

Dr. sc. Đuro Benić

Redoviti profesor u trajnom zvanju
Odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju
Sveučilište u Dubrovniku
E-mail: dbenic@unidu.hr

MONETARNA POLITIKA: TRANSPARENTNOST SREDIŠNJE BANKE I CILJANA INFLACIJA

UDK / UDC: 336.711+336.748.12

JEL klasifikacija / JEL classification: E31, E58

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 25. ožujka 2014. / March 25, 2014

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 10. lipnja 2014. / June 10, 2014

Sažetak

Cilj je monetarne politike dugoročno osigurati stabilnost cijena, a kratkoročno pomoći u stabilizaciji cikličkih kretanja outputa. Akcije na području monetarne politike moraju izbjeći probleme vremenske nekonzistentnosti i moguće sklonosti nositelja ekonomske politike prema inflaciji kako bi se povećala agregatna potražnja i output. Prihvaćanje utvrđenih pravila umjesto diskrecije 1980-ih godina pokazala su se zbog više razloga nedovoljno uspješnim. Postavlja se pitanje utvrđivanja pravca akcija monetarne politike za ostvarenje spomenutih ciljeva i izbjegavanje problema. U radu se kao mogući pravac koji vodi učinkovitosti razmatra i utvrđuje neophodnost odgovornog ponašanja središnje banke uz neovisnost, transparentnost i ciljanu inflaciju kao nominalno sidro.

Ključne riječi: monetarna politika; vremenska nekonzistentnost, središnja banka; transparentnost; nominalno sidro.

UVOD

Inflacija donosi sa sobom mnoge nepoželjne ekonomske i socijalne promjene u funkcioniranju gospodarstva. Zbog toga obuzdavanje inflacije jedan je od glavnih ciljeva nositelja i kreatora ekonomske politike. Pri tom važna uloga pripada monetarnoj politici i središnjoj banci kao njezinom glavnom nositelju. Tijekom proteklih dvadeset godina došlo je do značajnih rasprava o pitanju kako središnje banke trebaju raditi svoj posao imajući na umu da je cilj monetarne politike dugoročno osigurati stabilnost cijena, a u kraćem roku pomoći u stabilizaciji cikličkih kretanja outputa. S druge strane su problemi o kojim nositelji monetarne politike trebaju voditi računa. To su vremenska konzistentnost prema kojoj prošle, sadašnje i buduće akcije na području monetarne politike moraju biti na jedinstvenoj liniji, te sklonost nositelja ekonomske politike prema inflaciji kako bi se povećala agregatna potražnja i output.

Kao posljedica spomenutoga došlo je do promjene u načinu na koje središnje banke djeluju. Pojavio se novi obrazac u monetarnoj politici, a to je neovisnost i transparentnost središnje banke. Iako je u ekonomskoj literaturi dugo poznata teza da je preduvjet za uspješnost središnje banke njezina neovisnost, istraživanja koja upozoravaju na pozitivne strane transparentnosti monetarne politike, novija su u ekonomskoj literaturi.

Glavno obilježje suvremene monetarne politike je transparentnost. Naime, središnje su banke u proteklih dvadesetak godina značajno povećale količinu dostupnih informacija koje su presudne za kreiranje ekonomske politike. Došlo je do velikog porasta količine objavljenih makroekonomskih predviđanja i objašnjenja odluka u sferi monetarne politike.

U ovom će se radu u četiri koraka razmotriti problematika transparentnosti središnje banke, sklonosti nositelja ekonomske politike inflaciji i moguća rješenja, što i kako središnje banke trebaju raditi i, na kraju, ciljane inflacija kao nominalno sidro.

1. TRANSPARENTNOST SREDIŠNJE BANKE: DA ILI NE?

U svijetu postoji trend veće transparentnosti ili otvorenosti prema javnosti središnjih banaka. Tako su one u Novom Zelandu, Kanadi, Ujedinjenom Kraljevstvu i Švedskoj početkom 1990-ih godina izabrale sustav ciljane inflacije koji obilježava eksplicitno utvrđena ciljane stopa inflacije. Transparentnost središnje banke postala je koncem 1990-ih ključno obilježje monetarne politike. Tako je istraživanje na uzorku od 94 središnje banke pokazalo da čak 74% smatra transparentnost najvažnijom ili vrlo važnom komponentom njihovog sustava monetarne politike (prema P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, *The Economic Journal*, 112, November, 2002, str. 532.).

Jedno od objašnjenja u prilog transparentnosti monetarne politike može biti to da je transparentnost neophodno komplementarna neovisnosti središnje banke. **Transparentnost središnje banke može se definirati kao nepostojanje asimetričnih informacija između nositelja monetarne politike i poslovnih subjekata**, što smanjuje neizvjesnost i obično je u konačnici korisno (prema – *isto djelo*, str. 533.).

