

## 7. MONETARNA POLITIKA I GOSPODARSKI RAST

*Boris Vujčić*

### 7.1. UVOD

Ima li monetarna politika signifikantan utjecaj na ekonomski rast? Ako ima, kakav je taj utjecaj? Kao i u većini slučajeva, u literaturi je moguće naći oprečne stavove o tom pitanju. Među profesionalnim ekonomistima, međutim, već dugo vremena, a u novije vrijeme i među političarima, postoji visok stupanj konsenzusa da relativno visoka razina stope inflacije utječe negativno na rast. Empirijski dokazi na razini niske inflacije su inkonzluzivni, odnosno istraživači nisu uspjeli nedvojbeno empirijski potvrditi da snižavanje (prepolavljanje) stope inflacije s, recimo, 3 posto na 1.5 posto, pridonosi višoj stopi rasta. Ne samo razina već i visoka varijabilnost inflacije, zbog neizvjesnosti koje unosi u ekonomski sustav, također, pretpostavljeno, negativno utječe na rast, a utjecaj razine i varijabilnosti je teško empirijski razdvojiti zbog njihove visoke međusobne koreliranosti. Izbor monetarne politike, pak, najuže je povezan s neovisnošću centralne banke. Na taj način, neovisnost monetarne vlasti u zemlji utječe na razinu i varijabilnost inflacije, a time, pretpostavljeno i na stopu ekonomskog rasta.

### 7.2. INFLACIJA I RAST

U teoretskoj literaturi navodeni su mnogi razlozi zbog kojih inflacija negativno utječe na stope rasta. Ovdje ćemo na neformalan (nemodelski) način izložiti najvažnije od njih. Početi ćemo s troškovima neočekivane inflacije.

#### **a) Mikroekonomski troškovi**

Efikasna alokacija roba i usluga ovisi o tome da li proizvođači i potrošači imaju točne informacije o relativnim cijenama roba i usluga. Inflacija otežava proizvođačima i potrošačima da razluče da li porast cijene robe ili usluge u stvari predstavlja relativni porast cijene ili opći porast cijene svih roba i usluga. Ukoliko proizvođač pogrešno procijeni da porast cijene znači relativni porast cijene, a on u stvari predstavlja opći porast cijena roba i usluga proizvođač se

može odlučiti na nepotrebnu investiciju kako bi bio u stanju ponuditi veću količinu robe ili usluge koju nudi. I zajmoprimci i štediši će, također, u situaciji visoke inflacije imati poteškoća da odrede realnu kamatnu stopu. Ta neizvjesnost može za posljedicu imati manje i neefikasnije investicije, smanjujući na taj način stopu ekonomskog rasta i povećavajući njenu varijabilnost.

### **b) Distribucijski troškovi**

Visoka inflacije je nepravedna. Zajmoprimci u načelu profitiraju na račun štediša koji su rijetko u potpunosti zaštićeni. Što je pučanstvo manje financijski obrazovano (sofisticirano) to je više izloženo riziku visoke inflacije (starije osobe, na primjer, mogu gotovo u potpunosti izgubiti vrijednost svoje životne uštedevine).

### **c) Troškovi upotrebe resursa**

Pojedinci i poduzeća u uvjetima visoke inflacije troše značajan dio raspoloživog vremena/resursa na to da se zaštite od troškova visoke inflacije. U uvjetima niske inflacije te resurse je moguće znatno bolje koristiti.

Gore navedeni su troškovi neočekivane inflacije. I u slučaju pravilno očekivane inflacije, međutim, troškovi mogu biti visoki. Ovdje ćemo navesti samo najčešće spominjane (i najmanje sporne). Prvi su takozvani "shoe leather costs" ili "troškovi potplata". Kada raste inflacija, a ekonomski subjekti nastoje ekonomizirati realnom vrijednošću novca, potrebno je sve češće ići u banku i vršiti sve više transakcija kako bi očuvali realnu vrijednost novca od zuba vremena (za što je, proporcionalno rastu stope inflacije, na raspolaganju sve manje vremena). Fischer (1994) naglašava da socijalni troškovi ekonomiziranja valutom postaju vrlo visoki u trenutku kada inflacija dostigne trocifrene vrijednosti. Drugi, uobičajeni kanal kojim inflacija negativno djeluje na output je porezni sustav. Ukoliko nije u potpunosti indeksiran, oporezivanje kamatne dobiti može dovesti do ozbiljnih distorzija ekonomskih poticaja za štednju i investicije. Treće, viša razina inflacije je obično povezana s višom varijabilnošću stopa inflacije i time s većom inflacijskom neizvjesnošću. Fischer i Modigliani (1978) su sugerirali da zbog toga ekonomski subjekti mogu biti obeshrabreni da preuzimaju dugoročne obveze, što (između ostaloga) može utjecati na snažno smanjenje investicija. Osim toga, u situaciji visoke inflacije, ekonomskim subjektima može biti teško shvatiti promjene relativnih cijena i reagirati na njih.

