

KREDIBILITET MONETARNE POLITIKE

CREDIBILITY OF MONETARY POLICY

Miladin Milošević*
Udruženje Ideas, Brčko

APSTRAKT

Kredibilna monetarna politika je preduslov efikasnog sprovođenja mjera ekonomske politike u smislu smanjena neizvjesnosti sa kojima se susreću ekonomski agenti. U državama koje su usvojile režime monetarne politike koji uključuju aktivno vođenje monetarne politike, vrlo je bitno stvoriti ekonomsko okruženje u kome odluke monetarnih vlasti moraju biti sprovedene onako kako su i najavljene. Monetarne vlasti koje nisu u mogućnosti da sprovedu politike koje su najavile ograničavaju ekonomski razvoj i efikasnost ekonomskog sistema. Na tržištu, ekonomski agenti se ponašaju racionalno te svoje odluke donose na osnovu prethodnih poteza monetarnih vlasti kao i na osnovu predviđana kako će se monetarne vlasti ponašati u budućnosti. Ekonomsko planiranje je svojevrsna igra monetarnih vlasti sa racionalnim ekonomskim subjektima, tako da se u tom kontekstu politike trebaju posmatrati i kreirati.

Ključne riječi: monetarna politika, inflacija, kredibilitet, vremenska konzistentnost, nezavisnost centralne banke

ABSTRACT

A credible monetary policy is the precondition for efficient implementation of the economic policy measures in sense of lowering of the uncertainties faced by the economic agents. In the countries which adopted monetary policy regime with active managing of the monetary policy, it is very important to create an economic environment where the decisions of the monetary authorities have to be implemented in the way they were announced. The monetary authorities, who are not able to implement the policies they have announced, limit the economic development and efficiency of the economic system. On the market, economic agents act rationally and make their decisions on basis of previous moves by the monetary authorities, as well as on basis of predictions on how the monetary authorities shall behave in the future. The economic planning is a sort of a play of the monetary authorities with rational economic subjects, so it should be both observed and created in such context.

Keywords: monetary policy, inflation, credibility, time consistency, central bank independence

UVOD

Od sredine sedamdesetih godina dvadesetog vijeka pa do danas, pojam kredibiliteta u kontekstu vođenja monetarne politike je dobio veliki značaj što potvrđuje i veliki broj autora i radova koji se bave ovom temom. Uvođenjem racionalnih očekivanja u makroekonomsku teoriju, izučavanje kredibiliteta monetarne politike je dobilo na značaju, zajedno sa pojmovima vremenske nekonzistentnosti i reputacije koji se mogu smatrati jednom neodvojivom cjelinom. Najave budućih politika i njihovo ostvarenje zavisi od kredibiliteta politike i reputacije monetarnih vlasti. To je vrlo bitna postavka ekonomskih analitičara koja se potvrdila u ekonomskom praksi. Predmet rada je analiziranje uloge i značaja kredibiliteta monetarne politike u kontekstu efikasnog sprovođenja mjera monetarne politike. Cilj koje se želi postići ovim radom je davanje doprinosa analizi uticaja kredibiliteta i reputacije monetarnih vlasti na očekivanja ekonomskih agenata i, u skladu sa tim, ekonomskih performansi. U prvom dijelu rada će biti objašnjen pojam i značaj kredibiliteta kao i veza kredibiliteta sa ostalim pojmovima koji čine jednu koherentnu cjelinu. U drugom dijelu rada će biti obrađen pojam vremenske nekonzistentnosti i njegov uticaj na kredibilitet monetare politike. Pored toga, problem vremenske nekonzistentnosti će biti predstavljen u okviru odabira optimalne monetarne strategije i igre centralne banke i javnosti. U trećem dijelu će biti predstavljeni različiti teorijski koncepti i njihovi stavovi u vezi kredibiliteta, reputacije i vremenski nekonzistentne politike. Prikazani su rezultati istraživanja u vezi sa odnosom nezavisnosti centralne banke i stope inflacije. Posebna pažnja će biti posvećena stavovima novih klasičara i kejnzijanaca.

