošto fiksiranje deviznog kursa utvrđuje paritet istog, eliminiše se važan signal koji može pomoći da se ograniči problem vremenske nedoslednosti, ograničavajući monetarnu politiku od prevelike ekspanzivnosti. U industrijalizovanim zemljama, posebno u Sjedinjenim Američkim Državama, tržište obveznica pruža važan signal o situaciji u vezi sa monetarnom politikom. Suviše ekspanzivna monetarna politika ili snažan politički pritisak da se vodi suviše ekspanzivna monetarna politika, stvaraju strah od inflacije, pri čemu inflaciona očekivanja, i kamatne stope rastu i postoji nagli pad cena dugoročnih obveznica. Pošto i centralne banke i političari žele da izbegnu ovakav scenario, manja je verovatnoća da će politika biti previše ekspanzivna.

U mnogim zemljama, posebno u tržišnim privredama u razvoju, tržište dugoročnih obveznica praktično i ne postoji. Međutim, u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa, ako je monetarna politika suviše ekspanzivna, devizni kurs će depresirati. U tim zemljama, svakodnevne fluktuacije deviznog kursa mogu, poput tržišta obveznica u Sjedinjenim Američkim Državama, pružiti rani signal upozorenja da je monetarna politika suviše ekspanzivna. Baš kao što strah od vidljive inflacione panike na tržištu obveznica, ograničava centralne banke u sprovođenju suviše ekspanzivne monetarne politike, i političare u vršenju pritis-

ka na centralne banke da sprovede suviše ekspanzivnu monetarnu politiku, tako i strah od depresijacije deviznog kursa može činiti suviše ekspanzivnu monetarnu politiku manje verovatnom.

Koristi od signala sa deviznog tržišta mogu biti čak i veće u tržišnim privredama u razvoju, pošto bilans stanja i potezi njihovih centralnih banaka nisu u toj meri transparentne, kao u industrijalizovanim zemljama. Fiksiranje deviznog kursa u odnosu na drugu valutu može čak i otežati razumevanje mera politike centralne banke. Javnost je manje sposobna da prati centralnu banku i političare koji vrše pritisak, što olakšava da monetarna politika postane suviše ekspanzivna.

Treći, a verovatno i najteži, problem je taj što fiksiranje deviznog kursa ostavlja zemlje otvorenim za spekulativne napade na njihove valute, i ako ti napadi budu uspešni, kolaps domaće valute je obično mnogo veći, brži i neočekivaniji, nego kada se desi depresijacija u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa. Režim fiksiranja deviznog kursa je posebno opasan za ekonomije 'novonastalih tržišta', jer iste imaju veliki udeo duga denominovan u stranim valutama, što je fenomen poznat kao *dolarizacija obaveza*. Zemlje 'novonastalih tržišta' sa fiksnim deviznim kursom su, stoga, posebno podložne dvostrukim krizama, u kojima kolaps valute uništava bilanse stanja firmi i domaćinstava, što zauzvrat stvara finansijsku krizu i oštru ekonomsku kontrakciju. Zemlje sa 'novonastalim tržištima' koje izlaze iz režima fiksnih deviznih kurseva, sklonije su finansijskim krizama sa visokim troškovima i velikim padom outputa, što je duže devizni kurs održavan fiksnim.⁴¹

Kao što se prikazuje u 17. poglavlju, sasvim su jasne opasnosti režima fiksnog deviznog kursa za tržišne privrede u razvoju. Međutim, u ovim zemljama gde su političke i monetarne institucije posebno slabe i koje stoga imaju istoriju kontinuirane borbe sa visokom inflacijom, fiksiranje deviznog kursa u odnosu na jaku valutu može biti jedini način razbijanja inflacione psihologije i stabilizacije ekonomije. Pored toga, fiksni devizni kurs može podstaći integraciju domaće ekonomije sa susedima, što samo po sebi može predstavljati važan cilj. Pomenu ta razmatranja su navela neke ekonomiste da nagoveste da postoji vreme kada snažno obavezivanje ka fiksnom deviznom kursu može biti neophodno (bilo preko valutnog odbora ili preko potpune dolarizacije u kojoj zemlja odbacuje svoju i prihvata stranu valutu, poput dolara, kao svoj novac).⁴²

Međutim, kao što se raspravlja u 18. poglavlju, izbor režima deviznog kursa, bilo da je fiksni ili fleksibilni, će verovatno biti od sekundarnog značaja za razvoj dobrih finansijskih, fiskalnih i monetarnih institucija u stvaranju uspešne monetarne politike u tržišnim privredama u razvoju.

6. Gde ide strategija monetarne politike?

Kao što se targetiranje inflacije razvilo iz ranijih strategija monetarne politike, strategija monetarne politike će se i dalje razvijati tokom vremena. Postoje četiri

glavna pitanja o kojima se aktivno vodi debata, o tome gde bi strategija monetarne politike mogla da ide u budućnosti.

Targetiranje inflacije versus targetiranje nivoa cena?