To onda dovodi do neefikasne alokacije ekonomskih resursa. Napokon, trošak inflacije predstavljaju i takozvani "troškovi menija". To su troškovi proizvođača i prodavača za konstantno prilagođavanje njihovih prodajnih cijena na gore.

Fischer i Modigliani (1978), i Fischer (1994) posebno ističu kako su ekonomski troškovi bilo koje stope inflacije ovisni o tome do koje mjere je institucionalni okvir pojedine ekonomije prilagođen inflaciji. Osobito snažan utjecaj na različitost troškova jednake stope inflacije mogu imati porezni sustav općenito te oporezivanje kapitala posebice.

U literaturi o ekonomskom rastu temeljnim uzrokom negativnog učinka inflacije na rast smatra se činjenica da inflacija zamagljuje razliku između povrata na realni i financijski kapital. Zamislimo, na primjer, ekonomiju u kojoj se dvije vrste kapitala, realni i financijski, oba mjerena konstantnim cijenama, koriste u proizvodnji. Financijski kapital, uključujući i novac, uključuje se u proizvodnu funkciju zato jer omogućava poduzećima da bolje koriste ostale inpute i zbog toga jer nedostatak novca ili drugih financijskih sredstava može biti vrlo skup za poduzeće<sup>1</sup>. Obje vrste kapitala se inicijalno neefikasno koriste zbog toga jer inflacija narušava njihovu efikasnu alokaciju. Proizvodna funkcija, u tom slučaju, izgleda ovako:

$$Y = F(K, M), \quad (7.1.)$$

dok su, uobičajeno,  $F_K > 0$ ,  $F_M > 0$ ,  $F_{KK} < 0$  i  $F_{MM} < 0$ .  $K$  predstavlja realni, a  $F$  financijski kapital. Poduzeće počinje s radom u razdoblju (godini) 1 s danom količinom sredstava  $A$ . Količinu realnog kapitala  $K$  kupuje iz te svote na početku razdoblja, a ostatak zadržava kao novčana sredstva  $M$ . Proizvodnja u drugom razdoblju (godini) biti će  $Y = F[A - M, M(1 - c)] = F[A - M, M/(1 + \pi)]$ , gdje je  $\pi$  godišnja stopa inflacije, a  $c = \pi/(1 + \pi)$  je inflacijski porez, odnosno distorzija. Realni kapital zadržava svoju vrijednost u drugom razdoblju (godini), međutim inflacija dovodi do deprecijacije financijskog kapitala. Na primjer, ukoliko je godišnja stopa inflacije jednaka 200%, financijski kapital gubi dvije trećine svoje vrijednosti. Ukoliko pretpostavimo da je dodatni financijski kapital moguće besplatno stvoriti da bi se nadoknadila deprecijacija, to će ipak uzrokovati da subjekti koji optimiziraju korisnost supstituiraju financijski realnim kapitalom generirajući time porast inflacije, što smanjuje potražnju za financijskim kapitalom.

<sup>1</sup> Vidi u Fischer (1974).

Neophodni uvjet za maksimiziranje proizvoda je u tom slučaju  $-F_K + F_M/(1 + \pi) = 0$ . Prema tome ravnotežni omjer graničnih proizvoda inputa M i K biti će

$$F_M / F_K = 1 + \pi. \quad (7.2.)$$

Inflacija, dakle, zamagljuje odnos između graničnih proizvoda dviju vrsta kapitala (vidi Easterley, 1993) i time smanjuje proizvod koji bi bilo moguće proizvesti uz danu količinu kapitala. Kako stopa inflacije opada, tako će reprezentativno poduzeće polako supstituirati realni kapital novčanim koji mu je potreban da održava ostali dio realnog kapitala u pogonu. Da bi se, dakle, maksimizirao output, potrebno je ukloniti distorziju uzrokovanu inflacijom.