* miladin@ideas.rs

ULOGA I ZNAČAJ KREDIBILITETA MONETARNE POLITIKE

Kredibilna monetarna politika služi smanjenju neizvjesnosti ostvarenja ciljeva monetarne politike. Stoga, kada centralna banka sprovedi politiku koja je kredibilna, fluktuacije outputa, zaposlenosti, inflacije, kamatnih stopa i sl. će biti manje izražene nego u okolnostima u kojima nedostaje kredibilna monetarna politika. Usvajanje strategije inflacionog targetiranja koja je u zadnje vrijeme usvojeno od strane mnogobrojnih država Centralne i Istočne Evrope povlači sa sobom neophodnost preduzimanja mjera kako bi se izgradila kredibilna monetarna politika. Prije svega, misli se na uspjeh u zadržavanju inflacije u okviru targeta koji su prethodno najavljeni od strane centralne banke. Monetarna politika će biti kredibilna ukoliko javnost vjeruje da će centralna banka sprovoditi mjere držanja inflacije na niskom nivou što je inače i najčešći cilj monetarne politike. Ukoliko javnost vjeruje da će centralna banka preduzeti sve mjere kako bi se inflacija održala na niskom nivou, onda će i inflatorna očekivanja biti usko povezana sa unaprijed objavljenim ciljevima monetarne politike. Inflatorna očekivanja su bitna zbog toga što se na osnovu njih ugovaraju buduće finansijske i ekonomske obaveze. Ekonomski agenti žele da očekivana, targetirana i stvarna stopa inflacije budu na istom nivou kako bi se transakcije i razmjene izvršile onako kako su anticipirane. Takva situacija unapređuje performanse privrede i stvara pogodan ambijent za donošenje racionalnih ekonomskih odluka. Pitanje kredibiliteta se može posmatrati iz dva ugla. Prvi, u slučaju kada je stopa inflacije iznad određenog nivoa, monetarne vlasti su izgubile kredibilitet jer nisu uspjele da ispune unaprijed zadate ciljeve. U tom slučaju, izgradnja kredibiliteta podrazumijeva da monetarne vlasti moraju dokazati da su sposobne i posvećene izgradnji kredibiliteta kako bi popravile svoju poziciju. Drugi, u slučaju kada su monetarne vlasti dokazale sposobnost da obore inflaciju ispod određenog nivoa, javlja se pitanje da li su monetarne vlasti u stanju da stopu inflacije zadrže u okviru targeta koga su unaprijed najavili. Značaj kredibiliteta se lako uočava u situaciji kada monetarne vlasti žele da smanje stopu inflacije u uslovima kada ona nije visoka. Ukoliko monetarne vlasti ne posjeduju kredibilitet, ekonomski entiteti će se gruelistički prilagođavati novim uslovima jer vjeruju da će monetarne vlasti napustiti preduzete mjere prije nego što ostvare unaprijed zadati cilj. U suprotnom, ukoliko monetarne vlasti vode kredibilnu politiku onda će se ekonomski entiteti brzo prilagoditi novim uslovima i novu ciljanu stopu inflacije koristiti pri određivanju nivoa cijena i nadnica. Pored toga, ukoliko postoji kredibilna monetarna politika, promjene u nivou cijena koje se dese zbog nepredviđenih faktora nad kojim monetarne vlasti nemaju kontrolu neće u znatnoj mjeri uticati na buduća očekivanja što utiče na smanjene fluktuacije u nivou inflacije, kamatnih stopa i outputa. Pored toga, kredibilna monetarna politika omogućava da se donose preciznija predviđanja u vezi obima privredne proizvodnje i generisanja zaposlenosti bez izazivanja promjena u inflaciji.

Pojam kredibiliteta se odnosi na stepen povjerenja koju javnost ima u posvećenost i sposobnost monetarnih vlasti da ispune obećane ciljeve. To znači da namjera monetarnih vlasti da se pridržavaju zadatih ciljeva mora biti značajna i istrajna. Postavlja se pitanje zašto je tako teško da monetarne vlasti povećaju svoj kredibilitet?!

Problem vremenske konzistentnosti proizilazi iz stava da je ekonomsko ponašanje pod uticajem očekivanja u vezi budućih politika. Prilikom donošenja odluka u trenutku t , očekivanja su data i u skladu sa tim očekivanjima se donose i sprovode politike. Donosioci odluka koji imaju za cilj povećanje outputa ili smanjenja nezaposlenosti mogu sprovesti ekspanzivnu monetarnu politiku kako bi ostvaril svoje ciljeve. Međutim, ekonomski entiteti su racionalni tako da ne dolazi samo do promjene u očekivanjima u periodu $t+n$ nego dolazi i do ugradnje očekivanja prilikom određivanja nivoa cijena i nadnica. Krajnji rezultat će pokazati da je nemoguće obmanuti javnost tako da neće doći do povećanja outputa nego će samo doći do povećanja inflacije. Problem vremenski nekonzistentne politike pokazuje da može stvoriti sub-optimalno rješenje koje podrazumijeva rast inflacije i nepromijenjen nivo outputa.

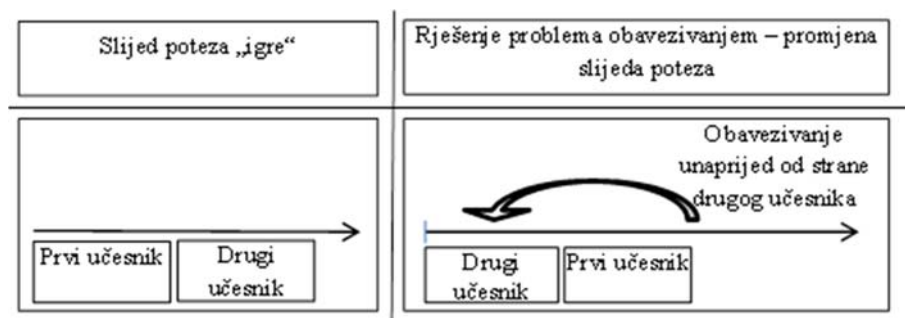
Da bi se izgradio kredibilitet monetarnih vlasti potrebno je uvjeriti javnost da ciljevi koje se žele postići nisu nekompatibilni. Pored toga, da bi posvećenost izgradnji kredibiliteta bila veća potrebno je da cijena neispunjenja ciljeva bude visoka. U teoriji se pojavilo nekoliko prijedloga koji bi trebali pomoći izgradnji kredibilne monetarne politike. Prvi prijedlog, koji je predložio Rogoff [Rogoff, 1985, p. 1170], se odnosi na izbor guvernera koji ima niži prag tolerancije na inflaciju od javnosti tako da inflatorni pritisci neće uticati na očekivanja jer javnost vjeruje da će monetarne vlasti preduzeti određene mjere da suzbiju te pritiske. Drugi prijedlog se odnosi na javni dogovor vlade i centralne banke o eksplicitnim targetima inflacije za čije ostvarenje su zajedno odgovorni. Javno objavljeni ciljevi treba da služe za formulisanje inflatornih očekivanja ekonomskih agenata i za ocjenu efikasnosti monetarne politike. Ukoliko monetarne vlasti uspiju da u dužem periodu ostvare zacrtane ciljeve, stvara se kredibilitet. Međutim, kod javno objavljenih ciljeva i utvrđenih

targeta se javlja nekoliko problema koji utiču na izgradnju kredibiliteta. Kao prvo, to je vremensko kašnjenje od trenutka sprovođenja mjera do njihovog uticaja na zadate ciljeve. Drugo, egzogeni faktori mogu da utiču na kretanje inflacije i otežaju ostvarenje zadatih ciljeva. U tim situacijama teško je razdvojiti uticaj mjera monetarnih vlasti od uticaja egzogenih faktora. Problem se najčešće rješava neposrednom komunikacijom sa ekonomskim agentima u kojoj se daju objašnjenja zašto dolazi do odstupanja od ispunjenja zadatih ciljeva. Ovo drugo rješenje za izgradnju kredibiliteta se češće koristi u praksi od prvog koje podrazumijeva izbor guvernera sa niskim pragom tolerancije na inflaciju.

