



ОСНОВНИТЕ ПРИНЦИПИ ЗА ВОДЕЊЕ НА ОПТИМАЛНА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА THE BASIC PRINCIPLES FOR OPTIMAL MONETARY POLICY IMPLEMENTATION

д-р Стефан Габер, м-р Василка Габер

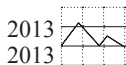
Abstract

The recent financial crisis, however, does require some major rethinking about the details of this basic framework for monetary policy strategy. We now recognize that the financial sector plays a very prominent role in the macro economy and makes it highly nonlinear at times ever, and in some ways, moreso. The theory of optimal monetary policy starts by specifying an objective function that represents economic welfare, that is, the well-being of households in the economy, and then maximizes this objective function subject to constraints that are provided by a model of the economy. Before the crisis, both the objective function and the model of the economy were based on the principles of the new neoclassical synthesis. The bad news is that we have just been through a once-in--hundred-year credit tsunami that has had a devastating impact on the economy that will last for years to come. The good news is that macro/monetary economists and central bankers do not have to go back to the drawing board and throw out all that they have learned over the last forty years. Much of the science of monetary policy remains intact. However, the essence of the optimal monetary policy and its stabilization policy is based on several basic principles that will be analysed in more detail within this paper.

Key words: *Monetary Policy, principles, inflation, price stability, Nominal Anchor, The Time-Inconsistency Problem, Expectations.*

Вовед

Првата дефанзивна линија во услови на финансиска криза и слаба економија е *политиката на каматни стапки на ФЕД*. Преку зголемување или намалување на квантумот на резерви што ги нуди на банкарскиот систем, ФЕД ќе може да ја намалува или зголемува федералната каматната стапка, која всушност е каматната стапка по која банките си позајмуваат една на друга. Со започнувањето на кризата во 2007 год., главните централни



банки агресивно ги релаксираа монетарните политики, што доведе до голем пад во референтните каматни стапки. Клучната каматна стапка на ФЕД се намали на 5,25% во септември 2007 год., во декември 2008 год. таа изнесуваше 0% и го задржа трендот од 0 до 1/4% и во 2009 год. Меѓутоа, кредитирањето сепак се замрзна и условите за земање на кредит значително се затегнаа, што значеше драстичен пораст на трошоците за кредитирање на домаќинствата и фирмите или онаа добро позната состојба на “liquidity trap” (ликвидносна стапица).¹ Имено, нултите каматни стапки не значат дека централните банки не располагаат со дополнителна „муниција“ за борба против дефлацијата и рецесијата. Тие се скоро ангажирани во т.н. „квантитативно релаксирање“ на монетарната политика, што практично значи зголемување на примарните пари за купување на финансиски инструменти или зголемување на нивните активи преку зголемување на нивните монетарни средства.

Профитабилноста на банкарскиот сектор, мерена преку показателот за поврат на капиталот во САД, продолжи да биде ниска за време на втората половина на 2009 год. Зголемените загуби на кредити продолжуваат да бидат најголемиот фактор за ограничување на добивките на банките (Bernanke, annual report, 2009). За време на 2009 год., банкарските холдинг компании емитуваа значаен износ на акционерски капитал. Голема емисија се појави за време на донесување на резултатите од спроведената програмата за супервизија на капиталните изгледи (*Supervisory Capital Assessment Program - SCAP*), кои индицираа дека некои фирми имаа потреба да го зголемат или подобрат квалитетот на својот капитал. Согласно на оваа програма ФЕД во блиска иднина мора да изврши супервизија на 5.000 фирми со капитал помал од 50 билиони во средства, со цел да се согледа потребата за зголемување на нивниот капитал, како последица од потенцијалните загуби во станбените и комерцијалните кредити во изминативе две години. „*Ние ќе продолжиме да градиме блиска соработка со помалите банки со цел да ја зајакнат својата финансиска моќ*“ (Bernanke, 6 мај 2010).²

Имено, дел од мерките на централните банки за стабилизирање на финансискиот систем кои се одвиваа на координативно глобално ниво беа: *проширување на депозитното осигурување, инјектирање на јавен капитал во банките, гарантирање на емитуван долг од банките и*

1) Economic Report of the President, transmitted to the congress, february 2010 together with the annual report of the council of economic advisers, United States, february 2010