Daljnjom razradom ovakvog modela Gylfason (1998) pokazuje da je povećanje proizvodnje koje proizlazi iz stabilizacije upravo proporcionalno kvadratu inflacijske distorzije, što je, u stvari, varijacija dobro poznatog nalaza iz ekonomike blagostanja da je dobitak u blagostanju od uklanjanja pojedinačne distorzije (na primjer porezne ili carinske) proporcionalan kvadratu inicijalne distorzije (vidi Harberger, 1971).

U ranijoj poslijeratnoj literaturi neki su teoretičari smatrali da realna kamatna stopa ovisi o stopi rasta novčane mase te su pretpostavljali da je Fisherova hipoteza poništena učinkom Mundell-Tobin efekta. Drugim riječima, porast očekivane inflacije dovodi (Mundell, 1963) do supstitucije likvidne dugoročnom aktivom i, prema Tobinu (1965), realnim kapitalnim dobrima. Na taj način inflacija ima pozitivan učinak na akumulaciju kapitala i, time, u tadašnjim modelima rasta, na potencijalnu stopu ekonomskog rasta. Niska razina inflacije koja je uzrokovana restriktivnom monetarnom politikom rezultira visokim realnim kamatnim stopama koje mogu imati vrlo negativne učinke na razinu investicija i time na ekonomski rast. U to vrijeme su stavovi o poželjnoj akumulaciji fizičkog kapitala u slučaju više očekivane stope inflacije prevladavali u ekonomskoj literaturi.

Suvremena teoretska i empirijska istraživanja, međutim, dokazuju da rast potiče upravo konzervativna monetarna politika od strane neovisne centralne banke usmjerena na uklanjanje inflacije. Stockman (1981) je, na primjer, pružio primjer suprotan dotada prevladavajućoj kejnzijanskoj tradiciji: ukoliko postoji *cash-in-advance* ograničenje na kupovinu investicijskih dobara, povećanje stope inflacije voditi će smanjenju investicija i posljedičnom smanjenju stopa rasta. Osnovni način na koji inflacija djeluje na rast je putem neizvjesnosti, onemogućavajući efikasno djelovanje cjenovnog mehanizma u ekonomiji kako

je pokazao Lucas (1973). Temeljni argument u prilog teze da konzervativna centralna banka doprinosi ekonomskom rastu je taj da je neovisna centralna banka manje podložna političkim pritiscima i samim time ponaša se predvidljivije (Alesina, 1988). To, u načelu, povećava stupanj ekonomske stabilnosti i smanjuje premiju rizika u kamatnim stopama stimulirajući time ekonomski rast (Alesina i Summers, 1993).

Empirijski, međutim, nije uvijek lako naći dokaze o vezi između varijabilnosti inflacije, inflacijske neizvjesnosti i ekonomskog rasta. Koristeći godišnje podatke za dvadeset i četiri zemlje Logue i Sweeney (1981) ili Jansen (1989) nisu, na primjer, našli dokaze o značajno negativnom učinku varijabilnosti inflacije na rast. S druge strane Grier i Tullock (1989) potvrđuju teoretske pretpostavke o negativnom utjecaju varijabilnosti inflacije na ekonomski rast. U empirijskim istraživanjima nije lako razdvojiti utjecaj razine inflacije od njene varijabilnosti budući su dvije pojave usko korelirane, a ostvarena varijabilnost ne mora biti dobra mjera neizvjesnosti očekivanja inflacije<sup>2</sup>.

Neovisnost centralne banke u načelu smanjuje razinu inflacije, koja je kako smo rekli usko korelirana s varijabilnošću. Visoke stope inflacije podrazumijevaju visoke transakcijske troškove i veću neizvjesnost oko budućih stopa inflacije. Cukierman i Wachtel (1979) ustanovili su značajnu pozitivnu korelaciju između stope inflacije i disperzije predviđanja inflacije sakupljenih pomoću anketa inflacije, dok je Evans (1991) također našao dokaze o čvrstoj vezi između neizvjesnosti o budućoj stopi inflacije i sadašnje stope inflacije. Budući da razina inflacije na taj način negativno utječe na ekonomski rast, njeno bi ga smanjenje trebalo potaknuti.

Temeljni empirijski zaključak o vezi između inflacije i rasta je da su te dvije varijable značajno negativno povezane<sup>3</sup>. Ipak, za razliku od teoretske literature koja je prilično nedvojbeno o troškovima inflacije i pri nižim razinama, empirijska istraživanja nisu uvijek bila u stanju potvrditi ideju o štetnosti inflacije za rast na njenim nižim razinama. Barro (1997) na velikom uzorku od 117-122 zemlje ne nalazi značajnu vezu između dvije varijable na razinama inflacije nižim od 15 posto (Fischer umjerenu inflaciju definira u rangu 15-30 posto).