PROBLEM VREMENSKE NEKONZISTENTNOSTI

Teoriju vremenske konzistentnosti su utemeljili Kidland i Prescott 1977.godine. Do tog trenutka, u ekonomiji je vladala teorija optimalne kontrole po kojoj se na funkcionisanje ekonomije gledalo mehanički a odluke se donose na osnovu raspoloživih podataka, statički. Kidland i Prescott su dokazali da je funkcionisanje ekonomije dinamični proces i stoga su odbacili mogućnost vođenja monetarne politike diskrecionim pravima jer se na taj način dolazi do suboptimalnih rješenja. Teorija vremenske konzistentnosti je proistekla iz teorije racionalnih očekivanja po kojoj rezultat ekonomskih mjera zavisi od postupaka i očekivanja ekonomskih agenata [Kydlan, F. and Prescott, E., 1977, pp. 473-490].

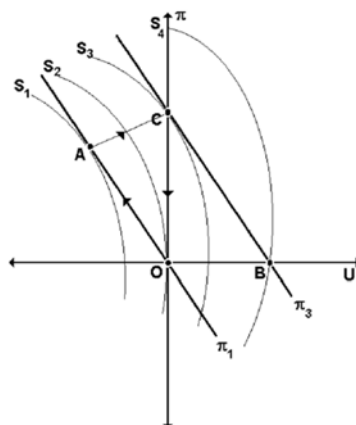
Problem vremenske nekonzistentnosti nastaje kada vlasti imaju povod da obećaju da će u budućnosti preuzeti određenu aktivnost, ali to ne urade ili preuzmu neku drugu akciju. Stoga će racionalni ekonomski agenti predvidjeti da će vlasti prekršiti obećanje pa će promijeniti i prilagoditi svoje ponašanje što će imati za posljedicu lošiji ishod. Optimalna politika formirana u trenutku t je vremenski nekonzistentna ukoliko u trenutku $t+n$ politika bude promijenjena [Jakšić, 2009, str. 2]. Rješenje problema vremenske nekonzistentnosti se svodi na promjenu vremenskog redoslijeda poteza između vlade i ekonomskih agenata. Suština rješenja je u tome da se vlada kao dominantni igrač koji ima motiv da „vara“ prva obaveže na određeno ponašanje i na taj način utiče na odluke drugog učesnika (ekonomskih agenata).



Slika 1. Slijed poteza kod problema vremenske nekonzistentnosti

Izvor: [Lang, M., 2002, p. 1]

Igra vlasti i privatnog sektora se sastoji od dva koraka. Prvo, privatni sektor donosi svoja očekivanja o budućoj inflaciji. Nakon toga, u drugom koraku, vlasti biraju monetarnu politiku na osnovu očekivanja privatnog sektora. Kidland i Prescott polaze od racionalnih očekivanja, tj. privatni sektor prilikom oblikovanja svojih očekivanja predviđa i vjerovatne poteze države tako da u svoje odluke uključuju predviđanja u vezi budućeg nivoa inflacije kako bi se na vrijeme zaštitili. S druge strane, država ima podsticaj da „vara“ i da kreira inflaciju višu od očekivane. Sledeća slika pokazuje optimalnu monetarnu politiku.



Slika 2. Optimalna monetarna politika

Izvor: [Jakšić, M., 2008, p. 2]

Analitički okvir za formulisanje optimalne monetarne politike predstavlja trade-off između inflacije i nezaposlenosti koja se izražava Filipsovom krivom upotpunjenom očekivanjima i ciljna funkcija kreatora ekonomske politike koja se na grafiku predstavlja krivama indiferencije (S_1, S_2, S_3, S_4). Pozicija Filipsove krive je određena očekivanjima ekonomskih aktera dok monetarne vlasti mogu da izazovu samo kretanje po Filipsovoj krivoj. Ako pretpostavimo da je početno stanje u tački C gdje je prirodna stopa nezaposlenosti jednaka stvarnoj stopi nezaposlenosti uz inflaciju π . Da bi stopa inflacije bila nula, kreatori politike najavljuju da će ostvariti nultu stopu inflacije pokušavajući da promijene očekivanja ekonomskih agenata i pomjere Filipsovu krivu ulijevo. Ukoliko subjekti vjeruju vladi, nova ravnoteža se uspostavlja u koordinatnom početku gdje je inflacija jednaka nuli i kojoj odgovara prirodna stopa nezaposlenosti. Međutim, postavlja se pitanje da li će monetarne vlasti ponovo pribjeći inflaciji? Jedina garancija o ovoj igri predstavlja stečena reputacija i trenutni/budući kredibilitet. Imajući u vidu ciljnu funkciju kreatora politike (S) i ograničenje (π) monetarne vlasti se neće držati obećane monetarne restrikcije i doći će do pomijeranja ravnoteže u tačku A. U toj tački, nezaposlenost je manja od prirodne stope nezaposlenosti što je kupljeno rastom cijena (π). Objavljena politika koja podrazumijeva inflaciju jednaku nuli nije vremenski konzistentna. Ona u očima ekonomskih subjekata nema kredibilitet [Praščević, 2008, 194]. Ovakvo ponašanje monetarnih vlasti govori da su one spremne da varaju što ima za posljedicu da ekonomski agenti više ne vjeruju vlastima. U narednom koraku, ekonomski agenti će revidirati svoja očekivanja i doći će do pomijeranja kratkoročne Filipsove krive udesno i stvaranja nove ravnoteže u tački C. U ovoj tački kreatori politike nemaju interes da generišu višu stopu inflacije pošto ne može da dostigne višu krivu indiferencije (S). U tački C je ostvarena vremenski konzistentna ravnoteža, a ujedno i Nešova nekooperativna ravnoteža.