Kako se transparentnost može odnositi na svaki aspekt formiranja monetarne politike, korisno je rabiti konceptualni okvir koji odražava različite stadije procesa formiranja politike. Može se razlikovati pet gledišta na transparentnost: političko, ekonomsko, proceduralno, operacionalno gledište i transparentnost politike (*isto djelo*, str. 540. – 541.).

Politička transparentnost odnosi se na otvorenost u svezi s ciljevima politike i institucionalnim dogovorima što omogućuje jasnoću motiva nositelja monetarne politike.

Ekonomska transparentnost u središte stavlja ekonomsku informaciju koja se rabi za formiranje monetarne politike uključujući ekonomske podatke, modele politike i predviđanja središnje banke.

Proceduralna transparentnost opisuje načine na koje se donose odluke u okviru monetarne politike, te uključuje strategiju monetarne politike.

Transparentnost politike znači brzo objavljivanje i objašnjenje odluka u svezi s politikom, kao i nagovještaj vjerojatnih budućih akcija u tom okviru.

Operacionalna transparentnost odnosi se na provođenje akcija u okviru monetarne politike, uključujući raspravu o kontroli pogrešaka instrumenata djelovanja i makroekonomskog prenošenja poremećaja. Postoji znatna razlika između ekonomske i operacionalne transparentnosti. Prva uključuje očekivane poremećaje koji se odražavaju na instrumente politike, dok se druga odnosi na šokove koje nositelji politike nisu očekivali.

Iako se u literaturi dosta (posebice teorijski) pisalo o transparentnosti monetarne politike, još nema akademske suglasnosti o njezinoj ekonomskoj poželjnosti. Jednako tako, postoji izrazito neslaganje između argumenata koje iznosi struka i onih koje favoriziraju nositelji i kreatori monetarne politike (*isto djelo*, str. 562.). Teorijski argumenti često ističu štetne učinke neizvjesnosti i pozitivne učinke stimulacije temeljene na problemima vremenske nekonzistentnosti, dok su središnji bankari usmjereni na neizvjesne korisne učinke transparentnosti i moguće sklonosti prema inflaciji. Međutim, akademska literatura dala je neke argumente u prilog tvrdnji da je transparentnost poželjna kad su središnje banke neovisne i kad nema problema sklonosti prema inflaciji. Veća transparentnost središnje banke posebice može smanjiti neizvjesnost u privatnom sektoru, može dati središnjoj banci veću fleksibilnost u stabilizaciji ekonomskih poremećaja i smanjenju oscilacija u ostvarenju outputa, te može utjecati na središnjeg bankara da se ponaša na društveno optimalan način.

2. PROBLEM SKLONOSTI NOSITELJA EKONOMSKE POLITIKE PREMA INFLACIJI I MOGUĆA RJEŠENJA

Jedan od glavnih razloga postojanja inflacije jest porast ponude novca. Zbog toga je za razumijevanje inflacije važno shvatiti i uzroke koji dovode do porasta novca. U mnogim zemljama, osobito razvijenima gdje je prihod od kreiranja dodatnog novca od manje važnosti za vladu, glavni je razlog postojanje trade-offa između inflacije i outputa. Ako kreatori ekonomske politike vjeruju da kretanje agregatne potražnje utječe na realni output oni mogu povećati ponudu novca kako bi porastao output iznad njegove ravnotežne razine.

U svojem poznatom radu Kydland i Prescott (F. E. Kydland, E. C. Prescott, *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, 1977, str. 473.– 491.) pokazuju kako nemogućnost kreatora ekonomske politike da se obvežu na politiku niske inflacije može dovesti do rasta inflacije unatoč nepostojanju dugoročnog trade-offa između inflacije i outputa. Ako je očekivana inflacija niska, tako da je granični trošak dodatne inflacije nizak nositelji ekonomske politike provodit će ekspanzijsku politiku kako bi privremeno povećali output iznad prirodne razine. Međutim, kako javnost zna da nositelji ekonomske politike imaju takvu inicijativu slijedi da oni zapravo neće očekivati nisku inflaciju. Krajnji je rezultat da će mogućnost nositelja ekonomske politike da provode diskrecijsku politiku rezultirati inflacijom bez ikakva povećanja outputa.

Kydland i Prescott polaze od modela gospodarstva u kojem poremećaji na strani agregatne potražnje imaju realne učinke a očekivanja inflacije utječu na agregatnu ponudu. Oba ta efekta mogu se izraziti Lucasovom krivuljom ponude (prema D. Romer, *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, New York, 1996, str. 399.- 402.)