2) Bernanke Sees “Reasons for Optimism” on Bank Credit, May 6,2010, Bloomberg



*зголемен пристап за финансирање од централните банки.*³ Овој силен и неверојатен одговор – кој е остар контраст за неуспехот на меѓународната координација што ја направи страшна депресијата од 1930 год. – се покажаа многу ефективни. Најголемите централни банки координираа на глобално ниво намалување на каматните стапки за 50 базични поени во октомври 2008 год., со обид да ја зголемат ликвидноста и да ја вратат довербата преку демонтирање дека се решени да дејствуваат агресивно и во насока на зголемување на ликвидноста на финансискиот сектор. Имено, каматните стапки останаа константни сè до декември 2008 год. во САД и во Јапонија и сè до пролетта 2009 год. во еврозоната и Велика Британија. Како што изјави Бернанке: „За да се поништат ефектите од кризата врз кредитните услови и пошироко во економијата во обем што е можен, Федералниот комитет на отворен пазар агресивно ја опушти монетарната политика“ (Декембар 2008). *Сепак, тие се потрудија доследно и вредно да си ја вршат својата дејност кредитор во крајна инстанца со цел да се сочуваат солвентноста и стабилноста на финансискиот систем, чиешто функционирање е клучно за обнова на економскиот раст.* Она што беше најголема предност во совладувањето на кризата беше *координирањето на монетарните политики и соработката помеѓу посебните централни банки.* Сепак, сите овие успешни монетарни мерки немаше да имаат успешен резултат доколку не беа земени предвид основните принципи без кои монетарната политика немаше да биде првата одбранбена линија во услови на финансиска криза и чие непочитување ќе доведеше до повторување на Големата Депресија од 1929 до 1933 година.

Основните принципи на кои се заснова оптималната монетарна политика

Согласно со обемената теоретска литература и емпириските докази врз основа на кои се заснова работењето на централните банки, Мишкин издвојува девет научни принципи за кои смета дека се пресудни за оптимално водење на монетарната политика и финансиската стабилност, а тоа се:⁴ (1) инфлацијата секогаш и насекаде е монетарен феномен; (2) ценовната стабилност има значајни бенефиции; (3) не постои долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата; (4) очекувањата играат клучна улога во детерминирањето на инфлацијата и во трансмисијата на монетарната политика на макроекономијата; (5) реалните каматни стапки мора да растат заедно со повисоката инфлација, односно Тејлоровото

3) *BIS Review 42/2010*

4) Frederic S. Mishkin (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons form the Crisis", Working paper 16 755, NBER, p.3-12



правило; (6) монетарната политика е предмет на проблемот на временска неконзистентност; (7) независноста на монетарната политика помага во подобрување на ефикасноста на монетарната политика; (8) образувањето на силно номинално сидро е од централно значење во остварувањето на добри монетарни резултати; (9) финансиските недоразбирања играат важна улога во бизнис циклусите. Првите осум принципи се битни елементи на она што се нарекува *нова неокласична синтеза* (New neoclassical synthesis, Goodfriend and King, 1997) и беа прифатени и признати од страна на речиси сите академски економисти и банкари.

Последниот принцип, кој гласи дека финансиските несогласувања играат значајна улога во бизнис циклусите, не е експлицитен дел од моделите за политичка анализа во централните банки, но беше добро разбран од страна на многу, иако не сите монетарни власти. Важноста да се истакнат овие принципи доаѓа од бројните дебати кои се распламтија со настанувањето на Големата Рецесија во август 2007 година, која успеа да го насочи аналитичкото светло и кон ефикасноста на монетарната политика и нејзината пресудна улога како прва дефанзивна линија во услови на финансиска криза.

Имено, сè до појавата на светската финансиска криза во 2007 година постоеше генерален консензус кај централните банки во поглед на најголем дел од елементите на монетарната стратегија и монетарната политика се сметаше како многу успешна во OECD земјите, не само со ниска инфлација, туку и со слаба варијабилност на инфлацијата. Покрај ова, варијабилноста во аутпутот значајно се намали во овие земји и периодот од раните 80-ти години на минатиот век беше наречен *Голема умереност* (Great Moderation). Потоа, започнувајќи во август 2007 година светот беше погоден од она што Alan Greenspan, поранешен гувернер на ФЕД, го нарече за време на сведоштвото во Конгресот „еднаш во векот кредитно цунами“ (*once-in-a-century credit tsunami*). Цунамито од финансиската криза во 2007-2009 година не само што ја срамни со земја економската активност и ги создаде најтешките светски економски падови од времето на Големата Депресија, туку, исто така, ја заслабна довербата во способноста на централните банки успешно да управуваат со економијата. Оттука, за да се оцени ефикасноста на монетарната политика во кратки црти ќе ги објасниме овие принципи и потоа ќе направиме краток осврт на стабилизацииските мерки на централните банки во рамките на сегашната кризата и лекциите кои следеа како последица на истата.