Trenutno sve zemlje koje primenjuju inflaciono targetiranje radije targetiraju inflaciju, nego nivo cena. Tradicionalno gledište, kojeg energično zagovara Stenli Fišer (Stanley Fischer), tvrdi da targetiranje nivoa cena može stvoriti veću varijabilnost outputa nego planiranje inflacije, jer se nepredviđeni šokovi nivoa cena ne tretiraju kao stvari iz prošlosti i moraju se eliminisati.⁴³ Posebno, target nivoa cena zahteva da premašivanje targeta mora biti poništeno, što može zahtevati prilično kontrakcionu monetarnu politiku koja, uz rigidne cene, može voditi ka oštroj kontrakciji realne ekonomije u kratkom roku. Zaista, ako je premašaj dovoljno veliki, povratak na target može zahtevati deflaciju, koja bi mogla dovesti do finansijske nestabilnosti i biti prilično štetna.

S druge strane, u teorijskim modelima koji u značajnoj meri uključuju buduće ponašanje targeti nivoa cena stvaraju manju varijaciju outputa od targetiranja inflacije.⁴⁴ (Target nivoa cena je uspešno upotrebljen u Švedskoj tridesetih godina).⁴⁵ Empirijski dokazi, međutim, ne podržavaju u potpunosti formiranje budućih očekivanja, a modeli sa uključenim budućim ponašanjem imaju kontraintuitivne karakteristike za koje se čini da su nekonzistentne sa inflacionom dinamikom.⁴⁶ Dakle, i dalje se razmatra da li bi bilo bolje da se režim monetarne politike pomeri od inflacionog targetiranja ka targetiranju nivoa cena. I zaista, centralne banke u budućnosti mogu eksperimentisati sa hibridnim politikama koje kombinuju karakteristike inflacionog i cenovnog targetiranja, najavljuvanjem obaveze ispravljanja grešaka, pri čemu će se probijanje targeta donekle ispraviti u budućnosti.⁴⁷ Ocena pomenutih hibridnih politika će verovatno predstavljati glavni fokus budućih istraživanja, ali kao što se razmatra u 19. poglavlju, racionalno je zaključiti da ukoliko monetarna politika reaguje na uporne promašaje inflacionog targeta nadole ili nagore, verovatno će dovesti do boljih performansi outputa i inflacije.

Koliko daleko treba da ide transparentnost centralne banke?

Centralne banke koje targetiraju inflaciju se, objavljivanjem svojih prognoza, postepeno pomeraju ka sve višim nivoima transparentnosti. Centralne banke Novog Zelanda, Kolumbije, a od nedavno i Norveške, objavljuju projekcije kretanja politike u vezi sa budućim kamatnim stopama. Objavljivanje prognoza i projekcija politike može pomoći javnosti i tržištima da shvate akcije centralne banke, tako smanjujući neizvesnost i olakšavajući javnosti i tržištima da procene da li je centralna banka ozbiljna po pitanju ostvarivanja svog inflacionog cilja.

Lars Svenson smatra da centralne banke ne treba samo da objavljuju projekcije o budućem kretanju politike, već i da objavljuju funkciju cilja (relativna važnost koju pridaju fluktuacijama outputa u poređenju sa fluktuacijama inflacije u funkciji minimiziranja gubitka).⁴⁸ Moj stav, koji ističem u 5. poglavlju, jeste

da transparentnost centralnih banaka može da ode predaleko ukoliko komplikuje komunikaciju sa javnošću. Objavljivanje kretanja politike može zbuniti javnost, ako se adekvatno ne saopšti da kretanje zavisi od događaja u ekonomiji. Javnost može smatrati odstupanje od pomenutog kretanja neuspehom centralne banke, a centralna banka će onda biti podložna napadima, koji bi mogli ugroziti njenu nezavisnost i fokusiranost na stabilnost cena. Ovo ne znači da pružanje informacija o budućem kretanju politike nema izvesnu vrednost. Pored toga, postoje i nijanse u vezi sa načinom pružanja informacija. Pružanje informacija o budućem kretanju politike u nekom opštijem smislu ili u smislu interesantnih dijagrama koji naglašavaju neizvesnost budućeg kretanja politike, moglo bi da bude mnogo korisnije u povećavanju informacione otvorenosti, a da pri tome i dalje bude čime je uslovljena politika u odnosu na buduće događaje.⁴⁹ Centralne banke koje sprovode inflaciono targetiranje verovatno će i dalje eksperimentisati sa različitim pristupima u obezbeđivanju više informacija o budućoj politici, a o mogućim alternativama raspravljam u 19. poglavlju.

Jasno je da centralne banke ne brinu samo o smanjenju promenljivosti inflacije, već takođe nastoje smanjiti fluktuacije outputa (zaposlenosti). U 4. poglavlju govorim o tome da monetarna politika koja targetira inflaciju, ali koja to čini na fleksibilan način, predstavlja najbolji način za realizaciju boljih ishoda fluktuacija, kako outputa, tako i inflacije. I zaista, zaposleni u centralnim bankama brinu o stabilizaciji outputa i zaposlenosti, kako pokazuju njihove akcije: veoma nerado međutim, govore o tome, jer ih brine da će to dovesti do političkog pritiska ka sprovođenju suviše ekspanzivne politike, koja će dovesti do inflacije. Uzdržavanje od javnog razmatranja ciljeva stabilizacije je ono što u 5. poglavlju zovem „prljava mala tajna” u radu centralnih banaka. Tu ističem da, iako centralne banke mogu povećati transparentnost, ukazujući na to da žele da stabilizuju fluktuacije outputa i zaposlenosti, objavljivanje targeta outputa (potencijalnog BDP) ili nezaposlenosti je problematično. Kao što je ilustrovano u 7. poglavlju, adekvatan nivo targeta outputa ili nezaposlenosti je veoma teško merljiv, a ciljanje pomenutih targeta verovatno dovodi do loših ishoda politike. O tome kako centralne banke mogu saopštiti svoju zabrinutost za fluktuacije outputa, govori se u 19. poglavlju.