$$Y = \bar{Y} + b(\pi - \pi^e), \quad b > 0, \quad (1)$$

gdje je Y log outputa, \bar{Y} je log potencijalnog outputa pri fleksibilnim cijenama, π je stopa inflacije, a π^e je stopa očekivane inflacije. Kydland i Prescott pretpostavljaju da je ova razina outputa pri fleksibilnim cijenama niža od socijalno optimalne razine, što može biti posljedica pozitivnih graničnih stopa poreza ili nesavršene konkurencije.. Također, oni pretpostavljaju da je inflacija nakon neke razine skupa i da granični trošak inflacije raste s porastom iste. Jednostavan način da se te pretpostavke izraze jest formiranje kvadratne funkcije ekonomskog blagostanja i za output i za inflaciju koju nositelj ekonomske politike nastoji minimizirati

$$L = \frac{1}{2}(Y - Y^*)^2 + \frac{1}{2}a(\pi - \pi^*)^2, \quad Y^* > \bar{Y}, \quad a > 0. \quad (2)$$

U prethodnoj relaciji Y^* i π^* su optimalne razine log outputa i stope inflacije, a parametar a mjeri relativnu važnost outputa i inflacije u ekonomskom blagostanju. Nositelj ekonomske politike kontrolira ponudu novca koja određuje ponašanje agregatne potražnje. Budući da nema neizvjesnosti nositelj politike izabire izravno inflaciju ovisno o ograničenju kojim su ona i output povezani krivuljom agregatne ponude danom relacijom (1). Nositelj ekonomske politike odabire stopu inflacije kojom minimizira funkciju ekonomskog blagostanja.

Implikacije prethodnog modela mogu se razmotriti na dva načina na koja se monetarna politika i očekivana inflacija mogu odrediti. U prvome se nositelj ekonomske politike obvezuje o razini inflacije u idućem razdoblju prije nego što je određena očekivana inflacija pa će očekivana inflacija biti jednaka stvarnoj i output će biti prema relaciji (1) jednak potencijalnome. Otud je problem za nositelja ekonomske politike izabrati π koje minimizira (2), a rješenje je jednostavno: $\pi = \pi^*$, dakle stopa inflacije treba biti jednaka optimalnoj stopi inflacije koja bi se ostvarila uz potencijalni output ili output pri prirodnoj stopi nezaposlenosti. U drugom primjeru, nositelj ekonomske politike odabire visinu inflacije, uzimajući u obzir da je očekivana inflacija zadana. Tada on ima motiv za provedbu ekspanzijske politike. Ako javnost očekuje od nje da odabere optimalnu stopu inflacije π^* granični je trošak neznatno više inflacije nula, a granična korist od višeg outputa je pozitivna. Zato će nositelj ekonomske politike u tom primjeru odabrati stopu inflacije višu od optimalne stope π^* .

Mogućnost da odredi inflaciju nakon što je očekivana inflacija postavljena dovodi nositelja ekonomske politike u lošiju situaciju zbog činjenice da politika objavljivanja stope inflacije i zatim provođenje te stope inflacije nakon što su očekivanja formirana nije dinamički konzistentna. Nositelj ekonomske politike će u svakom slučaju odstupiti od politike nakon što se formiraju očekivanja. Svijest javnosti da će on to učiniti dovodi do toga da javnost očekuje veću inflaciju što sužava manevarski prostor nositelja ekonomske politike.

Ako sklonost inflaciji postoji, postavlja se pitanje što se može učiniti da se ona suzbije. U literaturi se navodi pet rješenja za primjer kad su nositelji politike skloni inflaciji (P. M. Geraats, *isto djelo*, str. 538.). **Prvo**, središnja banka može napustiti diskreciju i obvezati se pravilima. **Drugo**, može se imenovati „konzervativni“ središnji bankar. **Treće**, središnja se banka može ograničiti stimulativnim ugovorima. **Četvrto**, duži mandati nositelja monetarne politike mogu poboljšati rezultate zbog nastojanja postizanja dobrog ugleda. **Peto**, transparentnost središnje banke može eliminirati sklonost inflaciji.

Prema spomenutome, jedan način rješenja problema sklonosti inflaciji je određivanje monetarne politike na temelju obvezujućih pravila umjesto diskrecije. Međutim, pravila ne mogu obuhvatiti sve neočekivane situacije. Drugi problem je činjenica da primjeri iz zbilje upućuju na mnogobrojne načine

postizanja niske inflacije kada su kreatori ekonomske politike odstupali od propisanih pravila. Zbog takvih problema tijekom proteklih desetljeća ekonomisti su posvetili dosta pažnje alternativnim načinima rješavanja dinamičke nekonzistentnosti.

Drugi način da se riješi problem dinamičke nekonzistentnosti monetarne politike i sklonosti inflaciji je prenošenje ovlasti za provođenje politike pojedincima koji ne dijele stavove javnosti o relativnoj važnosti outputa i inflacije. Ovaj pristup je u srži argumenata za neovisnost centralne banke. Ideja je u osnovi jednostavna. Inflacija, i prema tome očekivana inflacija je niža kad je monetarna politika kontrolirana od nekoga tko je osobito nesklon inflaciji. U kontekstu rasprava o neovisnosti centralne banke takva se osoba naziva konzervativni centralni bankar. Općenito, kada monetarnu politiku provodi netko tko je nesklon inflaciji, javnost shvaća da nositelji ekonomske politike imaju malu želju da provode ekspanzijsku politiku. Rezultat je da je očekivana inflacija niska.