Инфлацијата е секогаш и секаде монетарен феномен. До 50-тите и 60-тите години на минатиот век поголем дел од макроекономистите имаа консензус во врска со макроекономските флукуации според



кои се минимизираше улогата на монетарните фактори. Значаен дел од овој консензус се должеше на последиците од Големата депресија и појдовните гледишта на Кејнз и неговото револуционерно дело во кое се нагласува дека намалувањето на агрегатната побарувачка е изворот на депресијата и дека улогата на фискалните фактори е можниот лек. Спротивно на ова истражување на Милтон Фридман и други економисти, што стана познато како „монетарната“ традиција (Friedman and Meiselman, 1963; Friedman and Schwartz, 1963 a, b) припиша поголем дел од економската слабост на депресијата на сиромашните одлуки на монетарната политика и генерално тврдеше дека растот на паричната маса беше клучна детерминанта на вкупната економска активност, а особено на инфлацијата. Со текот на времето ова истражување, како и предвидувањата на Фридман дека експанзивната монетарна политика во 60-тите на минатиот век ќе доведе до висока инфлација и високи каматни стапки (Фридман, 1968) имаше големо влијание врз економската наука, со тоа што речиси сите економисти се согласија со поговорката на Фридман дека „инфлацијата е секогаш и секаде монетарен феномен“ (Friedman 1963, p.17), сè додека инфлацијата се однесува на одржлив раст на нивото на цени (Mishkin, 2010a).⁵ Најважниот белег на оваа мисла беше дека монетарните власти станаа свесни дека нивната најголема одговорност е да ја држат инфлацијата под контрола.

Ценовната стабилност има значајни бенефиции. Со порастот на инфлацијата во 60-тите и 70-тите години на минатиот век, економистите, јавноста и политичарите започнаа да водат дискусија за високите трошоци на инфлацијата.⁶ Високата инфлација ја поткопува улогата на парите како средство за размена, со тоа што има улога на данок на готовината која домаќинствата и фирмите ја држат кај себе. На врвот од листата на

5) Иако инфлацијата може да се карактеризира како монетарен феномен, значајно е да се признае водството на фискалната политика во однос на монетарната политика кога постои фискална доминација, односно состојба кога државните буџетски дефицити стануваат толку големи што започнуваат да вршат значаен притисок врз монетарните власти да ја прошират понудата на пари со цел да ги исплатат државните трошоци (монетарно финансирање). Имено, монетарните власти ќе можат да ја држат инфлацијата под контрола само кога владите ќе водат одговорни и одржливи фискалните политики во кои нема да постои простор за фискална доминација. Вообичаениот став е дека фискалната доминација е ретка карактеристика на напредните земји, туку наместо тоа е исклучиво одлика на земјите во развој. Сепак, неодамнешните масивни државни буџетски дефицити во развиените земји и неподготвеноста на политичарите во овие земји да се справат со неодржливите фискални позиции може да индицира дека фискалната доминација е опасност дури и за напредните економии.

6) Fischer, 1993 and Anderson and Gruen, 1995.



недостатоци на инфлацијата се наоѓа и фактот дека опкружувањето со висока инфлација доведува до прекумерни инвестиции во финансискиот сектор, што им овозможува на одредени поединци и бизнисмени да избегнат дел од трошоците на инфлацијата. Инфлацијата доведува до неизвесност за релативните цени и идното ниво на цени, со што го отежнува донесувањето на правилни деловни одлуки на фирмите и поединците, а со тоа и значително редуцирање на економската ефикасност (Lucas, 1972; Briault, 1995). Интеракцијата на даночниот систем и инфлацијата, исто така, влијае врз зголемување на нарушувањата кои негативно влијаат врз економската активност (Feldstein, 1997). Неантиципираната инфлација предизвикува редистрибуција на богатството и високата инфлација има тенденција да биде придружена со варијабилна инфлација, овие нарушувања може да ги зголемат значително трошоците на позајмување. Конечно, некои домаќинства несомнено не ги разбираат целосно ефектите на генералниот тренд на цените – тоа значи тие може да страдаат од номинална илузија – што го прави финансиското планирање потешко.⁷ Вкупниот ефект на овие нарушувања станува целосно почитуван во текот на 70-тите на минатиот век и препознавањето на високите трошоци на инфлацијата доведе до ставот дека ниска и стабилна инфлација може да го зголеми нивото на ресурсите кои се продуктивно имплементирани во економијата.