TEORIJSKI OSNOV RAZMATRANJA KREDIBILITETA I REPUTACIJE I NEKI EMPIRIJSKI REZULTATI

Ortodokсни kejnzijanizam je bila vladajuća ekonomska škola sve do početka sedamdesetih godina dvadesetog vijeka. Prema njihovom stajalištu, monetarnom politikom se smatrala politika koja treba da bude korišćena za održavanje autputa i zaposlenosti na visokom nivou. Pojavom Nove klasike i racionalnih očekivanja došlo je do stvaranja novog konsenzusa gdje cjenovna stabilnost postala glavni cilj za monetarne vlasti. Racionalna očekivanja, koja su sa sobom donijele ideju o nepostojanju informacionih barijera i mehanizma novčane iluzije, su zaslužna za isticanje cjenovne stabilnosti kao glavnog cilja monetarne politike. Kombinacija racionalnih očekivanja, čišćenja tržišta (sa potpuno fleksibilnim cijenama) i maksimizacija profita su sa sobom donijele nekoliko ekonomskih implikacija, između ostalih: neefikasnost monetarne politike u kratkom i dugom roku, troškovi dezinflacije padaju na realne varijable, problem vremenske nekonzistentnosti i važnost reputacije i kredibiliteta monetarnih vlasti i monetarne politike. Najveća zasluga za stavljanje akcenta na reputaciju i kredibilitet centralne banke je imala Nova klasična ekonomija. Kasnije, u novijim modelima koji su služili za analizu reputacije i kredibiliteta, ove postavke Nove klasike su prihvaćene i inkorporirane u te modele koji su dali, u načelu, iste odgovore o neutralnosti monetarne politike što je osnažilo stajalište da će

monetarna politika biti efikasnija ukoliko se monetarna politika smatra kredibilnom i ukoliko te ciljeve sprovodi centralna banka sa jakom reputacijom institucije koja teži cilju cjenovne stabilnosti.

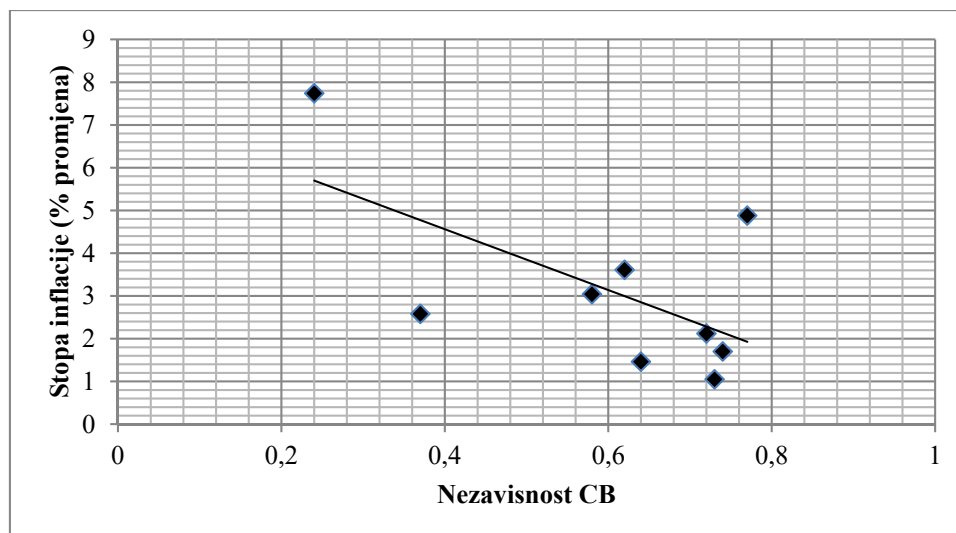
Teorijske osnove na kojima se bazira razvoj analize značaja kredibiliteta i reputacije su bazirane na raspravama koje su se vodile u vezi dileme da li treba primjenjivati pravila ili diskreciona prava. Najznačajniji autori koji su se bavili pitanjem kredibiliteta su Kidland i Prescott dok su Baro i Gordon dali najveći doprinos na polju izučavanja reputacije monetarne politike. Ovi autori su došli do zaključka da su kredibilitet i reputacija ključni elementi za rješavanje problema inflacije i vremenske nekonzistentnosti. U osnovi, kredibilitet i reputacija su pojmovi koji su u osnovi različiti, ali koji međusobno utiču jedan na drugi. Kredibilitet se povezuje sa stepenom povjerenja koju javnost ima u sposobnost i posvećenost centralne banke da ostvari zacrtane ciljeve, dok je reputacija povezana sa vjerovanjem ekonomskih agenata u preferencije kreatora politike i njihovim očekivanjima u vezi sa mjerama koje će preuzeti monetarne vlasti. [Montes, 2009, p. 675]. Monetarna politika izaziva mnoge nesuglasice među teoretičarima i može se reći da ne postoji konsenzus oko dometa monetarne politike, kako u kratkom, tako i u dugom roku. Međutim, postoji saglasnost ekonomista u vezi glavnih ciljeva koji se žele postići instrumentima monetarne politike, a to su niska i stabilna inflacija, održivi rast, niska stopa nezaposlenosti i stabilnost finansijskog sistema. Za ostvarivanje ovih ciljeva, Miškin navodi sljedeće principe kojih će centralni bankari trebaju pridržavati: 1. cjenovna stabilnost pruža znatne koristi, 2. fiskalna politika treba biti usklađena sa monetarnom politikom, 3. potrebno je izbjegavati problem vremenske nekonzistentnosti, 4. monetarna politika treba biti „forward-looking“, 5. odgovornost je glavni princip demokratije, 6. monetarna politika treba da vodi računa o putu isto kao i o fluktuacijama cijena i 7. najozbiljniji ekonomski padovi su povezani sa finansijskom nestabilnošću [Mishkin, 2000, p 1]. Uključivanjem kredibiliteta i reputacije u analize efekata monetarne politike dolazi dolazi do promjene pogleda u vezi uticaja monetarne politike jer su se kredibilitet i reputacija pokazali kao značajni za ekonomske performanse jer utiču na očekivanja na osnovu kojih ekonomski entiteti donose svoje odluke. Buduće kretanje kamatnih stopa, način implementacije aktuelne i buduće politike, kao i način najavljanja budućih politika značajno utiče na očekivanja ekonomskih entiteta. Zbog toga je potrebno obratiti pažnju na monetarnu politiku sa aspekta njene efikasnosti, tj. uticaja na realne i nominalne varijable.