Postoji nekoliko kritika uvođenja konzervativnog centralnog bankara i davanja potpune autonomije središnjoj banci. Prvo, sklonosti javnosti i centralnog bankara prema provođenju monetarne politike bit će suprotne. Pored toga, u dugom roku središnja banka ne može djelovati bez potpore javnosti. Ako javnost ne podržava mjere koje joj se nameću, učinkovitost politike dugoročno će se smanjiti.

Postoji i treći put za suzbijanje sklonosti inflaciji koji se sastoji od motivacijskih, odnosno stimulacijskih ugovora. Prema ovom pristupu, odnos središnje banke i javnosti objašnjava se principal agent pristupom. Konkretno, logika je da guverner središnje banke mora imati određene troškove ako odstupa od zadanog cilja. Ova logika se zapravo zalaže da središnja banka treba imati samo neovisnost instrumenata kako bi se izbjegli problemi moralnog rizika koji mogu nastati kada ona sama određuje svoje ciljeve.

Reputacija može djelovati kao mehanizam suzbijanja problema dinamičke nekonzistentnosti i sklonosti inflaciji ako su nositelji ekonomske politike izabrani na više mandata a javnost nije sigurna o njihovu ponašanju. Naprimjer, javnost ne mora znati sklonosti nositelja ekonomske politike u izboru između outputa i inflacije ili jesu li njihove izjave o budućoj ekonomskoj politici obvezujuće. U takvim situacijama ponašanje nositelja ekonomske politike odražava informacije o njihovim karakteristikama i utječe na očekivanja javnosti o inflaciji u budućem razdoblju.

Javnost je nesigurna u ponašanje vlade u budućnosti. Zbog toga što nižu inflaciju vidi danas, niža su buduća očekivanja o inflaciji. Ovo stvara inicijativu da se inflacija drži nisko. Učinak brige o reputaciji na inflaciju je veći kada nositelji ekonomske politike posvećuju veću pažnju budućim razdobljima. Općenito, ideja da reputacija motivira nositelje politike da provode manje ekspanzijske politike nije samo teoretski moguća, nego je i realna. Guverneri

središnjih banaka vode računa o postizanju reputacije borca protiv inflacije i grade kredibilnost.

Kada se govori o suzbijanju inflacijske sklonosti bitno pitanje je i ono o odgovornosti nositelja ekonomske politike. Naime, osnovno načelo demokracije je da javnost treba imati pravo kontrole nad aktivnostima vlade. Zbog toga javnost mora imati pravo da kazni nesposobne nositelje ekonomske politike tako da ih smjeni ili kazni na neki drugi način. Pored toga, svijest da ih netko može pozvati na odgovornost može motivirati nositelje ekonomske politike da donose optimalne odluke. Ako mogu izbjeći odgovornost, onda se njihove inicijative da naprave dobar posao smanjuju, čime se povećava vjerojatnost loših rezultata.

I na kraju, problem koji se ovdje javlja jest transparentnost. Naime, središnje banke danas intenzivno komuniciraju s javnosti nastojeći objasniti sve svoje akcije. Međutim, postavlja se pitanje je li pretjerana transparentnost poželjna i može li imati negativne posljedice. Transparentnost je poželjna kada služi tome da pojednostavi komunikaciju s javnosti i kada pomaže porastu podrške aktivnostima središnje banke u provođenju monetarne politike. Osobito problematično područje, u kojemu nedostatak transparentnosti stvara problem, je nespремnost da središnje banke pokažu kako se brinu o fluktuacijama outputa. S druge strane, detaljno objašnjavanje određenih akcija središnje banke može komplicirati shvaćanje o njezinim aktivnostima i dovesti do pada potpore mjerama iste.

3. ŠTO I KAKO SREDIŠNJE BANKE TREBAJU RADITI?

U posljednjih tridesetak godina u ekonomskoj literaturi bilo je vrijednih priloga o tome kako središnje banke trebaju funkcionirati. Takvi prilozi i promišljanja doveli su do značajnih promjena glede pitanja kako središnje banke trebaju raditi. U mnogim zemljama širom svijeta središnje banke imale su značajne uspjehe u održavanju niske inflacije, dok su njihova gospodarstva ostvarivala gospodarski rast.

Frederic Stanley Mishkin, američki ekonomist profesor na *Columbia Business School* u New Yorku postavio je **sedam temeljnih načela koja mogu služiti kao korisni vodiči za središnje banke** u vođenju uspješne monetarne politike (F. S. Mishkin, *What Should Central Banks Do?*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 82, November/December, 2000, str. 1.- 13.). To su:

1. stabilnost cijena omogućava znatne koristi;
2. fiskalnu politiku treba voditi u skladu s monetarnom politikom;
3. vremenska nekonzistentnost je ozbiljan problem koji se ne smije zanemariti;

4. monetarna politika treba biti usmjerena na budućnost;
5. odgovornost je temeljno načelo demokracije;
6. monetarna politika treba se baviti ostvarenjem outputa, baš kao i fluktuacijama cijena;
7. veliki ekonomski podbačaji povezani su s financijskom nestabilnosti.