Не постои долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата. Трудот што го публикуваа во 1960 година *Paul Samuelson and Robert Solow (1960)* тврдеше дека работата на A.W. Phillips (1958), која стана позната како Филипсова крива (Phillips curve), укажува на постоење на долгорочна замена помеѓу невработеноста и инфлацијата и дека оваа замена треба да биде земена предвид. Согласно со ова гледиште, креаторите на политиката ќе треба да одлучат помеѓу две конфликтни (натпреварувачки) цели – инфлацијата и невработеноста – и да одлучат колку висока стапка на инфлација ќе прифатат со цел да постигнат

7) Економската теорија имплицира дека инфлацијата може да биде или премногу висока или премногу ниска. Дискусијата ги истакна трошоците кои се поврзани со високата инфлација. Но, постојат, исто така, потенцијално важни трошоци кои се поврзани со стапките на инфлација кои се премногу ниски. На пример, Akerlof, Dickens and Perry (1996) укажуваат дека ниската номинална ригидност на платите може да резултира во сериозни тешкотии за економските перформанси во некои времиња кога инфлацијата е премногу ниска. Друго истражување покажа дека долната граница на номиналните каматни стапки која е блиску до нула може да ја намали економската ефикасност ако инфлацијата е премногу ниска (на пример, Reifschneider and Williams, 2000). Eggertsson и Woodford (2003) дискутираат за стратегии со кои ќе може да се одговори на проблемот со каматни стапки блиску до нула.

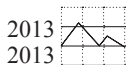


пониска стапка на невработеност. Всушност, Samuelson and Solow дури спомнуваат дека несовршената цел од стапка на невработеност од 3% би можела да биде постигната при она што тие сметале дека претставувало не толку висока стапка на инфлација од 4-5% на годишно ниво. Ова размислување било влијателно и веројатно имало придонес во силниот активизам во монетарните и фискални политики кои биле насочени кон доведување на економијата до нивоа на вработеност, кои гледано во ретроспектива, не биле одржливи. Впрочем, економската слика во доцните 60-ти преку 70-тите години на минатиот век не беше баш среќна: инфлацијата се забрзала со стапки на инфлација кои во САД и другите индустриски земји достигнале нивоа над 10% во 70-тите години, водејќи до она што се нарекувало *Големата инфлација* (“The Great Inflation”). Замената која беше предложена од Samuelson and Solow беше жестоко оспорена од страна на *Milton Friedman (1968) and Edmund Phelps (1968)*, кои независно тврделе дека не постои замена на долг рок помеѓу невработеноста и инфлацијата: наместо тоа, економијата ќе гравитира кон некоја природна стапка на невработеност на долг рок без оглед на тоа колку ќе изнесува стапката на инфлација. Со други зборови, долгорочната Филипсова крива ќе биде вертикална и секој обид да се намали невработеноста под нивото на природната стапка ќе резултира во повисока инфлација. Хипотезата на Friedman-Phelps за природната стапка на невработеност беше веднаш прифатена и влијателна, како и доволно брзо инкорпорирана во формалните економетриски модели. Оттука, централните банки го прифатија стојалиштето за “no-long-run-trade off”, според кое ниската инфлација значително придонесува за подобрување на ефикасноста, а оттука и за повисока вработеност на долг рок.

Очекувањата играат круцијална улога во макроекономијата.

Клучен аспект на Фридман-Фелпс хипотезата за природна стапка беше тоа дека одржливата инфлација може првично да ги збуни фирмите и домаќинствата, но на долг рок одржливата инфлација нема да ја зголеми вработеноста бидејќи очекувањата за инфлацијата ќе се приспособат за која било одржлива стапка на пораст на цените. Започнувајќи во раните 70-ти, револуцијата на рационалните очекувања беше лансирана во серија на документи од страна на Роберт Лукас (1972, 1973 и 1976 година) во кои тој покажа дека очекувањата на јавноста и пазарот за политичките акции имаат важни ефекти скоро врз секој сектор во економијата.⁸ *Теоријата*

8)Трудовите на Лукас постанаа многу влијателни во 1973 година, кога првпат беа презентирани на Карнеги-Рочестер конференцијата. Имајте на ум дека иако Muth (1961) ја воведо идејата за рационалните очекувања 10 години порано, неговата работа остана во голема мера незабележана сè до лансирањето на трудовите на Лукас.