Kako organi monetarne politike treba da odgovore na cene imovine?

Poslednje pitanje sa kojim se suočavaju centralne banke je kako treba da odgovore na kretanje cena imovine (assets), i o tom pitanju raspravljam u 3. poglavlju i u 19. poglavlju. Standardna praksa centralnih banaka prihvata da monetarna politika treba da reaguje na cene imovine, kada promene cena istih pružaju korisne informacije u vezi sa budućom inflacijom i kretanjem ekonomije. Teže pitanje je da li centralne banke treba da reaguju na cene imovine preko i iznad njihovih efekata na buduću inflaciju. Kada ‘naduvane’ cene imovine dožive kolaps, mogu dovesti do finansijske nestabilnosti, a kao rezultat toga neki istraživači smatraju da monetarna politika treba da ograniči ‘naduvanost’ cena imovine,

kako bi se održala finansijska stabilnost.⁵⁰ Da bi se to uspešno izvelo, monetarne vlasti moraju znati kada postoji ‘naduvanost’, pa ipak je malo verovatno da državni zvaničnici, pa čak i zaposleni u centralnim bankama, bolje znaju koje su odgovarajuće cene imovine, nego što to znaju privatna tržišta.⁵¹ Ben Bernanke i Mark Gertler smatraju da pristup inflacionog targetiranja koji se ne usredsređuje na cene imovine iznad i izvan njihovih efekata na ekonomiju, ali koristi strategiju uključivanja informacija za postavljanje instrumenata politike, ima mogućnost da učini manje verovatnim ‘naduvavanje’ cena imovine, promovišući finansijsku stabilnost.⁵² Uz nedavni nagli porast cena nekretnina u mnogim zemljama i mogućnost ‘naduvanosti’, malo je verovatno da će se ublažiti problemi centralnih banaka u vezi sa kretanjima cena imovine i šta činiti po tom pitanju.

Kako monetarna politika treba da reaguje na devizne kurseve u režimu inflacionog targetiranja?

Iako centralna banka targetira inflaciju, fluktuacije deviznih kurseva, koji su, naravno, druga važna cena imovine, takođe predstavljaju veliku brigu za centralne banke koje primenjuju inflaciono targetiranje, posebno u privredama sa tržištem u razvoju, jer, kao što smo videli, oštre depresijacije mogu uzrokovati finansijsku krizu.⁵³ Stoga, centralne banke koje targetiraju inflaciju ne mogu sebi priuštiti sprovođenje politike benignog zanemarivanja deviznih kurseva, kao što je naglašeno u 13. poglavlju.⁵⁴ Možda će morati ublažiti „prekomerne” fluktuacije deviznog kursa, ali i dalje ostaje otvoreno pitanje kako bi to radile. I zaista, postoji opasnost da bi usredsređivanje na kretanja deviznog kursa moglo transformisati devizni kurs u nominalno sidro koje utiče na ostvarenje targeta stope inflacije. (To se desilo u Mađarskoj, kao što je istaknuto u 15. poglavlju.)⁵⁵ Pored toga, kada se korisnici inflacionog targetiranja usredsrede na kretanja deviznog kursa, često prave ozbiljne greške.⁵⁶ Suočavanje sa fluktuacijama deviznog kursa je jedan od najozbiljnijih izazova režimu inflacionog targetiranja u privredama sa tržištem u razvoju.

7. Zaključak

Praksa rada centralnih banaka je poslednjih godina ostvarila izuzetan napredak. Trenutno smo u veoma povoljnom okruženju koje bi malo ko predvideo pre petnaest godina: ne samo da je inflacija niska, već su i njena varijabilnost i promenljivost fluktacija outputa takođe niski. Ova knjiga govori o tome da novo razmišljanje o strategiji monetarne politike predstavlja jedan od ključnih razloga za taj uspeh. Ako učimo iz istorijskog iskustva, verovatno možemo ponoviti i usavršiti ono što zaista dobro funkcioniše, bez ponavljanja grešaka iz prošlosti.

PRILOG:

SADRŽAJ
STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE
(MIT Press: Cambridge, MA, u najavi)

Predgovor

1. poglavlje: Kako smo dospeli ovde?

I DEO:

FUNDAMENTALNA PITANJA U VOĐENJU MONETARNE POLITIKE

Uvod u I deo

2. poglavlje: Šta treba da rade centralne banke?

3. poglavlje: Transmisioni mehanizam i uloga cena imovine u monetarnoj politici

4. poglavlje: Uloga stabilizacije outputa u vođenju monetarne politike

5. poglavlje: Da li transparentnost centralnih banaka može da ode suviše daleko?