U skladu sa spomenutim načelima izvodi se **sedam implikacija/kriterija za ulogu središnje banke**. To su:

1. stabilnost cijena treba biti dugoročni cilj monetarne politike;
2. treba jasno odrediti i usvojiti nominalno sidro;
3. središnja banka treba ovisiti o cilju;
4. središnja banka ne treba ovisiti o instrumentima;
5. središnja banka treba biti odgovorna;
6. središnja banka treba isticati transparentnost i komunikativnost;
7. središnja banka treba težiti financijskoj stabilnosti.

Shodno spomenutim načelima i kriterijima za ulogu središnje banke potrebno je ukratko istaknuti sljedeće (opširnije vidite u: *isto djelo*, str. 1.- 8.).

U načelima i provođenju monetarne politike naglašava se, prije svega, kako je fokus na stabilnosti cijena. To je poželjno iz nekoliko razloga koji uključuju izbjegavanje prevaljivanja troškova inflacije, smanjivanje neizvjesnosti (što pomaže poduzećima i pojedincima da donesu optimalne odluke) i smanjivanje distorzija u poreznom sustavu. Drugo, fiskalna i monetarna politika trebaju biti koordinirane jer neodgovorna fiskalna politika može dovesti do pritiska na monetarnu politiku da poveća ponudu novca i tako ugrozi stabilnost cijena. Treće o čemu treba voditi računa pri vođenju monetarne politike je vremenska nekonzistentnost. Naime, akcije na području monetarne politike moraju biti vremenski konzistentne povezujući prošle, sadašnje i buduće akcije na jedinstvenoj liniji. Upravo je razlika između *ex ante* i *ex post* optimalnosti vremenska nekonzistentnost – optimalna politika formirana u razdoblju t vremenski je nekonzistentna ako se u razdoblju $t+n$ promijeni. Četvrto načelo odnosi se na dalekosežnost monetarne politike. Činjenica je da od trenutka uvođenja neke mjere do njezine implementacije može proći dugo razdoblje. Zato monetarne vlasti trebaju djelovati preventivno. Peto, središnja banka treba biti odgovorna javnosti. Dalje, monetarna politika treba voditi računa i o ciljanju outputa, jednako kao i o inflaciji. Konačno, činjenica je da su sve ozbiljne ekonomske krize, uključujući i ovu posljednju, bile povezane s financijskom nestabilnosti. Zbog toga jedna od zadaća monetarne politike treba biti sprječavanje financijske nestabilnosti.

Prethodna razmatranja imaju implikacije za ulogu središnje banke. Prije svega, stabilnost cijena treba biti glavni dugoročni cilj monetarne politike budući da niska inflacija pruža brojne koristi te promiče veći output. Pored toga, institucionalno obvezivanje na stabilnost cijena smanjuje dinamičku nekonzistentnost jer naglašava da se središnja banka mora posvetiti dugom roku, a kako bi to postigla mora se odreći kratkoročnih eksperimenata s ekspanzijskom politikom. Pored toga, fokus na stabilnost cijena sprječava fiskalnu politiku u neodgovornom ponašanju.

Iako institucionalno obvezivanje na održavanje stabilnosti cijena može djelomično ublažiti problem vremenske nedosljednosti, takav pristup nije dalekosežan jer stabilnost cijena nije jasno definiran koncept. Kako fiskalna i monetarna politika mogu npr. različito shvaćati koncept stabilnosti cijena to može dovesti do problema u provođenju ekonomske politike. Rješenje ovog problema je u uvođenju nominalnog sidra koje točno specificira što znači stabilnost cijena. Pojam **nominalno sidro** (engl. *nominal anchor*) označava nominalnu varijablu koja presudno utječe na promjene razine cijena i čijom se kontrolom ostvaruje cjenovna stabilnost u gospodarstvu i eliminiranje inflacijskih očekivanja.

Postoji nekoliko oblika koje nominalno sidro može poprimiti. Jedan je fiksni devizni tečaj. Takav je slučaj bio u Argentini 1991. godine kad je uveden fiksni devizni tečaj uz odnos USD i pesosa jedan prema jedan. Sličan sustav kao što je bio u Argentini postoji u Bosni i Hercegovini gdje je odnos eura i konvertibilne marke 1:1,95 (*Currency Board Arrangement* – CBA – alternativa je središnjoj banci koja je od 1998. godine usredotočena na fiksni devizni tečaj u Bosni i Hercegovini). Drugi oblik nominalnog sidra jest da centralna banka odredi za cilj rast novca kao što je bio slučaj u Njemačkoj. Treći oblik nominalnog sidra je inflacija izražena brojem kao eksplicitni cilj što se radilo u nekim zemljama - npr. u Novom Zelandu, Kanadi, Ujedinjenom Kraljevstvu, Australiji i dr. Svi ovi oblici nominalnog sidra pokazali su se uspješnim u ublažavanju problema dinamičke nedosljednosti i u ograničavanju fiskalne politike. Međutim, ostaje kritika da ciljana inflacija nužno vodi do malog naglaska na smanjivanje fluktuacija u outputu.