---

<sup>2</sup> Pionirski je rad Okuna (1971). Vidjeti isto tako Logue i Willet (1976), Chowdhury (1991) i Barro (1997).

<sup>3</sup> Najutjecajniji radovi su Fischera (1993) i Barroa (1995, 1997). Osim toga, vidjeti u De Haan i Sturm (1992), de Gregorio (1993) i Gylafson (1991).

Kako sam Barro, međutim, upozorava, takvi rezultati u stvari ukazuju na činjenicu da ne postoji dovoljno informacija u situacijama niske inflacije da bi se precizno moglo izolirati učinak inflacije na rast, ali to ne mora značiti da je učinak inflacije na stopu rasta malen pri niskim stopama inflacije. Važno je naglasiti da Barro niti u jednom intervalu ocjena za različite stope inflacije (do 15 posto, 15-40 posto i više od 40 posto) ne nalazi nikakvog traga pozitivne veze između inflacije i rasta koji bi sugerirao da je potrebno tolerirati višu inflaciju kako bi se postigao viši rast. Barro također ne nalazi signifikantnu vezu između varijabilnosti inflacije i stopa rasta, što je, međutim, vjerojatno posljedica (kao i u drugim empirijskim radovima koje smo analizirali<sup>4</sup>) činjenice da ostvarena varijabilnost inflacije nije adekvatna mjera inflacijske neizvjesnosti koja bi stvarno trebala negativno utjecati na rast.

Grimes (1991) i Fischer (1993), pak, pokazuju kako i umjerene stope inflacije mogu negativno utjecati na rast, a Fischer (1993, 1994) pokazuje da postoji nelinearan odnos između inflacije i ekonomskog rasta. Na visokim razinama inflacije smanjenje stope inflacije značajno pridonosi povećanju stope rasta, na umjerenim razinama manje, dok je na niskoj razini inflacije odnos između stope inflacije i stope rasta teško empirijski ustanoviti.

### 7.3. NEOVISNOST CENTRALNE BANKE, INFLACIJA I RAST

Temeljni zaključak empirijskih istraživanja o vezi između neovisnosti centralne banke (dakle posredne značajke monetarne politike) i inflacije je taj da je neovisnost centralne banke inverzno korelirana sa razinom inflacije i u industrijskim i u zemljama u razvoju. Mjere neovisnosti koje su korištene u različitim istraživanjima kojim se došlo do tih zaključaka su, međutim, različite za različite grupe zemalja. Iako je legalna neovisnost centralnih banaka dobar proxy za njihovu stvarnu autonomiju u industrijskim zemljama, za zemlje u razvoju potrebno je uzeti proxy varijable kao što su učestalost promjene guvernera/managementa centralne banke ili političku podložnost/osjetljivost centralne banke (to jest njenog vodstva).

---

<sup>4</sup> Aizenman i Marion (1991, prema Fischer, 1993) pokušavaju kvantificirati neizvjesnost ocjenom autoregresivnog procesa varijabli ekonomske politike i koristeći onda standardne devijacije "iznenađenja" kao mjeru neizvjesnosti. Kako Fischer primjećuje: "...iako obećavajući, ovaj postupak, ipak, ne razdvaja varijabilnost izazvanu egzogenim šokovima od čisto slučajne varijabilnosti."

Koji je temeljni zaključak o empirijskoj vezi između neovisnosti centralne banke i varijabilnosti inflacije? Varijabilnost inflacije je pozitivno korelirana s razinom inflacije (Chowdhury, 1991; Barro, 1997). Prema tome, ukoliko visoka razina neovisnosti centralne banke rezultira nižom razinom inflacije (npr. Alesina i Summers, 1993; Debelle i Fischer, 1995; Bleaney, 1996) veća neovisnost bi također trebala uroditi manjom varijabilnošću inflacije. Većina empirijskih istraživanja to doista potvrđuje (npr. DeHaan i Sturm, 1992; Alesina i Summers, 1993; Debelle i Fischer, 1995; Cukierman i Webb, 1995).