за рационални очекувања нагласува дека економските агенти треба да бидат водени од оптимизирачко однесување, а со тоа и нивните очекувања за идните варијабли треба да бидат со оптимално предвидување (најдобра претпоставка за иднината) во кое се вклучени сите расположливи информации. Бидејќи оптимизирачкото однесување утврдено од страна на рационалните очекувања укажува дека очекувањата треба брзо да одговорат на нови информации, рационалните очекувања сугерираат дека долгиот рок може да биде доста краток, така што обидите да се намали невработеноста под стапката на природна невработеност може многу брзо да води кон повисока инфлација. Основниот увид во револуцијата на рационалните очекувања е дека очекувањата за идната монетарна политика имаат важно влијание врз еволуцијата на економската активност. Како резултат на ова, систематската компонентна на акциите на креаторите на монетарната политика – компонентната која може да биде антиципирана – игра клучна улога во водењето на монетарната политика. Поточно, управувањето со очекувањата за идната политика постана централен елемент во монетарната теорија согласно со скорешните синтензи на Michael Woodford (2003).⁹ И овој исказ има далекусежни импликации, на пример, во однос на типовите на систематско однесување на креаторите на политиката кои најверојатно се во склад со макроекономската стабилност и раст.¹⁰

Тејлоровото правило е потребно за ценовна стабилност.

Препознавањето дека економските резултати зависат од очекувањата на монетарната политика укажува дека оценувањето на политиката бара споредба на економските перформанси под различни правила на

9) Навистина, една импликација на рационалните очекувања во светот на флексибилни плати и цени беше предлогот за неефикасна политика, кој посочи дека ако монетарната политика е антиципирана нема да има реални ефекти врз аутпутот, туку само неантиципираната политика би можела да има значајно влијание. Покрај тоа што доказите за предлогот поврзан со неефикасна политика се покажаа слаби (Barro, 1977; Mishkin, 1982a,b,1983), револуцијата на рационалните очекувања што укажува на тоа дека влијанието на монетарната политика врз економијата е под значајно влијание на тоа дали инфлацијата е предвидена или не, стана широко прифатена.

10) Се разбира, препознавањето дека управувањето со очекувањата е централен елемент во монетарната политика го покренува во прв план кредибилитетот на монетарните власти да го направат она што тие велат дека ќе го направат. Тоа не ја намалува, сепак, важноста на акциите на монетарните власти бидејќи „делата зборуваат погласно од зборовите“. На монетарните власти ќе им се верува само ако тие преземат мерки кои ќе бидат конзистентни со начинот на кој сакаат очекувањата да бидат управувани.



монетарната политика.¹¹ Еден тип на правило кое има добиено огромно влијание во литературата претставува *Тејлоровото правило* (Taylor, 1993), кое ја опишува монетарната политика како поставување на каматна стапка за прекуноќ (overnight bank rate), на пример, “federal funds rate” во САД, како одговор на отстапувањата на инфлацијата од своето посакувано ниво или таргет (инфлационен јаз) и отстапувањето на аутпутот од неговото потенцијално ниво (производствен јаз). Taylor (1993) истакна дека правило од овој тип има пожелни својства и дека особено ќе ја стабилизира инфлацијата ако коефициентот на инфлациониот јаз е поголем од еден. Овој заклучок стана познат како *Тејлоров принцип* (Woodford, 2001) и наједноставно може да биде опишан преку тврдењето дека стабилизационата монетарна политика мора да ги зголеми номиналните каматни стапки за поголем износ отколку порастот на инфлацијата. Со други зборови, инфлацијата ќе остане под контрола само ако реалните каматни стапки се зголемат како одговор на зголемувањето на инфлацијата. Иако, Тејлоровото правило денес ни изгледа сосема очигледно, проценките на Тејлоровото правило, како оние на Clarida, Gali and Gertler (1998), индицира дека за време на 60-тите и 70-тите години на минатиот век многу централни банки, вклучувајќи ја и ФЕД, го прекршија Тејлоровото правило, што резултираше во Голема инфлација (Great Inflation) што многу земји ја искусија во текот на овој период.¹² Навистина, како што растеше инфлацијата во САД, така реалните каматни стапки се намалуваа.¹³