Sljedeća implikacija prethodnih načela na ulogu i ponašanje središnje banke tiče se pitanja treba li središnja banka imati neovisnost u svezi s ciljevima i instrumentima. Danas prevladava mišljenje kako središnje banke moraju imati cilj koji moraju poštovati. Ovakav pristup ograničava prostor za manipulacije fiskalnoj politici. Međutim, postavlja se pitanje treba li vlada stavljati nominalno sidro i u kratkom i u dugom roku. Dok je dugoročni slučaj relativno jednostavan, problem nastaje u kratkom roku. Naime, ako vlada postavlja cilj inflaciju na mjesečnoj razini, javnost to može protumačiti kao nedosljednost. S druge strane, središnje banke trebaju imati neovisnost instrumenata. Ova neovisnost omogućuje središnjoj banci da djeluje preventivno, smanjuje pritisak političara koji žele dobiti izbore i zato mogu favorizirati određene instrumente monetarne politike prema drugima.

Dalje, središnja banka mora imati odgovornost prema vladi i javnosti. Jedan način za postizanje toga je da se neovisnost središnje banke učini ovisnom o promjenama u zakonodavstvu. Drugi način jest da je središnja banka dužna pružati periodična izvješća vladi. Ova potreba za odgovornošću pruža dodatni razlog zašto bi središnje banke trebale imati eksplicitno nominalno sidro. Naime, ako nema jasno definiranog cilja središnje banke, manje je jasno prema čemu treba suditi njezin rad. Pored toga, odgovornost središnje banke može se povećati i kroz promoviranje transparentnosti.

I na kraju, središnja banka mora voditi računa o financijskoj stabilnosti. Prva njezina aktivnost u tom smislu je djelovanje kao krajnji spasitelj, tj. organizacija koja spašava financijske institucije. Međutim, to stvara **problem moralnog rizika** jer poslovne banke, znajući da će biti „spasene“, imaju motiv preuzeti na sebe prekomjerni rizik. Kako bi se ovaj rizik smanjio, središnja banka trebala bi posuđivati samo zdravim institucijama koje imaju problem s likvidnosti. No, da bi mogla prepoznati takve institucije, trebalo bi joj dati i supervizorsku ulogu.

Uz sve spomenuto, treba uvijek imati na umu da središnje banke trebaju voditi monetarnu politiku tako da se dostignu ciljevi koje je parlament odredio. Međutim, u većini teorijskih istraživanja i analiza zanemaruje se interakcija nositelja monetarne i nositelja fiskalne politike. Ako su oni u potpunosti neovisni i ako je njihovo ponašanje u potpunosti odvojeno, može doći do natjecanja na nepoželjan način, koji može rezultirati ravnotežom s visokim budžetskim deficitom i visokom kamatnom stopom. Takvo ponašanje može biti izvor dinamičke nestabilnosti. **Vrlo je nejasno jesu li koristi od neovisnosti veće od troškova koji mogu nastati zbog nedostatka koordinacije između dva neovisna nositelja monetarne i fiskalne politike** (vidite istraživanje i analizu na primjeru Bank of England u C. Doyle, M. R. Weale, *Do We Really Want an Independent Central Bank?*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 3, 1994, str. 61.- 77.).

4. CILJANA INFLACIJA KAO NOMINALNO SIDRO

U središnjim bankama širom svijeta predviđanje je dobilo značajnu ulogu, i u promišljanju politike, i u komuniciranju s javnosti kao što su bili slučajevi spomenutih središnjih banaka u Engleskoj, Švedskoj, Norveškoj, Novom Zelandu i dr., a koje su vodile monetarnu politiku na temelju procedure koja se odnosi na ciljano predviđanje inflacije. U takvom pristupu središnje banke daju kvantitativnu projekciju očekivanih budućih gospodarskih kretanja zasnovanih na tome kako središnje banke namjeravaju kontrolirati kratkoročne kamatne stope i takvu projekciju daju na javnu raspravu. Tako je tijekom protekla dva desetljeća ciljana inflacija postala osobito popularna u provođenju monetarne politike. Razlog tome treba tražiti u nedostacima ostalih nominalnih sidra.