6. poglavlje: Da li monetarni agregati imaju ulogu u vođenju monetarne politike?

7. poglavlje: Razmatranje uloge stope nezaposlenosti koja ne ubrzava inflaciju (*non-accelerating inflation rate of unemployment* – NAIRU) u monetarnoj politici: implikacije formulisanja i neizvesnosti modela

II DEO:

STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE U RAZVIJENIM EKONOMIJAMA

Uvod u II deo

8. poglavlje: Ponašanje centralnih banaka i strategija monetarne politike: zapažanja iz šest industrijalizovanih zemalja

9. poglavlje: Inflaciono targetiranje: novi okvir monetarne politike

10. poglavlje: Međunarodna iskustva sa različitim režimima monetarne politike

11. poglavlje: Zašto Federalne rezerve treba da prihvate inflaciono targetiranje?

III DEO:

STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE U PRIVREDAMA SA TRŽIŠTEM U RAZVOJU I ZEMLJAMA U TRANZICIJI

Uvod u III deo

12. poglavlje: Inflaciono targetiranje u privredama sa tržištem u razvoju

13. poglavlje: Strategije monetarne politike za Latinsku Ameriku

14. poglavlje: Strategije monetarne politike u privredama sa tržištem u razvoju: iskustva Latinske Amerike

15. poglavlje: Inflaciono targetiranje u zemljama u tranziciji: iskustva i perspektive

16. poglavlje: Jedna decenija inflacionog targetiranja u svetu: šta znamo i šta bi trebalo da znamo?

17. poglavlje: Opasnosti fiksiranja deviznog kursa u privredama sa tržištem u razvoju

18. poglavlje: 'Prividenje' režima deviznog kursa u privredama sa tržištem u razvoju

IV DEO

ŠTA SMO NAUČILI?

Uvod u IV deo

19. poglavlje: Sve što ste želeli da znate o strategiji monetarne politike, ali ste se plašili da pitate

Literatura

Alesina, Alberto, and Lawrence H. Summers. 1993. "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." *Journal of Money, Credit, and Banking* 25, no. 2 (May): 151-62.

- Aizenman, Joshua and Reuven Glick (2005) "Pegged Exchange Rate Regimes – A Trap?" National Bureau of Economic Research Working Paper 11652 (September 2005)
- Andersen, Palle, and David Gruen. 1995. "Macroeconomic Policies and Growth." In Palle Andersen, Jacqueline Dwyer, and David Gruen, eds., *Productivity and Growth*, 279-319. Sydney: Reserve Bank of Australia.
- Ball, Laurence and Naihni Sheridan (2005). "Does Inflation Targeting Matter?" in Ben S.
- Bernanke and Michael Woodford, eds. *The Inflation Targeting Debate* (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research: Chicago, 2005):249-276.
- Barro, Robert J., and David Gordon (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model." *Journal of Political Economy* 91, no. 4 (August): 589-610.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Volatility," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review* Fourth Quarter 84 (4): 17-52.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review* 91 (2) (May): 253-57.
- Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S. and Adam S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, (Princeton, N.J.: Princeton University Press).
- Bernanke, Ben S., and Ilian Mihov (1997). "What Does the Bundesbank Target?" *European Economic Review* 41, no. 6 (June): 1025-53.
- Black, Richard, Macklem and David Rose, 1998. "On Policy Rules for Price Stability," *Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference held by Bank of Canada, May 1997, Ottawa, Canada:411-61.
- Borio, Claudio E.V. and Philip W. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," BIS Working Paper No. 114 (July)
- Briault, Clive. 1995. "The Costs of Inflation." *Bank of England Quarterly Bulletin* 35 (February): 33-45.
- Brunner, Karl and Alan Meltzer (1964a), "Some General Features of the Federal Reserve's Approach to Policy," U.S. Congress, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, Karl and Alan Meltzer (1964b), "An Alternative Approach to the Monetary Mechanism," U.S. Congress, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, Karl and Alan Meltzer (1964c), "The Federal Reserve's Attachment to Free Reserves," U.S. Congress, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Calvo, Guillermo (1978). "On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy." *Econometrica* 46, no. 6 (November): 1411-28.
- Calvo, Guillermo, and Frederic S. Mishkin (2003). "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4 (Fall 2003): 99-118.
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart (2000) "Fixing for Your Life," National Bureau of Economic Research Working Paper 8006 (2000)
- Castelnuovo, Efram., Sergio Nicoletti-Altimari, and Diego Rodriguez Palenzuela (2003). "Definition of Price Stability, Range and Point Targets: The Anchoring of Long-