Проблемот на временска неконзистентност е релевантен за монетарната политика. Друг важен развој во науката на монетарната политика кој произлезе од револуцијата на рационални очекувања беше откритието за важноста на проблемот за временска неконзистентност во рамките на трудовите на Kydland и Prescott (1977), Calvo (1978), и Barro и Gordon (1983). Проблемот на временска неконзистентност може да настане ако монетарната политика која се спроведува на дискрециона, секојдневна основа доведе до влошување на долгорочните резултати,

11) Иако Лукас (1976) беше критика за тогашната – тековна практика на користење на економетриски модели за да се оценат специфичните политички акции, тоа доведува до заклучок дека анализата на монетарната политика треба да вклучува споредба на економските перформански кои произлегуваат од различни правила.

12) Спротивно на ова, Orphanides (2003) тврди дека ФЕД се придржувала на Тејлоровото правило, но водела премногу експанзивна политика во текот на овој период, главно поради големите и перзистентни погрешни перцепции во врска со нивото на потенцијален аутпут и природната стапка на невработеност.

13) На пример, проценките на Mishkin (1981, 1992).



наместо употребата на политичко правило. Особено политичарите може да западнат во искушение да ја искористат краткорочната замена на инфлацијата и невработеноста на Филипсовата крива, но приватните агенти, свесни за ова искушение, ќе ги приспособат очекувањата со цел да ја антиципираат експанзивната политика, така што тоа ќе резултира само во повисока инфлација без соодветно зголемување на вработеноста. Со други зборови, без механизам за целосна и цврста посветеност за остварување на зацртаните обврски (commitment mechanism), креаторите на монетарната политика може да постанат неспособни за доследно спроведување на оптималниот плат со текот на времето, така што оптималниот план може да биде временски неконзистентен и набрзо да биде напуштен. Верувањето во временската неконзистентност доведе до голем број на релевантни согледувања во врска со однесувањето на централната банка – како што е важноста за репутацијата (формализирано во концептот за *рамнотежен углед* – reputational equilibria) и институционалниот дизајн.

Независноста на централната банка ги подобрува макроекономските перформанси. Имено, потенцијалниот проблем со временската неконзистентност доведе до голем број на истражувања кои ја проучуваат важноста на институционалните карактеристики, кои можат да им го дадат потребниот механизам за посветеност на централните банки во борбата за ниска инфлација. Можеби најзначајното истражување беше она кое покажа дека независноста на централната банка, барем во некои димензии, е веројатно многу важна за одржување на ниска инфлација. Дозволата на централните банки да бидат независен инструмент, односно да го контролираат изборот на инструменти на монетарната политика може да им помогне во изолирање на краткорочниот притисок да се искористи замената помеѓу невработеноста и инфлацијата, а со тоа и да го избегнат проблемот за временска неконзистентност.¹⁴ Имено, докази ја потврдуваат претпоставката дека макроекономските перформанси се подобруваат кога централните банки имаат поголема независност. Кога централните банки во индустријализираните земји се рангирани од најмалку легално независни до најмногу легално независни земји, перформанските во инфлацијата се најдобри во земјите со најголема независност на централните банки

14) Пример за тоа како проблемот на временска неконзистентност може да се моделира како последица на политички притисок, види Mishkin and Westelius (2008). **Независноста**, исто така, ја изолира централната банка од миопијата која може да биде карактеристика на политичкиот процес. Покрај ова, независноста ја зголемува веројатноста дека централната банка ќе биде ориентирана кон иднината (forward looking) и соодветно ќе допушти долги задоцнување од акциите на монетарната политика до инфлацијата во поставувањето на нејзините политички инструменти.



(Alesina and Summers, 1993; Cukierman, 1993; Fischer, 1994; and surveys in Forder, 2000, and Cukierman, 2006).¹⁵ Покрај тоа што има силен пример за независноста како инструмент, сепак, тоа не постои во поглед на целите, способноста на централната банка независно да ги поставува сопствените цели на монетарната политика.