Kakav je utjecaj monetarne politike, odnosno neovisnosti centralne banke, na varijabilnost stope rasta? Najprihvaćenije teoretsko objašnjenje ove veze razvilo se slijedećom logikom: vjerojatnost recesije se znatno povećava ukoliko centralna banka uvede restriktivne mjere za smanjivanje inflacije. Sama činjenica da je inflacija postala previsoka, međutim, znači da je u prošlosti centralna banka bila previše popustljiva. Prednost neovisne centralne banke je u tome što je njen temeljni cilj stabilnost cijena tako da ona neće lako dopustiti da se inflacija istragne kontroli, pa time neće biti niti potrebe za takozvanom *stop-go* monetarom politikom koja negativno utječe na rast. Usljed toga će fluktuacije realnog outputa biti manje (Alesina i Summers, 1993). Rogoff (1985), međutim, u utjecajnom papiru zaključuje da će varijabilnost outputa biti veća ukoliko je isključivi cilj centralne banke stabilnost cijena, nego ako u isto vrijeme nastoji stabilizirati i output.

Pokušaji direktnog mjerenja veze između stopa rasta, odnosno varijabilnosti stopa rasta i neovisnosti centralne banke su, očekivano, zbog problema mjerenja, bili kudikamo teži. Grilli, Masciandaro i Tabellini (1991) i Alesina i Summers (1993), na primjer, ne nalaze signifikantnu vezu između neovisnosti centralne banke i stopa rasta. Ipak, značajni recentni radovi De Long i Summersa (1992), Cukierman, Kalaitzidakis, Summers i Webb (1993), te Cukierman i Webba (1995) su našli direktnu pozitivnu vezu između mjera neovisnosti centralne banke i stopa ekonomskog rasta. Osobito treba naglasiti da praktički sva veća istraživanja za zemlje u razvoju potvrđuju signifikantnu pozitivnu vezu između neovisnosti centralne banke i rasta. U tumačenju ovih istraživanja važno je napomenuti dvije stvari. Prvo, ona još uvijek ne dokazuju nedvojbeno da neovisnost centralne banke uzrokuje rast. Moguće je da su indeksi neovisnosti pozitivno korelirani s drugim politikama koje potiču rast, premda dio istraživanja s više ili manje uspjeha nastoji izolirati utjecaj pojedinih determinanti rasta. Drugo, ne postoje baš nikakvi dokazi o negativnoj vezi između neovisnosti centralne banke i stopa ekonomskog rasta. Stoga smo skloni zaključiti da je dio pozitivnog ekonomskog rasta najvjerojatnije pripisiv direktno

neovisnosti centralne banke. Neupitno je moguće ustvrditi da ukoliko postoji dilema davanja prevelike ili premale neovisnosti središnjoj banci, uvijek je bolje pogriješiti na stranu prevelike neovisnosti.

Zbog čega država treba neovisnu centralnu banku? Da ne bi upala u dinamički nekonzistentan model inflacije kakav su prvi puta razvili u poznatom članku Barro i Gordon (1983). Pojednostavljeno govoreći, vlada u načelu popušta pred izazovom kratkoročnih dobitaka zanemarujući dugoročne gubitke inflacije. Funkcija cilja vlade je, drugim riječima, u načelu krakoročna i snažno politički determinirana. To inflaciju čini skupom za zaustavljanje i gotovo uvijek privlačnom za poticanje. Izvorište kratkoročne logike je Philipsova krivulja. Ukoliko vlada i prihvaća da je dugoročna Philipsova krivulja okomita, ona isto tako vjeruje da je u kratkom roku moguće smanjiti nezaposlenost vodeći ekspanzivnu monetarnu politiku (ukoliko je inflacija inicijalno na relativno niskoj razini). Zbog toga će takva politika uvijek biti pristrana inflaciji. To će u ravnotežnoj situaciji shvaćati i ostali ekonomski subjekti te će svoja inflacijska očekivanja uskladiti, sukladno prirodi takve ekonomske politike, prema gore. Kao rezultat vladine pristranosti i prilagodbe očekivanja ekonomskih subjekata inflacija će rasti sve do razine pri kojoj je granični trošak očekivane inflacije dovoljno visok da učini prohibitivnim daljnji pokušaj vlade da ekspanzivnom monetarnom politikom povećava output. Na kraju, država će se naći u situaciji u kojoj realni output neće biti povećan, ali će zato inflacija biti znatno viša od društveno optimalne razine. Takav ishod je jedino moguće spriječiti nalaženjem institucionalnog rješenja poput neovisne središnje banke koja vladi ne dozvoljava konstantno vraćanje na put vlastitog poraza<sup>5</sup>.