- Term Inflation Expectations,” in Otmar Issing, ed., *Background Studies for the ECB’s Evaluation of Its Monetary Policy Strategy* (European Central Bank: Frankfurt-am-Main, Germany 2003): 43-90.
- Cecchetti, Stephen, Genberg, Hans, Lipsky, John and Sushil Wadhvani (2000) *Asset Prices and Central Bank Policy* (Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies).
- Clarinda, Richard, and Mark Gertler (1997). "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy." In Christina D. Romer and David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, (Chicago: University of Chicago Press): 363-406..
- Corbo, Vittorio, Oscar Landerretche, and Klaus Schmidt-Hebbel (2002) “Does Inflation Targeting Make a Difference?” in Norman Loayza and Raimundo Soto, eds., *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges* (Central Bank of Chile: Santiago): 221-269.
- Cukierman, Alex. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press.
- Dittmar, Robert and William Gavin (2000), “What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Price-Level Targeting?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82, no. 2, March-April: 21-30.
- Ditmar, Robert, Gavin, William T. and Finn E. Kydland. (1999), "The Inflation-Output Variability Tradeoff and Price Level Targets," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis: 23-31.
- Eggertsson, G.B. and M. Woodford. (2003). “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy,” *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 139-211.
- Eichengreen, Barry (1999) “Kicking the Habit: Moving from Pegged Exchange Rates to Greater Exchange Rate Flexibility,” *Economic Journal* (March), pp. C1-C14
- Eichengreen, Barry and Paul Masson (1998) “Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility,” Occasional Paper No. 98/168 (International Monetary Fund: Wash. D.C.)
- English, William B. 1996. "Inflation and Financial Sector Size." Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series, no. 96-16, April.
- Estrella, Arturo and Jeffrey Fuhrer (1998), “Dynamic Inconsistencies: Counterfactual Implications of a Class of Rational Expectations Models,” Federal Reserve Bank of Boston Working Paper: 98/05, July 1998
- Estrella, A. and F.S. Mishkin (1997) Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 40:2, (October): 279-304.
- Feldstein, Martin (1997), “Price Stability,” in *Achieving Price Stability* (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City).
- Fischer, Stanley (1993) “The Role of Macroeconomic Factors in Growth,” *Journal of Monetary Economics* 32: 485-512.
- Fischer, Stanley. (1994). "Modern Central Banking," in Forest Capie, Charles Goodhart, Stanley Fischer and Norbert Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K.: 262-308.
- Friedman, Benjamin M. and Kenneth N. Kuttner. 1993. “Another Look at the Evidence on Money-Income Causality.” *Journal of Econometrics* 57: 189-203.
- Friedman, Milton (1968) “The Role of Monetary Policy,” *American Economic Review*, 58, (March): 1-17.

- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963a) *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton N.J.: Princeton University Press).
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963a) "Money and Business Cycles," *Review of Economics and Statistics*, 45, Supplement: 32-64.
- Friedman, Milton and David Meiselman, "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier," in Commission on Money and Credit, editor, *Stabilization Policies* (Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall): 165-268.
- Fuhrer, Jeffrey C. (1997), "The (Un)Importance of Forward-Looking Behavior in Price Specifications," *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, no. 3, August 1997, pp. 338-50.
- Gertler, Mark (2005), "Comment on Ball, Laurence and Niamh Sheridan, 'Does Inflation Targeting Matter?'" in Ben S. Bernanke and Michael Woodford, eds. *The Inflation Targeting Debate* (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research: Chicago, 2005): 276- 281.
- Goodfriend, Marvin and Robert G. King (1997) "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy," NBER *Macroeconomics Annual*, pp. 231-283.
- Hu, Yifan (2003). "Empirical Investigations of Inflation Targeting," Institute for International Economics, Working Paper No. 03-6 (July).
- Hyvonen, M. (2004). "Inflation Convergence Across Countries," Reserve Bank of Australia Discussion Paper 2004-04.
- Issing, Otmar (1996). "Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate?" In Horst Siebert, ed., *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, (Tübingen: Mohr).
- Johnson, David R. (2002). "The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel," *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, no. 8 (November): 1493-1519.
- Johnson, David R. (2003). "The Effect of Inflation Targets on the Level of Expected Inflation in Five Countries," *Review of Economics and Statistics* vol. 55, no. 4 (November): 1076-81.
- Jonas, Jiri and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects," in Michael Woodford, ed., *Inflation Targeting* (University of Chicago Press: Chicago, 2005) pp. 353-413.
- King, Mervyn, 1999, "Challenges for Monetary Policy: New and Old," in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, Missouri:11-57.
- Kydland, Finn, and Edward Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85, no. 3 (June): 473-92.
- Levin, Andrew, Natalucci, Fabio M. And Jeremy M. Piger. 2004. "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, forthcoming.
- Lucas, Robert E., Jr (1972) Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory* 4: 103-24.
- Lucas, Robert E., Jr (1973) Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs. *American Economic Review* 63: 326-34.
- Lucas, Robert E., Jr (1976) Econometric Policy Evaluation: A Critique. in *The Phillips Curve and Labor Markets*, Brunner K and Meltzer A eds. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1: 19-46.