Osnov za izgradnju kredibiliteta i reputacije monetarnih vlasti čini njena samostalnost, i to sa više aspekata o kojima u ovom radu neće biti diskutovano. Problem kredibiliteta u vođenju monetarne politike se rješava stvaranjem institucije samostalne centralne banke koja preuzima odgovornost za anti-inflacionu politiku. Sprovođenje anti-inflacione politike se povjerava konzervativnim guvernerima koji imaju averziju prema inflaciji a u skorije vrijeme se sve više u praksi koristi indeks samostalnosti centralne banke. U narednom prilogu je izvršena analiza postojanja korelacije između stepena samostalnosti centralne banke i stope inflacije u datoj godini te su dobijeni sljedeći rezultati:

Tabela 1. Nezavisnost CB i stopa inflacije (promjena u %)

	Nazavisnost CB	Stopa inflacije (% promjena)
Bjelorusija	0.24	7.74
Bugarska	0.58	3.04
Češka	0.64	1.46
Mađarska	0.77	4.88
Poljska	0.37	2.58
Albanija	0.62	3.61
BiH	0.72	2.12
Hrvatska	0.73	1.05
Makedonija	0.74	1.70

Izvor: [Dincer, N. and Eichengreen, B, 2014]



Grafik 1. Korelacija između nezavisnosti CB i stope inflacije

Izvor: Autorova izračunavanja

Na osnovu datih podataka za odabrane države koje imaju slično iskustvo sa tržišnim privređivanjem može se zaključiti sa postoji jaka negativna korelacija (-0,62) između nezavisnosti centralnih banaka i ostvarene stope inflacije. Taj podatak nam govori da je niža stopa inflacije ostvarena u državama sa većom nezavisnošću centralne banke. Iako korelacija nikako ne može značiti i zakonitost u vođenju konzistentne monetarne politike, može se zaključiti u kom pravcu treba sprovoditi određene mjere kako bi se stvorile pretpostvake za vođenje kredibilne monetarne politike.

KREDIBILITET I REPUTACIJA – PRISTUP NOVIH KLASIČARA

Uvođenjem racionalnih očekivanja u makroekonomiju došlo je do radikalnih promjena u postavkama koje su do tada važile. U centar pažnje je dospjelo pitanje kako smanjiti društvene troškove s obzirom da se ekonomska politika donosi i sprovodi u nekoliko različitih perioda. Kidland i Prescott su u svom radu "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans" iz 1977., posebnu pažnju posvetili problemu kredibiliteta monetarne politike sa naglaskom na problem vremenske nekonzistentnosti. Nihov stav je da se teorija optimalne kontrole, koja podrazumijeva primjenu određenih modela kako bi se sprovođila ekonomska politika, nije primjenjiva u uslovima kada su ekonomski entiteti racionalni. Naime, problem kredibiliteta i vremenske nekonzistentnosti proizilazi iz dinamične igre vlade i privatnog sektora. Vlada ima dominantnu ulogu dok privatni sektor ima ulogu pratioca. Ukoliko monetarne vlasti u trenutku t najave optimalnu politiku koju će sprovođiti u budućnosti, privatni sektor svoje ponašanje prilagođava najavljenim mjerama politike. Međutim, ukoliko u trenutku $t+n$ politika iz perioda t više nije optimalna, vlasti će doći u iskušenje da odstupi od najavljene politike u trenutku t . Takvo ponašanje monetarnih vlasti tj. vođenje nekonzistentne politike, negativno će uticati na kredibilitet budućih politika. Problem vremenske nekonzistentnosti proizilazi iz promjene preferencija tokom vremena i sukoba interesa različitih aktera. U tom smislu, vremenska konzistentnost, kao i svi drugi problemi političke ekonomije, proizilaze iz heterogenosti koja vodi konfliktu interesa [Drazen, 2000, p.130]. Novi klasičari smatraju da će, s obzirom da monetarne vlasti nemaju unaprijed definisanu obavezu sprovođenja najavljene politike, politika koja se sprovođi diskrecionim pravima monetarnih vlasti biti nekonzistentna jer monetarne vlasti imaju interes da varaju. Takva ponašanjem se gubi kredibilitet monetarne politike koja u budućnosti neće biti niti optimalna niti sprovođiva. Ukoliko se monetarnom politikom želi povećati output, to se mora uraditi neočekivanim šokovima. Međutim, ekonomski agenti će promijeniti svoja očekivanja tako da će se nezaposlenost vratiti na svoju prirodnu stopu ali uz viši nivo inflacije. Novi klasičari smatraju da izgradnja kredibiliteta nedvosmisleno povezana sa očekivanjima da se monetarna politika neće mijenjati, tj. da će monetarne vlasti slijediti najavljenju politiku i to na način da se implementira bez diskrecionih prava. Da bi monetarna politika bila kredibilna, potrebno je da monetarne vlasti slijede pravilo u koje ekonomski agenti vjeruju da neće biti napušteno. Uloga racionalnih očekivanja ima značajnu poziciju kod Novih klasičara tako da odsustvo kredibiliteta može onemogućiti ostvarenje zadatih ciljeva zbog formiranih očekivanja. Da li će određena politika biti kredibilna ili ne zavisi od nekoliko faktora,