Tradicionalni je pogled navodio kako povjerenje u monetarni standard treba počivati na obvezi konvertibilnosti valute u nešto što ima poznatu vrijednost. Obično, kao takav se objekt uzimao neki vrijedni metal poput zlata. Klasični zlatni standard imao je uspjeh u sprječavanju kumulativnog porasta cijena prije prvog svjetskog rata. Međutim, relativna cjenovna neelastičnost ponude zlata i nemonetarne potražnje za zlatom znači da relativna cijena zlata može varirati mnogo godina, tako da vezivanje valute uz zlato ne mora nužno značiti stabilnost cijena drugih dobara i usluga osim u dugom roku. Zbog toga je ovaj pristup građenju kredibilitnosti imao visok trošak: politika je u potpunosti podređena postizanju kriterija (fiksna vrijednost novca u zlatu) koji nije blizak stabilizacijskom cilju.

Nakon napuštanja zlatnog standarda u ranim 1970-ima alternativni pristup koji se pojavio bio je ciljani rast ponude novca. Zagovornici su navodili kako vjerojatnost kontrole inflacije i vidljivost nastojanja središnje banke da kontrolira inflaciju može biti povećana usvajanjem među-cilja koji se odnosi na nešto što središnja banka može lako kontrolirati i što nije stopa inflacije, ali joj je bliska. Problem je u tome što središnja banka može kontrolirati usko definiranu ponudu novca. Međutim, veza između ove vrste novca i agregatnog trošenja je labava. Šire definicije novca jače su povezane s nominalnim trošenjem, ali središnja banka ima manji utjecaj na njih. Štoviše, veza između stabilnog rasta novca i stabilnosti inflacije empirijski se pokazala labavom izuzev dugih razdoblja. Razlog tome je pojava inovacija na financijskom tržištu. Slična situacija je i kod ciljanog deviznog tečaja, još jednog nominalnog sidra koje je prije spomenuto. U tom slučaju javlja se drugi problem. Devizni je tečaj posredna mjera koja je osjetljiva na šokove u referentnoj zemlji, ali i na špekulativne napade.

Izravno ciljanje inflacije, s druge strane, rješava neke od ovih problema. Konkretno, odluke temeljene na procjenama budućnosti omogućuju središnjoj banci da iskoristi sve raspoložive informacije o sadašnjem stanju gospodarstva uključujući nekvantitativne informacije pri određivanju odgovarajuće razine kamatne stope. U tom slučaju postoji specifičan cilj koji se tiče izravne namjere središnje banke u provođenju stabilizacije, umjesto nekog neizravnog cilja poput stabilnosti potražnje za novcem koja je samostalno nebitna.

Međutim, kad se govori o ciljanom predviđanju inflacije to nije samo jasno objavljivanje ciljane inflacije, iako je to ključni element, nego je to i usvajanje specifično strukturiranog pristupa promišljanju akcija monetarne politike i odgovarajućeg okvira za komuniciranje o opravdanosti tih akcija. Središnja banka koja primjenjuje ciljano predviđanje inflacije obvezuje se prilagođavati instrumente politike na bilo koji način neophodan kako bi ostvarila gospodarske kretanje koje zadovoljavaju postavljeni cilj, tj. ciljanu inflaciju (prema M. Woodford, *The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 212, No. 4, 2007, str. 7.).

Ciljana inflacija također uključuje obvezivanje na regularno objavljivanje projekcija na osnovi kojih se donose odluke, obično kroz razne biltene ili slična izvješća. Ovakve publikacije omogućuju upravljanje očekivanjima inflacije na nekoliko načina. Prvo, oni čine izjave središnje banke i njezine akcije lako provjerljivima tako da omogućuju javnosti u redovnim intervalima provjeru provodi li se ekonomska politika kako je planirano. Također, oni formiraju očekivanja o mogućem budućem djelovanju ekonomske politike tako da omogućuju pojedincima da vide na koji način središnja banka reagira na različite vrste izazova. Konačno, objava bankinih stavova o budućem kretanju inflacije može izravno utjecati na očekivanja inflacije. Sve ovo pomaže smanjiti problem dinamičke nekonzistentnosti. Međutim, kod ciljane inflacije postoji nekoliko pitanja o kojima treba voditi računa. Prije svega to su šokovi ponude, zatim dužina vremenskog zaostajanja između uvođenja monetarne politike i njezinog provođenja i konačno pitanje koliku diskreciju trebaju imati nositelji, odnosno kreatori ekonomske politike.

I na kraju može se navesti nekoliko aktualnih pitanja u svezi s ciljanom inflacijom. Prije svega to se odnosi na kredibilnost središnje banke, kredibilnost predviđanja inflacije i problem koliko je transparentnosti dovoljno. Konačno, središnje banke moraju voditi računa o tome koliku ciljanu inflaciju odrediti, tijekom kojeg vremenskog razdoblja, kolika je širina u određenju ciljane inflacije i je li poželjno imati simetrične odgovore na situacije podcjenjivanja i precjenjivanja inflacije.