Во демократија, јавноста остварува контрола врз активностите на владата, па креаторите на монетарната политика се одговорни што бара целите на монетарната политика да бидат поставени од страна на избраната влада. Иако основните демократски принципи противречат на поставувањето на целите на монетарната политика од владата, прашањето за тоа дали треба да се постават цели за краток или среден рок е уште поконверзно од ова. На пример, аранжман во кој владата поставува стапка на инфлација на краток рок или таргет на девизниот курс, кои би се менувале секој месец или секој квартал, лесно би можело да води до сериозен проблем на временска неконзистентност во кој би преовладувале краткорочните цели.

Сепак, во практика, се чини дека овој проблем не е толку сериозен, на пример, во многу земји во кои владата поставува годишен таргет на инфлација, таргетот ретко се менува што е еднаш ќе се постигне стабилноста на цени. Имено, иако во теорија, владите би можеле да манипулираат со целите на монетарната политика во замена за остварување на политички краткорочни цели, тие, сепак, не се решаваат на тоа, особено ако процесот на поставување на цели е многу транспарентен.

Сепак, должината на задоцнување на монетарната политика до инфлацијата е техничко прашање што централната банка е добро поставена за да го утврди. Така, на пример, одлуката што е поврзана со тоа колку време е потребно инфлацијата да се врати на нејзиното долгорочно ниво, неминовно бара проценка и експертиза во однос на природата на процесот на инфлација и неговата интеракција со реалната активност.

15) Една студија на случај, која обезбедува зачудувачки пример за придобивките на независноста се појави со доделување на инструментот на независност на Банката на Англија, во мај 1997 година (Mishkin and Posen, 1997; Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen, 1999); Пред тој ден, канцеларот на касата (министерот за финансии) го постави инструментот на монетарната политика, а не Банката на Англија. Во текот на 1995-1996 година, стапката на инфлација на мало во Велика Британија (RPIX) беше приближно блиску до 3%, но распонот помеѓу приносите на номиналните и индексирани обврзници со рок на траење од 10 години, беа значително повисоки и се движеа во соодветен интервал од 4 до 5%, одразувајќи ги инфлаторните очекувања на инвеститорите и надоместувачките премии за проценетиот ризик во 10-годишниот хоризонт. Имено, очекуваната инфлација значително се намали на денот кога владата ја објави независноста на Банката на Англија и оттогаш тие останаа на значително пониско ниво.



Оваа потреба за проценка и експертиза тврди дека централната банка треба да постави сет на среднорочни цели, бидејќи брзината со која ќе може да ги оствари нив зависи од задоцнувањата на монетарната политика. За тоа дали централната банка или владата треба да ги постави среднорочните таргети на инфлацијата, останува отворено и понатаму отворено прашање за дискусија.

Кредибилната посветеност на номинално сидро промовира ценовна и производствена стабилност. Неспособноста на монетарната политика да ја зголеми вработеноста на долг рок, важноста на очекувањата, придобивките на ценовната стабилност и проблемот со временската неконзистентност се причините поради кои кредитбилната посветеност на номинално сидро, односно стабилизацијата на номиналните варијабли како што се стапката на инфлација, понудата на пари или девизниот курс, е круцијална за водење на успешна монетарна политика. Институционалната посветеност на ценовна стабилност преку воспоставувањето на номинално сидро обезбедува рамнотежа на проблемот на временска неконзистентност, бидејќи ја зголемува јасноста дека централната банка мора да се фокусира на долг рок и оттука да одолее на искушението да следи краткорочни експанзивни политики кои се неконзистентни со номиналното сидро. Посветеноста на номинално сидро може, исто така, да ја охрабри владата да ја зголеми фискалната одговорност и на тој начин да ја поддржи ценовната стабилност. На пример, постојаните фискални нерамнотежи, во отсуство на силно номинално сидро, доведоа некои држави, особено во помалку развиението економии, да прибегнат кон инфлаторен данок – издавање/печатење на пари за да се платат добра и услуги што води кон поголема инфлација и со тоа неконзистентност со стабилноста на цените. Посветеноста на номинално сидро, исто така, доведува до политички акции кои промовираат ценовна стабилност, која пак помага во промовирање на економската ефикасност и раст.