a to su: očekivanja u vezi efekata politike, kredibiliteta i reputacije monetarnih vlasti i okolnosti sa kojima će se monetarne vlasti sresti u budućnosti. Razvoj okolnosti u okruženju je značajan za kredibilitet politike jer se u praksi često dešava da egzogeni faktori utiču na ostvarivanje zadatih ciljeva. U tim slučajevima, monetarne vlasti treba da budu transparentne i da ekonomskim agentima obrazlože zašto se nisu ostvarili zadati ciljevi.

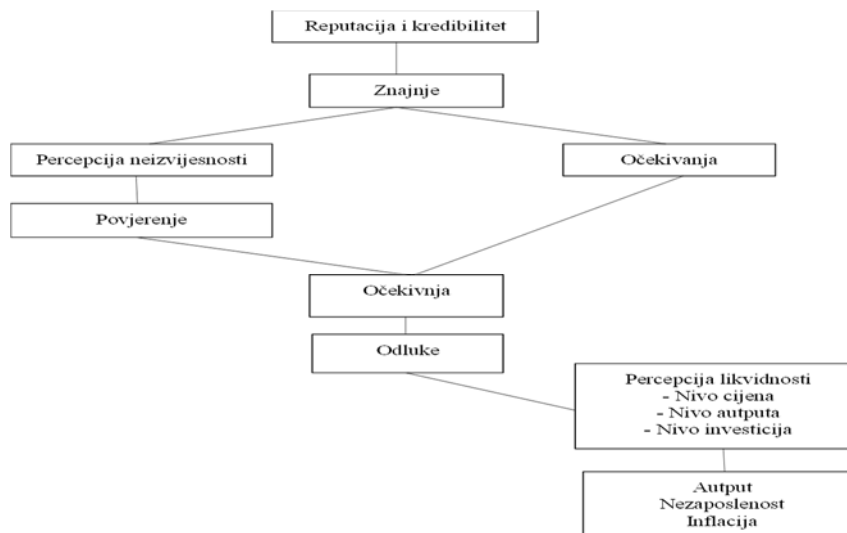
Prema postavkama Nove klasičke, da bi politika bila kredibilna potrebno je da je sprovodi nezavisna centralna banka primjenjujući pravila kako bi se izbjegao problem vremenske nekonzistentnosti. Pored toga, monetarne vlasti moraju držati inflaciju na niskom nivou, uvjeriti javnost da će najavljene ciljeve ostvariti u što kraćem mogućem roku, i da će sniziti troškove dezinflacije [Montes, 2009, p. 679].

Novi klasičari su istakli značaj reputacije za generisanje kredibiliteta i značaj reputacije u vezi sa očekivanjima. Reputacija se može definisati kao vjerovanje ekonomskih agenata u vezi preferencija monetarnih vlasti. Reputacija govori o tome kako monetarne vlasti preferiraju određene ishode, bez obzira na prethodne najave. O tome kako će monetarne vlasti graditi kredibilitet govori karakter monetarnih vlasti, tj. njihovi stavovi u vezi određenih ciljeva. Monetarne vlasti mogu biti "meke" ili "tvrde" sa aspekta njihovih stavova i preduzetih mjera. Na osnovu vjerovanja u preferencije monetarnih vlasti, ekonomski entiteti donose svoje odluke. Ukoliko ekonomski entiteti vjeruju da su monetarne vlasti "čvrste" onda će i njihova očekivanja biti u skladu sa najavljenim mjerama održavanja inflacije na niskom nivou. Nova klasika je stajališta da monetarne vlasti treba da budu "čvrste" u pogledu inflacije i da na toj reputaciji treba da grade kredibilitet. Za izgradnju reputacije "čvrstog" igrača je potrebno vrijeme jer ekonomski agenti na osnovu praćenja ponašanja monetarnih vlasti formiraju svoja uvjerenja o karakteru monetarnih vlasti. Svakim novim potezima monetarne vlasti uzrokuju da ekonomski agenti revidiraju svoja uvjerenja. Nakon dovoljno posmatranja ekonomski agenti formiraju čvrsta uvjerenja o tipu vlasti [Amano, Fenton, Tessier and Van Norden, 1996, p.13]. Monetarne vlasti ulaze u igru koja se ponavlja tako da nije moguće varati ekonomske agente. Isto tako, za izgradnju reputacije i kredibiliteta potrebno je vrijeme. Najbolji način za izgradnju kredibiliteta, prema Novim klasičarima, je držanje inflacije u okvirima najavljenih targeta i odsustvo trade off-a između inflacije i nezaposlenosti. Uz to, Novi klasičari predlažu uvođenje pravila koja monetarne vlasti treba da primjenjuju pri sprovođenju mjera monetarne politike. Izgradnja kredibiliteta i reputacije utiču na efikasnost monetarne politike. Signali koje šalju monetarne vlasti se bolje razumiju i bolje su prihvaćeni od ekonomskih agenata što znači i efikasniji transmisioni mehanizam i niže troškove dezinflacije kada je potrebno provesti takve mjere. Novi klasičari primjenjuju Filipsovu krivu kao okvir analize trade-off-a između inflacije i nezaposlenosti. Samo nepredviđenim šokovima se može izazvati povećanje zaposlenosti i autputa ali na dugi rok jedino se povećava nivo inflacije tako da monetarne vlasti treba da grade reputaciju "čvrstog" igrača kako bi održala inflaciju na niskom i stabilnom nivou i kako bi izgradila reputaciju i kredibilitet. Najveće zamjerke koje su upućene ovakvim stajalištima Novih klasičara se odnosi na to što sve inflatorne pritiske gledaju identično tako da je moguće da u borbi za nisku i stabilnu inflaciju žrtvuju kratkoročni rast autputa i smanje potencijal rasta na dugi rok (zamka kredibiliteta) [Montes, 2009, p. 682]