Činjenica je da se monetarna politika može rabiti za ostvarenje dva različita cilja i to: **u dugom roku osigurati stabilnost cijena, a u kraćem roku pomoći u stabilizaciji cikličkih kretanja outputa.** Izazov je ostvariti kratkoročni cilj bez odustajanja od dugoročnog cilja (prema C. Wyplosz, *Fiscal Policy: Institutions versus Rules*, National Institute Economic Review, No. 191, January, 2005, str. 67.). Mnoge su središnje banke 1970-ih i 1980-ih godina bile neuspješne u ostvarenju spomenutog izazova. Prva reakcija na te neuspjehe bila je prihvaćanje pravila agregatnog monetarnog rasta. Inflacija je suzbijena, ali su pravila vrlo brzo postala previše kruta i rigidna, posebice kad su suočena s brzim promjenama na financijskim tržištima koja su promijenila ponašanje monetarnih agregata. Sljedeći korak bio je zamjena pravila s novim institucijama središnje banke. Formalna ili neformalna neovisnost središnjih banaka zajedno s nekim oblikom ciljane inflacije omogućile su kratkoročno više fleksibilnosti bez opasnosti za ostvarenje dugoročnog cilja – stabilnosti cijena. Eksplicitna namjera bila je zamijeniti obvezna arbitražna pravila s inicijativom, a kratkoročne promišljene akcije bile su ograničene dugoročnom disciplinom. Ne obvezujući se na specifične, unaprijed određene, akcije prema utvrđenim pravilima, a povezane jasnim ciljevima i odgovornošću za svoje akcije, neovisne središnje banke izbjegle su problem vremenske nekonzistentnosti.

ZAKLJUČAK

Nositelji, odnosno kreatori monetarne politike trebaju voditi računa o vremenskoj konzistentnosti. Akcije na području monetarne politike moraju biti vremenski konzistentne povezujući prošle, sadašnje i buduće akcije na jedinstvenoj liniji. Upravo je razlika između *ex ante* i *ex post* optimalnosti vremenska nekonzistentnost – optimalna politika formirana u razdoblju t vremenski je nekonzistentna ako se u razdoblju $t+n$ promijeni.

Problem vremenske nekonzistentnosti, uz sklonost nositelja ekonomske politike prema inflaciji, kako bi se povećala agregatna potražnja i output, doveo je 1980-ih godina do prihvaćanja utvrđenih pravila umjesto diskrecije u vođenju monetarne politike. Međutim, vrlo brzo pravila su se pokazala krutim u suočavanju s brzim promjenama na financijskim tržištima, pa je postalo jasno da se unaprijed određene akcije prema utvrđenim pravilima trebaju zamijeniti inicijativom. U okviru toga od 1990-ih godina u prvi su plan došle neovisne središnje banke i njima komplementarna transparentnost ili otvorenost prema javnosti.

Transparentnost središnje banke podrazumijeva nepostojanje asimetričnih informacija između nositelja monetarne politike i poslovnih subjekata. Iako postoji opasnost od mogućeg utjecaja na dinamičku nestabilnost zbog interakcija u slučaju potpuno neovisnih nositelja monetarne i fiskalne politike, uz odgovorno ponašanje, neovisnost, transparentnost i ciljanu inflaciju kao nominalno sidro, moguće je izbjeći problem vremenske nekonzistentnosti.

LITERATURA

C. Doyle, M. R. Weale, *Do We Really Want an Independent Central Bank?*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10, No. 3, 1994

P. M. Geraats, *Central Bank Transparency*, The Economic Journal, 112, November, 2002

F. E. Kydland, E. C. Prescott, *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, 1977

F. S. Mishkin, *What Should Central Banks Do?*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, Vol. 82, November/December, 2000

D. Romer, *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, New York, 1996

M. Woodford, *The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, 2007

C. Wyplosz, *Fiscal Policy: Institutions versus Rules*, National Institute Economic Review, No. 191, January, 2005

Đuro Benić, Ph. D.

Full professor with permanent appointment
Department of Economics and Business Economics
University of Dubrovnik
E-mail: dbenic@unidu.hr

**MONETARY POLICY: CENTRAL BANK
TRANSPARENCY AND INFLATION TARGETING*****Abstract***

The aim of monetary policy is to ensure the long-term price stability and short-term assistance in the stabilization of cyclical output movements. Monetary policy actions must avoid the time inconsistency problems and possible tendencies of economic policy makers regarding inflation so as to increase the aggregate demand and output. Acceptance of established rules instead of discretion in the 1980s proved to be insufficiently successful due to several reasons. The question that arises is determining the direction of monetary policy actions to achieve the abovementioned objectives and to avoid problems. The need for responsible activities of central bank, along with independence, transparency, and inflation targeting as nominal anchor, is considered and determined in the paper as a possible direction which leads to efficiency.

Keywords: monetary policy; time inconsistency, central bank; transparency; nominal anchor.

JEL classification: E31, E58