- Mayer, Thomas (1998), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy, 1965-1979*, (Cheltenham, U.K.: Edward Elgar)
- McCallum, Bennett T. (1995) "Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence." *American Economic Review* 85, no. 2 (May): 207-11.
- McKinnon, Ronald, and Gunther Schnabl (2004) "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin," *Review of Development Economics*, vol 8, no. 3 (2004), pp. 331-360.
- Mishkin, Frederic S. (1982a) "Does Anticipated Monetary Policy Matter? An Econometric Investigation," *Journal of Political Economy* 90 (February 1982): 21-51.
- Mishkin, Frederic S. (1982b) "Does Anticipated Aggregate Demand Policy Matter? Further Econometric Results," *American Economic Review* 72 (September 1982): 788-802.
- Mishkin, Frederic S. (1983) *A Rational Expectations Approach to Macroeconomics: Testing Policy Ineffectiveness and Efficient Markets Models*, (University of Chicago Press for The National Bureau of Economic Research: Chicago).
- Mishkin, Frederic S., (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," in Michael Bruno and Boris Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics*, World Bank, Washington D.C.: 29-62.
- Mishkin, Frederic S., (1999). "Lessons from the Asian Crisis," *Journal of International Money and Finance*, 18, 4: 709-723.
- Mishkin, Frederic S. (2000b). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," *American Economic Review*, May, 90, #2: 105-109.
- Mishkin, Frederic S. (2001) "Issues in Inflation Targeting," in *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, (Bank of Canada: Ottawa, Canada): 203-222.
- Mishkin, Frederic S. and Adam Posen (1997). "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 3 (August): 9-110.
- Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (2005), "Does Inflation Targeting Make a Difference," in Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel, editors, *Monetary Policy Under Inflation Targeting* (Santiago, Chile: Central Bank of Chile, forthcoming.)
- Mishkin, Frederic S. and Niklas Westelius (2005), "Inflation Band Targeting and Optimal Inflation Contracts," Columbia University mimeo (November).
- Muth, John F. (1960) "Optimal Properties of Exponentially Weighted Forecasts," *Journal of the American Statistical Association* 55: 299-306.
- Muth, John F (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," *Econometrica* 29: 315-35.
- Neumann, Manfred J.M., and Jurgen von Hagen (1993). "Germany." In M. Fratianni and D. Salvatore, eds., *Handbook of Monetary Policy in Industrialized Countries*. (Westport, Conn.: Greenwood).
- Neumann, Manfred J.M. and Jurgen von Hagen (2002). "Does Inflation Targeting Matter," Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* (July/August): 127-148.
- Phelps, Edmund (1967), "Phillips Curves, Expectations and Optimal Unemployment Over Time," *Economica*, 34 (August): 254-81.
- Phillips, A.W. (1958), "The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica* vol. 25 (1958): 283-99.

- Rich, Georg (1997). "Monetary Targets as a Policy Rule: Lessons from the Swiss Experience." *Journal of Monetary Economics* 39, no. 1 (June): 113-41.
- Roger, Scott and Mark Stone (2005). "On Target? Inflation Performance in Inflation Targeting Countries," IMF Working Paper No. XXX (February)
- Romer, Christina D. and David H. Romer (2002), "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy," in *Rethinking Stabilization Policy* (Kansas City, Mo.: Federal Reserve Bank of Kansas City:): 11-78.
- Samuelson, Paul and Robert M. Solow, "Analytic Aspects of Anti-Inflation Policy," *American Economic Review*, vol. 50 (May 1960): 368-79.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1975) "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule," *Journal of Political Economy* 83: 241-54.
- Sabban, Veronica Cohen, Rozado, Martin Gonzalez Rozada, and Andrew Powell (2003), "A New Test for the Success of Inflation Targeting," Universidad Torcuato Di Tella mimeo., January 2003.
- Sims, Christopher (2005) "Limits to Inflation Targeting," in Ben S. Bernanke and Michael Woodford, eds. *The Inflation Targeting Debate* (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research: Chicago, 2005): 283-308.
- Svensson, Lars E.O., 1997. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review*, 41: 1111-1146.
- Svensson, Lars, E.O, 1999. "Price-Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch," *Journal of Money, Credit and Banking*, 31: 277-95.
- Svensson, Lars E.O., 2002, "Monetary Policy and Real Stabilization," in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Rethinking Stabilization Policy*: 261-312.
- Svensson, L.O. and Michael Woodford (2003), "Optimal Policy with Partial Information in a Forward-Looking Model: Certainty-Equivalence Redux," NBER Working Paper 9430
- Stock, James H. and Mark W. Watson (1989). "Interpreting the Evidence on Money-Income Causality." *Journal of Econometrics* 40: 161-182.
- Truman, Edward M. (2003) *Inflation Targeting in the World Economy* (Institute for International Economics: Washington, D.C.)
- Vestin, David, 2000. "Price Level Targeting Versus Inflation Targeting in a Forward Looking Model." mimeo., IIES, Stockholm University, May.
- von Hagen, Jürgen (1995). "Inflation and Monetary Targeting in Germany." In Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, eds., *Inflation Targets*, 107-21. (London: Centre for Economic Policy Research).
- von Hagen, Jürgen (1999), "Money Growth Targeting by the Bundesbank," *Journal of Monetary Economics* 43: 681-701.
- Woodford, Michael (1999), "Optimal Monetary Policy Inertia," NBER Working Paper no. 7261.
- Woodford, M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton University Press: Princeton).