#### **7.4. NEOVISNOST CENTRALNE BANKE, INFLACIJA I RAST U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA**

Za potrebe ovog istraživanja empirijskih veza između monetarne politike/inflacije i rasta vrlo zanimljivo pitanje je sigurno o vezi između neovisnosti centralne banke, inflacije i rasta u tranzicijskim zemljama - skupini zemalja kojoj pripada i Hrvatska. Takvih istraživanja, do nedavno nije bilo, što bi nas ostavilo bez ovog vrlo zanimljivog dijela empirijskog kolača. Na sreću nedavno je dvoje ekonomista američkog FED-a, Loungani i Sheets, objavilo u *Journal of Money*,

---

<sup>5</sup> Za detaljnu razradu ove vrste modela koji ishodište imaju u Barro i Gordon (1983), vidi Persson i Tabellini (1994).



*Credit and Banking* nalaze istraživanja koje se bavi upravo ovim pitanjima. Taj je papir zanimljiv ne samo iz gore navedenih razloga već i zato jer je zbog svoje recentnosti još uvijek manje poznat stručnoj javnosti nego dobar dio papira koje smo prije spominjali.

Loungani i Sheets koriste panel podatke za tranzicijske zemlje da bi istražili (1) učinak strukture centralnih banaka (mjerene trima skupinama pokazatelja: neovisnosti u biranju cilja, ekonomskoj neovisnosti i političkoj neovisnosti) na inflaciju i (2) učinak inflacije na stopu ekonomskog rasta. Da bi ustanovili postojanje prve veze koriste podatke za dvanaest tranzicijskih ekonomija (jer su samo za njih imali detaljne podatke o strukturi centralnih banaka). Temeljni nalaz je postojanje signifikantne negativne korelacije između stupnja neovisnosti centralne banke i inflacije. Zemlje s neovisnijim centralnim bankama imaju nižu inflaciju od ostalih. Autori su testirali hipotezu da je ta veza objašnjena ekonomskim stanjem u svakoj zemlji u početnom razdoblju i odbacili ju. Ta veza ostaje robusna i nakon kontrole ostalih mjera ekonomske politike poput fiskalnih reformi i ukupne kvalitete ekonomskih reformi.

U testiranju postojanja veze između inflacije i stopa ekonomskog rasta, autori (zbog veće dostupnosti podataka) koriste podatke za širi skup od dvadeset i pet tranzicijskih zemalja. Temeljni nalaz je da su zemlje s nižom stopom inflacije ostvarile više stope rasta BDP-a. Negativna veza stope inflacije i ekonomskog rasta ostaje robusna i nakon kontroliranja učinaka fiskalne politike, razmjera ekonomske liberalizacije i mogućih grešaka u mjerenju BDP-a. Viša stopa inflacije je prvenstveno imala negativan učinak na investicije. Očito se radi o potvrdi važnosti kanala neizvjesnosti (Fischer i Modigliani, 1978) kroz koji djeluje veza između inflacije i stopa ekonomskog rasta.

## **7.5. FINANCIJSKI RAZVOJ I RAST**

Na kraju valja napomenuti da obuzdavanje inflacije nije i jedini način na koji središnja banka može pridonijeti višim stopama rasta. Recentna literatura sve nedvojbenije ukazuje na to da razvoj financijskog tržišta u najširem smislu potiče rast. Već dugo je relativno nesporna empirijska činjenica da postoji korelacija između financijskog razvoja i rasta. Problem je, međutim, kauzalnosti u tom odnosu. Ekonomisti su se tu dijelili na optimiste (koji vjeruju da financijski razvoj potiče brži rast), agnostike poput R.W. Goldsmitha (koji ne vjeruju da je moguće ukloniti problem suprotnog kauzaliteta iz empirijskih istraživanja) i skeptike poput Joan Robinson (koji su smatrali da razvoj financijskog sustava

samo prati razvoj poduzeća, odnosno rast)<sup>6</sup>. Novi radovi - King and Levine (1993), Jayaratne i Strahan (1996), Rajan i Zingales (1998) i Levine i Zevros (1998) - potvrđuju stav optimista, odnosno stav da razvitak financijskog tržišta u najširem smislu pozitivno djeluje na rast<sup>7</sup>.

U tom smislu i središnja banka može, osim uklanjanjem inflacije, odnosno brigom o stabilnosti cijena, na rast utjecati i svojim doprinosom razvoju ukupnog financijskog tržišta. Njena odgovornost, to jest mogućnost, u tome je međutim, daleko manja nego pri obuzdavanju inflacije. Stabilnost cijena je primarno(a) odgovornost središnje banke, dok na razvoj financijskog tržišta ona ima samo djelomični utjecaj, znatno manji od zbroya utjecaja ostalih faktora na financijskom tržištu (banaka, burzi, vlade, poduzeća...).