REPUTACIJA I KREDIBILITET – KEJNZIJANSKI PRISTUP

Teorija koju je razvio Kejns je vremenom evoluirala do stanja u kom je prihvaćena metodologija Novih klasičara i teorija racionalnih očekivanja ali je pitanje fleksibilnosti ostalo glavna tačka neslaganja. Prema Kejnusu, fluktuacije efektivne tražnje i zaposlenosti su posljedica neizvjesnosti te stoga pojedinci odlažu čin potrošnje i investiranja. Očekivanja i povjerenje igraju značajnu ulogu u procesu donošenja odluka što značajno utiče na sve politike pa tako i na monetarnu politiku. S obzirom na to, da bi razumjeli na koji način monetarna politika utiče na ekonomiju, uzimajući u obzir kredibilitet i reputaciju, potrebno je da se uzmu u obzir očekivanja i povjerenje ekonomskih entiteta. Stoga, potrebno je znati koji elementi utiču na očekivanja i povjerenje i kako centralna banka izgradnjom kredibiliteta i reputacije utiče na te elemente. Sljedeća slika (Slika 3) pokazuje okvir koji identifikuje elemente koji utiču na očekivanja, naglašavajući ulogu očekivanja u transmisionom mehanizmu. Sa slike se vidi da znanje ekonomskih agenata o karakteru monetarnih vlasti direktno utiče na očekivanja a indirektno na povjerenje što u konačnici utiče na konkretno ponašanje (investiranje, štednja, itd.). S obzirom da postoji konsenzus po kome se očekivanja smatraju bitnim kanalom monetarne transmisije, monetarne vlasti će povećati vjerovatnoću postizanja zadatih ciljeva ukoliko ekonomski agenti imaju ista vjerovanja u pogledu budućnosti. Povjerenje igra osnovnu ulogu u transmisionom mehanizmu jer označava stepen povjerenja u vezi politike koju sprovode monetarne vlasti. S obzirom da Kejnzijanci smatraju da je budućnost neizvjesna, uloga institucija je da ulije povjerenje u očekivanja

pojedinaца i time omogućuje lakše odvijanje ekonomskih operacija [Carvalho, 1992, p.210]. Centralna banka, njen kredibilitet i reputacija, su vrlo bitni pri kreiranju očekivanja koji dalje utiče na ekonomske aktivnosti. Koncept reputacije monetarnih vlasti, prema Kejnzijancima, uključuje percepciju ekonomskih agenata u vezi sa preferencijama monetarnih vlasti, budućih akcija monetarnih vlasti i karakterom monetarnih vlasti. Kada dođe do promjene percepcije agenata to utiče na povjerenje koje nadalje utiče na očekivanja koja oblikuju ekonomsko ponašanje agenata. Reputacija i kredibilitet utiču kao filteri u procesu konvergencije očekivanja i povjerenja u vezi sa najavljenim ciljevima monetarne politike [Montes, 2009, p.684]. Glavni zadatak monetarnih vlasti je da se razumije transmisioni mehanizam u kome kredibilitet i reputacija monetarnih vlasti utiču na očekivanja ekonomskih agenata na osnovu čega oni donose odluke.



Slika 3. Reputacija, kredibilitet i povjerenje

Izvor: [Prilagođeno prema Dequech, D. 1999, p. 418]

Slika 3. može biti objašnjena na sljedeći način. Reputacija i kredibilitet koju posjeduju monetarne vlasti, a koje su posljedica sprovođenja najavljenih mjera i uvjerenja javnosti o karakteru vlasti, utiču da se znanje o budućem ponašanju vlasti povećava. S obzirom da povećanje znanja o budućem ponašanju vlasti utiče na smanjenje percepcije neizvjesnosti, a time indirektno i na povećanje povjerenja u monetarne vlasti dolazi do kreiranja očekivanja koja služe za dugoročne odluke u vezi autputa, investicija i cijena što u konačnici utiče na agregatni autput, nezaposlenost i inflaciju. Sa Slike 3 se može vidjeti da povjerenje zavisi od percepcije neizvjesnosti, ali pored toga i od averzije prema neizvjesnosti. Postoji saglasnosti da Kejnsov “animal spirit” utiče na averziju ka neizvjesnosti kao i na percepciju neizvjesnosti. “Animal spirit” utiče na percepciju neizvjesnosti u smislu da donosioci odluka, preduzetnici, donose odluke zanemarujući, svjesno ili nesvjesno, nivo neizvjesnosti [Dequech, 1999, p. 421]. Dakle, primjećujemo da su reputacija i kredibilitet značajni u transmisionom mehanizmu monetarne politike i da odluke ekonomskih agenata indirektno utiču na makroekonomske agregate.