Završne napomene

1. Vidi CIA, *The World Factbook* (2006.).

2. Vidi Mayer (1998.) i Romer i Romer (2002.) radi opisa ekonomskog razmišljanja i prakse monetarne politike u šezdesetim godinama.
3. Samuelson i Solow (1960.) i Phillips (1958.).
4. Friedman i Schwartz (1963a, b) i Friedman i Meiselman (1963.).
5. Brunner i Meltzer (1964a, b, c).
6. Phelps (1967.) i Friedman (1968.).
7. Mayer (1998) i Romer i Romer (2002.).
8. Lucas (1972, 1973. i 1976.). Lukasov rad (1976.) već je bio veoma uticajan 1973, kada je prvi put predstavljen 1973. godine, na prvoj Karnegi-Ročester (Carnegie-Rochester) Konferenciji. Uočite da iako je Mut (Muth) (1960, 1961) uveo ideju o racionalnim očekivanjima deset godina ranije, njegov rad je u velikoj meri ostao nezapažen dok ga Lukas nije obnovio.
9. Sargent i Wallace (1975.).
10. Vidi Mishkin (1982a, b, 1983.).
11. Na primer, vidi ispitivanja kod Fischera (1993.) i Andersona and Gruena (1995.).
12. English (1996.)
13. Briault (1995.).
14. Fischer (1994.) i Feldstein (1997.).
15. Na primer, vidi ispitivanja Andersona i Gruena (1995.).
16. Značaj snažnog nominalnog sidra za uspešnu monetarnu politiku, takođe je ključna karakteristika novije teorije o optimalnoj monetarnoj politici, koja se označava kao nova neoklasična sinteza (Woodford, 2003, i Goodfriend i King, 1997.).
17. Radi dokaza u Sjedinjenim Američkim Državama, vidi Stock i Watson (1989.), Friedman i Kuttner (1993.) i 6. poglavlje
18. Takođe vidi Rich (1997.).
19. von Hagen (1999.).
20. Otmar Issing, (1996.).
21. Takođe vidi von Hagen (1995.), Neumann i von Hagen (1993.), Clarinda i Gertler (1997.), Mishkin i Posen (1997) i Bernanke i Mihov (1997.).
22. Kydland i Prescott (1977.), Calvo (1978.) i Barro i Gordon (1983.).
23. McCallum (1995.).
24. Kada centralna banka nema za cilj povećanje outputa ili zaposlenosti iznad onoga što je konzistentno sa stabilnom inflacijom, neće doći do *inflacionih odstupanja* (prosečna inflacija iznad optimalnog dugoročnog nivoa). Međutim, u modelu sa uključenim budućim ponašanjem, modelu Novih kejnzijanaca i Filipsove krive, i dalje će postojati problem *stabilizacionih odstupanja* (preveliko fokusiranje na smanjenje fluktuacija outputa u odnosu na fluktuacije inflacije) i nedostatak *istorijske zavisnosti* (reakcija na početne uslove, što bi stvorilo bolje rezultate). Vidi Woodford (2003.).
25. Kao primer kako problem vremenske nedoslednosti može biti modeliran tako da proizilazi iz političkog pritiska, vidi u Mishkin i Westelius (2005.).
26. Na primer, Alesina i Summers (1993.), Cukierman (1992.) i Fischer (1994.)
27. Vreme usvajanja inflacionog targetiranja nije uvek jasno. Datumi koji se ovde koriste su iz 16. poglavlja.
28. Nestabilan odnos između novca i inflacije mogao bi otežati inflaciono targetiranje jer postoji manjak informacija o monetarnim agregatima da bi se inflacija mogla prognozirati. Međutim, uspešno inflaciono targetiranje ne zavisi od postojanja stabilnog odnosa

novac- inflacija sve dok druge informacije omogućuju monetarnim vlastima da prognoziraju inflaciju i uticaj trenutnog stanja monetarne politike na ekonomiju.

29. Vidi takođe Mishkin i Posen (1997.) ili Bernanke et al. (1999.).

30. Svensson (1997.).

31. To je zaključak u nedavnom radu koji je predstavljen Izvršnom odboru MMF-a. Roger i Stone (2005.).

32. Takođe postoje neki blago povoljni dokazi o uticaju inflacionog targetiranja na koeficijente žrtvovanja. Bernanke et al. (1999) nisu otkrili da koeficijenti žrtvovanja u industrijalizovanim zemljama opadaju sa prihvatanjem inflacionog targetiranja, dok su Corbo, Landerretche i Schmidt-Hebbel (2002.) u većem uzorku zemalja koje targetiraju inflaciju, zaključili da je targetiranje inflacije zaista dovelo do poboljšanja koeficijenata žrtvovanja. Međutim, definisanje koeficijenata žrtvovanja je izuzetno komplikovano, zato bih ovim dokazima dao manji značaj. Sabban, Rozada i Powell (2003.) takođe su otkrili da inflaciono targetiranje vodi ka kretanjima nominalnog deviznog kursa, koja su odgovor na realne, pre nego na nominalne šokove. To bi moglo ukazati na činjenicu da inflaciono targetiranje može pomoći da se nominalni devizni kurs ponaša kao apsorber šokova u realnoj ekonomiji.

33. Niži stepen transmisionog mehanizma deviznog kursa se može posmatrati kao nedostatak, jer slabi kanal transmisionog mehanizma monetarne politike. Međutim, sve dok su ostali kanali transmisionog mehanizma monetarne politike jaki, monetarne vlasti će i dalje moći držati inflaciju pod kontrolom.

34. Što se tiče dokaza koji podržavaju prva tri rezultata, npr. Bernanke et al. (1999.), Corbo,

Landerretche i Schmidt-Hebbel (2002.), Neumann i von Hagen (2002.), Hu (2003.), Truman

(2003.) i Ball i Sheridan (2005.).