## 7.6. ZAKLJUČAK

Posljednjih desetljeća i teoretska i empirijska saznanja su evoluirala od shvaćanja inflacije kao saveznika povećanja outputa i smanjenja nezaposlenosti ka uvjerenju da su inflacija i rast negativno korelirane ekonomske varijable. Temelji takvog razmišljanja su udareni još šezdesetih godina Friedmanovom teorijom o ulozi novca, da bi u sedamdesetima Philipsova krivulja zahvaljujući radu skupine ekonomista predvođene Robertom Lucasom praktički prestala živjeti, osim u svom kratkoročnom obliku. Ti radovi, međutim, još uvijek nisu bili u stanju nedvojbeno razriješiti pitanje veze između monetarne politike, odnosno inflacije, i stopa rasta. I dalje je, ako ništa drugo, postojalo pitanje endogenosti dviju varijabli, odnosno problem izoliranja utjecaja pojedinih determinanti rasta. Definitivno razrješenje tog pitanja postalo je moguće tek posljednjih godina uslijed činjenice da su nam danas raspoloživi panel podaci za veliku skupinu zemalja dugački trideset i više godina. Ti podaci omogućavaju nam razlučivanje, odnosno izoliranje, pojedinih determinanti rasta. Ekonometrijska istraživanja temeljena na njima nedvojbeno pokazuju da je inflacija negativno korelirana sa stopama rasta.

Kako je za monetarnu politiku zadužena središnja banka, temeljna zadaća središnje banke, dakle, treba biti upravo stabilnost cijena. Održavanjem stabilnosti cijena središnja banka najbolje može pridonijeti višim stopama rasta

---

<sup>6</sup> Pregled teorija iz ovog područja može se naći u Levine (1997).

<sup>7</sup> Vidjeti opširnije u sljedećem poglavlju.

kao krajnjem cilju ekonomske politike. Za ostvarivanje tog cilja ona treba imati potpunu personalnu, instrumentalnu i financijsku neovisnost. Istraživanja, naime, sugeriraju da postoji negativna korelacija između stupnja neovisnosti središnje banke i stabilnosti cijena. Ne postoji niti jedno nama poznato istraživanje koje bi ukazivalo na to da manja neovisnost središnje banke može donijeti više stope rasta.

Potpuna dominacija ovih zaključaka koji su proizašli iz recentnog razvoja ekonomske znanosti očituje se, na primjer, u činjenici da EU kao preduvjet za stupanje u EMU Maastrichtskim ugovorom od zemalja članica traži potpunu neovisnost središnjih banaka. Isto tako ustroj Europske Centralne Banke na način da će njena neovisnost nadilći neovisnost bilo koje postojeće središnje banke u zemljama članicama, potvrđuje političku neupitnost novovjekog uvjerenja o ulozi monetarne politike/središnje banke. Danas gotovo da i nema ozbiljnog ekonomiste koji bi zanijekao ove zaključke.

## Literatura

Alesina, A., 1988, "Macroeconomics and Politics", **NBER Macroeconomics Annual**, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.

Alesina, A. i L. H. Summers, 1993, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal of Money, Credit and Banking**, 25, str. 151-162.

Barro, Robert J., 1995, "Inflation and Economic Growth", **Bank of England Quarterly Review**, 35(2), svibanj, str. 166-177.

Barro, R. J., 1997, **Determinants of Economic Growth**, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Barro, R. J. i D. B. Gordon, 1983, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, 91(4), str. 589-610.

Bleaney, M., 1996, "Central Bank Independence, Wage Bargaining Structure, and Macroeconomic Performance in OECD Countries", **Oxford Economic Papers**, 48, str. 20-28.

Chowdhury, A. R., 1991, "The Relationship Between the Inflation Rate and its Variability", **Applied Economics**, 23, str. 993-1003.

Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. H. Summers i S. B. Webb, 1993, "Central Bank Autonomy and Exchange Rate Regimes: Their Effects on Monetary Accommodation and Activism", u C. W. S. Eijffinger i P. H. Huizinga, ured., **Positive Political Economy: Theory and Evidence**, Cambridge: Cambridge University Press.

Cukierman, A. i P. Wachtel, 1979, "Differential Inflation Expectations and Further Thoughts on Inflation Uncertainty", **American Economic Review**, 72, str. 508-512.

Cukierman, A. i S. B. Webb, 1995, "Political influence on Central Bank: International Evidence", **The World Bank Economic Review**, 9, str. 397-423.