Debata o načinu sprovođenja monetarne politike se svodi na debate “diskreciona prava naspram pravila”. Novi klasičari su zagovornici sprovođenja monetarne politike na bazi striktno definisanog pravila koje treba da obezbijedi nisku i stabilnu inflaciju. S druge strane, težnja ka niskoj i stabilnoj inflaciji i inflatornim očekivanjima u stanju neiskorišćenosti kapaciteta vode nižim stopama rasta od onih koje su moguće i poželjne. S tim u vezi, Kejnzijanci smatraju da je potrebno razlikovati nekoliko tipova inflacije (inflacija nadnica, monopolska inflacija, inflacija tražnje, uvezena inflacija, itd) i u skladu sa tim treba koristiti antiinflatorne mjere. Stoga, Kejnzijanci smatraju da je cilj stabilnosti inflacije i pune zaposlenosti potrebno sprovesti kombinacijom monetarne, fiskalne i politike dohotka. “Ove politike treba da budu zajedno implementirane. Nijedna od njih se ne može smatrati kejnzijanskom kada se samostalno sprovodi zato što će na taj način kreirati poteškoće u ekonomiji i na kraju izazvati krizu” [Carvalho, 1992, p. 216]. Stav Kejnzijanaca je da stroga primjena pravila pri vođenju monetarne politike može da bude neadekvatna jer se u obzir ne uzima izvor inflatornih pritisaka i realno stanje ekonomije tako da može da postane neefikasna, tj. da se stvori zamka kredibiliteta. S obzirom da monetarna politika nije neutralna i da inflatorni pritisci mogu dolaziti iz raznih izvora, prema Kejnzijancima nije adekvatno da se monetarna politika posveti ostvarivanju samo jednog

cilja. Stoga, reputacija, kredibilitet i efikasnost monetarne politike se moraju posmatrati iz druge perspektive. S obzirom da se monetarnom politikom može uticati na više ciljeva i da su nestabilnom ekonomskom okruženju potrebne intervencije, postavlja se pitanje zašto bi se smanjivao broj instrumenata kojim se mogu rješavati ekonomski problemi. Stoga, sprovođenje monetarne politike treba da bude u skladu sa specifičnim ekonomskim uslovima. Reputacija monetarnih vlasti služi kao sidro koje uobličava očekivanja javnosti. Ukoliko monetarne vlasti posjeduju reputaciju institucije koja se brine o autputu, inflaciji i nezaposlenosti, onda će znanja ekonomskih agenata o karakteru vlasti uticati na njihova očekivanja. Kada se politike sprovede koordinirano, vodeći računa o više ciljeva, smanjuje se mogućnost zapadanja u zamku kredibiliteta. Prema Kejnizakcima, da bi monetarne vlasti povećale svoj kapacitet da utiču na očekivanja ekonomskih agenata, i da brzo i efikasno dostignu zadate ciljeve, potrebno je ojačati reputaciju monetarnih vlasti kao i sprovesti efikasne i kredibilne politike.

ZAKLJUČAK

S obzirom da je ekonomski sistem dinamičan i da je teorija optimalne kontrole neupotrebljiva pri donošenju ekonomskih odluka, značaj kredibiliteta politike koju sprovodi centralna banka ima posebnu ulogu u ostavri vanju zadatih ciljeva. Cilj svake centralne banke je da njena politika bude kredibilna kako bi se olakšalo njeno sprovođenje i smanjili eventualni gubici usljed nepredviđenih uticaja. S obzirom da ekonomski agenti svoje odluke donose na bazi racionalnih očekivanja u kojima predviđaju buduće poteze monetarnih vlasti, potrebno je da ta njihova očekivanja budu u skladu sa najavljenim potezima monetarnih vlasti. Iako ne postoji saglasnost različitih makroekonomskih škola u vezi primjene diskrecionih prava ili pravila niti u vezi ciljeva koje treba postići upotrebom monetarne politike, značaj kredibiliteta je zajednički svim teorijama i sve su saglasne da je izgradnja kredibiliteta i reputacije dug proces koji je značajan za konačan uspjeh monetarne politike. Pored toga, nekredibilna politika u borbi protiv inflacije sa sobom nosi i visoke stope žrtvovanja, odnosno visoke troškove dezinflacije. S tim u vezi, u izvještajima centralnih banaka se pojavljuje poseban dio koji obrađuje pojam kredibiliteta, odnosno nivo kredibiliteta koji sa sobom nosi određena politika. Može se zaključiti da postoji jasan lanac kredibilitet – očekivanja – odluke na šta centralne banke treba da posvete posebnu pažnju prilikom donošenja i sprovođenja politika. Ukoliko ekonomski agenti vjeruju da će monetarne vlasti ispuniti ono što unaprijed najavljuju, percepcija neizvjesnosti će biti na niskom nivou što utiče na porast povjerenja u odluke vlasti. Dalje, povjerenje koje imaju ekonomski agenti utiču na očekivanja u vezi najavljane politike na osnovu čega oni donose odluke o štednji, investicijama, obimu proizvodnje i sl.

LITERATURA

- [1] Rogoff, K. ('1985). "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", Quarterly Journal of Economics 100.
- [2] Kydland, F. and Prescott, E. (1977). "Rules Rather than Discretions: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, Vol. 85, Issue 3.
- [3] Jakšić, M., "Reputacija i kredibilitet vlade", Ekonomski fakultet, Beograd, www.ekof.bg.ac.rs/nastava/osnovi.../JAK-13.PDF
- [4] Lang, M., "Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – Teoretski temelji institucionalnog ustrojstva središnje banke", HNB.
- [5] Prašević, A. (2008), "Poslovni ciklusi u makroekonomskoj teoriji i politici", CID.
- [6] Montes, G. C. (2009). "Reputation, Credibility and Monetary Policy Effectiveness", Est. Econ., V 39. N3.
- [7] Mishkin, F. S. (2000). "What should Central Banks do?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Nov/Dec.
- [8] www.imf.org
- [9] Dincer, N. and Eichengreen, B. (2014). "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures", International Journal of Central Banking.
- [10] Drazen, A. (2000). "Political economy in macroeconomics". Princeton University Press.
- [11] Amano, R., Fenton P., Tessier D., and Van Norden, S. (1996). "The credibility of monetary policy: A survey of the literature with some simple applications to Canada", EconWPA.
- [12] Carvalho, F. C. Mr. (1992). "Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy", Edward Elgar Publishing.
- [13] Dequech, D. (1999). "Expectations and confidence under uncertainty", Journal of Post Keynesian Economics, v. 21, n. 3, Spring 1999a.