35. Ball i Sheridan (2005.) je jedan od nekolicine empirijskih radova koji je kritičan prema inflacionom targetiranju: smatra da je očigledan uspeh zemalja koje targetiraju inflaciju samo odraz regresije ka srednjoj vrednosti: tj. zemlje koje na početku imaju veću inflaciju verovatno će osetiti brži pad inflacije u poređenju sa zemljama sa nižom početnom stopom inflacije. Pošto su zemlje koje su usvojile inflaciono targetiranje u osnovi imale više početne stope inflacije, njihov veći pad inflacije samo odslikava opšti trend svih zemalja, kako onih koji targetiraju, tako i onih koji ne targetiraju, pri ostvarivanju bolje inflacije i performansi outputa devedesetih godina, kada je usvojeno inflaciono targetiranje. Pomenuti rad je kritikovan sa nekoliko stanovišta, a njegov zaključak da targetiranje inflacije nema nikakve veze sa poboljšanim ekonomskim performansama, nije utemeljen: vidi Hyvonen (2004.), Gertler (2005.) i Mishkin i Schmidt-Hebbel (2005.). Međutim, rad Ball i Sheridan zaista postavlja ozbiljno pitanje, jer je inflaciono targetiranje svakako endogeni izbor, a nalaz da su bolje performanse povezane sa inflacionim targetiranjem ne mora značiti da inflaciono targetiranje uzrokuje bolje performanse. Rad Mishkina i Schmidt-Hebbela (2005.) zaista pokušava da se eksplicitno bavi potencijalnom endogenošću prihvatanja inflacionog targetiranja putem korišćenja instrumentalnih varijabli i nastavlja da otkriva povoljne rezultate ostvarenja inflacionog targetiranja.

36. Vidi takođe Mishkin i Posen (1997.), Bernanke et al. (1999.) i Neumann i von Hagen (2002.)

37. Vidi takođe Sims (2005.)

38. Na primer, Bernanke et al. (1999.) i Levin, Natalucci i Piger (2004.) ne nalaze da inflaciono targetiranje vodi ka trenutnom padu očekivane inflacije, ali Johnson (2002, 2003.) zaista daje izvesne dokaze da očekivana inflacija pada nakon objavljivanja targeta inflacije.
39. Levin, Natalucci i Piger (2004.) i Castelnuovo, Nicoletti-Altimari i Palenzuela (2003.).
40. Važnost snažnog nominalnog sidra za uspešnu monetarnu politiku je takođe ključna karakteristika novije teorije o optimalnoj monetarnoj politici, označene kao nova neoklasična sinteza (Woodford, 2003, i Goodfriend i King, 1997.).
41. Eichengreen i Masson (1998.), Eichengreen (1999.) i Aizenman i Glick (2005.).
42. Vidi 13. poglavlje, Calvo i (2000.) i McKinnon i Schnabl (2004.).
43. Fischer (1994.).
44. Na primer, Clarinda, Gali i Gertler (1999.); Dittmar, Gavin i, Kydland (1999); Dittmar i Gavin (2000.); Eggertson i Woodford (2003.); Svensson (1999.); Svensson i Woodford (2003.); Vestin (2000.); Woodford (1999, 2003.).
45. Berg i Jonung (1999.).
46. Fuhrer (1997.) i Estrella i Fuhrer 1998.
47. Istraživanje Banke Kanade i Banke Engleske (Black, Macklem and Rose, 1998, Battini i Yates, 1999. i King, 1999.) sugeriše da target inflacije uz manju korekciju grešaka, može suštinski smanjiti neizvesnost po pitanju dugoročnog nivoa cena, ali ipak generiše nekoliko epizoda deflacije.
48. Svensson (2002.).
49. Međutim, objavljivanje kretanja specifične politike kao što se nedavno dogodilo u Sjedinjenim Američkim Državama (kada je objavljeno da će se umereno brzo ukinuti prilagođavanje te je nakon toga održano sedamnaest sastanaka Federalnog komiteta za operacije na otvorenom tržištu - *Federal open market comitee*-FOMC- počevši od juna 2004. godine, na kojima su svaki put povećavane stope za 25 baznih poena) nije u dovoljnoj meri prenelo poruku o stepenu neizvesnosti budućih kretanja.
50. Na primer, Cecchetti, Genberg, Lipsky i Wadhvani (2000.) i Borio i Lowe (2002.)
51. Bernanke i Gertler (2001.) ukazuju na to da Cecchetti et al. (2000.) samo uviđaju da cene imovine treba uključiti u pravilo politike centralne banke, jer podrazumevaju da centralna banka zna sa sigurnošću da je porast cena imovine 'naduvan' i da tačno zna kada će 'pući'.
52. Bernanke i Mark Gertler (1999, 2001.)
53. Mishkin (1996, 1999.).
54. Also see Mishkin (2000).
55. To se takođe desilo u Izraelu (Bernanke et al., 1999.).
56. Na primer, Novi Zeland i Čile 1997. i 1998. (Mishkin, 2001.).

Prevod: Miroslava Filipović, Emilija Beker, Nataša Mioković