- Debelle, G. i S. Fischer, 1995, "How Independent Should a Central Bank Be?", u J. C. Fuhrer, ured., **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Conference Series, br. 38, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, str. 195-221.
- De Gregorio, J., 1993, "Inflation Taxation, and Long-run Growth", **Journal of Monetary Economics**, 31, str. 271-298.
- De Haan, J. i J. E. Sturm, 1992, "The Case for Central Bank Independence", **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, 0(182), str. 305-327.
- De Long, B. i L. H. Summers, 1992, " Macroeconomic Policy and Long-Run Growth", u **Policies for Long-Run Growth**, Jackson Hole, Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City, str. 93-128.
- Easterly, W., 1993, "How Much do Distortions Affect Growth", **Journal of Monetary Economics**, 32, str. 187-212.
- Evans, M., 1991, "Discovering the Link between Inflation Rates and Inflation Uncertainty", **Journal of Money, Credit and Banking**, 23, str. 169-184.
- Fischer, S., 1974, "Money and the Production Function", **Economic Inquiry**, 12, str. 517-533.
- Fischer, S., 1993, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, 32(3), str. 485-512.
- Fischer, S., 1994, "The Costs and Benefits of Disinflation", u Onno De Beaufort Wijnholds, Sylvester C.W. Eijffinger i Lex H. Hoogduin, ured., **A Framework for Monetary Stability**, Dordrecht, Boston i London: Kluwer, str. 31-42.
- Fischer, S. i F. Modigliani, 1978, "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation", **Weltwirtschaftliches Archiv**, 114, str. 810-833.
- Grier, K. B. i G. Tullock, 1989, " An Empirical Analysis of Cross-national Economic Growth, 1951-1980", **Journal of Monetary Economics**, 24, str. 259-276.

Grilli, V., D. Masciandro i G. Tabellini, 1991, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", **Economic Policy**, 13, str. 341-392.

Grimes, A., 1991, "The Effects of Inflation on Growth: Some International Evidence", **Weltwirtschaftliches Archiv**, 127, str. 631-644.

Gylafson, T., 1991, "Inflation, Growth, and External Debt: A View of the Landscape", **The World Economy**, 14, str. 279-298.

Gylafson, T., 1998, "Output Gains from Economic Stabilization", **Journal of Development Economics**, 56(1), 1998, str. 81-96.

Harberger, A. C., 1971, "Three Basic Postulates for Basic Welfare Economics: an Interpretive Essay", **Journal of Economic Literature**, 9, str. 785-797.

Jansen, D. W., 1989, "Does Inflation Uncertainty Affect Output Growth? - Further Evidence", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 71, srpanj/kolovoz, str. 43-54.

Jayaratne, J. i P. E. Strahan, 1996, "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", **Quarterly Journal of Economics**, 111(3), str. 639-670.

King, R. G. i R. Levine, 1993a, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", **Quarterly Journal of Economics**, 108(3), str. 713-737.

King, R. G. i R. Levine, 1993b, "Finance, Entrepreneurship and Growth", **Journal of Monetary Economics**, 32(3), str. 513-542.

Levine, R., 1997, "Financial Development and Financial Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, 35(2), str. 688-726.

Logue, D. i T. D. Willet, 1976, "A Note on the Relationship Between the Rate and Variability of Inflation", **Economica**, 43, str. 151-158

Logue, D. i R. J. Sweeney, 1981, "Inflation and Real Growth: Some Empirical Results", **Journal of Money, Credit and Banking**, 13, str. 497-501.

Loungani, P. i N. Sheets, 1997, "Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies, **Journal of Money, Credit, and Banking**, 29(3), kolovoz, str. 381-399.

Lucas, R. E., Jr., 1973, "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", **American Economic Review**; 63(3), str. 326-334.

Mundell, R. A., 1963, "Inflation and Real Interest", **Journal of Political Economy**, 71, str. 280-283.

Okun, A.M., 1971, "The Mirage of Steady Inflation", **Brookings Papers on Economic Activity**, (2), str. 485-498.

Persson, T. i G. Tabellini, 1994, **Monetary and Fiscal Policy**, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Rajan, G. R. i L. Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", **American Economic Review**, 88(3), str. 559-586.

Rogoff, K., 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", **Quarterly Journal of Economics**, 110, str. 1169-1190.

Stockman, A., 1981, "Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy", **Journal of Monetary Economics**, 8, str. 387-393.

Tobin, J., 1965, "Money and Economic Growth", **Econometrica**, 33, str. 671-684.