Кредибилната посветеност на номинално сидро помага да се стабилизираат инфлаторните очекувања, со што се намалува веројатноста од појава на “inflation scares” (страв од инфлација), во рамките на кој доаѓа до брз скок на очекуваната инфлација и каматните стапки. (Goodfriend, 1993). Стравот од инфлацијата доведува до лоши економски резултати, бидејќи порастот на инфлаторните очекувања не само што води до повисока фактичка инфлација, туку и до затегнување на монетарната политика кое има за цел да ја доведе инфлацијата под контрола, што често доведува до голем пад во економската активност. Оттука, кредитбилната посветеност на номинално сидро претставува клучен елемент во успешното управување со очекувањата и клучна карактеристика на новата неокласична синтеза



(Goodfriend and Kind, 1997; Clarida, Gali, and Gertler, 1999; Woodford, 2003). Успешната посветеност на номинално сидро доведе до создавање не само на постабилна инфлација, туку и до пониска нестабилност на аутпутот. (Fatás, Mihov, and Rose, 2007; Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2002, 2007). Посветеноста на номинално сидро, исто така, може да помогне да се стабилизира производството и вработеноста. Поточно, во состојба на контрацикличен шок на страната на побарувачката, монетарните власти ќе одговорат со намалување на краткорочните номинални каматни стапки.

Меѓутоа, ефикасноста на таквите политички акции може да биде спречена, доколку долгорочните очекувањата на инфлацијата не се цврсто вкоренети. На пример, ако приватниот сектор стане помалку сигурен за долгорочните изгледи на инфлацијата, тогаш зголемувањето на премијата за инфлаторен ризик може да ги зголеми долгорочните каматни стапки за многу поголем износ од зголемувањето на очекувана инфлација. Повисоката премија за инфлаторен ризик ќе направи нагорен притисок на реалниот трошок за долгорочно финансирање на домаќинствата и фирмите (чии должнички договори се скоро секогаш изразени во номинални услови) и со тоа делумно може да го неутрализира директниот монетарен стимул. Така, поставеноста на централната банка која цврсто ги вкотвува долгорочните очекувања на инфлацијата, може да направи важен придонес кон ефикасноста на мерките на монетарната политика, кои се канализирани кон стабилизирање на економската активност во услови на негативен шок на страната на побарувачката.

Финансиските фрикции имаат значајна улога во бизнис циклусот. Истражувањата кои покажаа како асиметричните информации можат да го попречат ефикасното функционирање на финансискиот систем (Akerlof, 1970; Mayers and Majluf, 1984; and Greenwald, Stiglitz, and Weiss, 1984) укажуваат на важна врска помеѓу флукуациите на бизнис циклусот и финансиските фрикции (недоразбирања). Кога шоките на финансискиот систем ќе овозможат пораст на информационата асиметрија до степен што финансиските фрикции се зголемуваат драматично, тоа доведува до финансиска нестабилност и неможност на финансискиот систем ефикасно да ги канализира средствата до оние субјекти кои имаат продуктивни инвестициски можности, што доведува до сериозна економска криза (Mishkin, 1997).

Разоткривањето на трудовите на Irving Fisher's (1933) за Големата депресија доведе до препознавање на фактот дека финансиската нестабилност одиграла централна улога во колапсот на економската активност во тој период (Mishkin, 1978; Bernanke, 1983; and Calomiris, 1993) и тоа значително ја проширила литературата за улогата на финансиските



фрикции во флукуациите на бизнис циклусите. Емпириските докази, исто така, силно го поткрепија стојалиштето дека најтешките економски падови на бизнис циклусите се секогаш придружени со финансиска нестабилност, не само во развиените земји, туку и во земјите во развој (Mishkin, 1991, 1996). Дури и пред кризата, повеќето централни банки имаа свесност дека финансиските нарушувања можат да бидат многу штетни за стопанството и ова ги објаснува вонредните и неконвенционални мерки кои централните банки ги преземаа во текот на сегашната криза со цел да ги поткрепат и зајакнат финансиските пазари (Mishkin, 2011).

Заклучок

Првата дефанзивна линија во услови на финансиска криза и слаба економија е политиката на каматни стапки на независната ФЕД. Имено, дел од **мерките на централните банки за стабизирање на финансискиот систем** кои се одвиваа на координативно глобално ниво беа: *проширување на депозитното осигурување, инјектирање на јавен капитал во банките, гарантирање на емитиран долг од банките и зголемен пристап за финансирање од централните банки.*¹⁶ Овој силен и неверојатен одговор – кој е остар контраст за неуспехот на меѓународната координација што ја направи страшна депресијата од 1930 год. – се покажаа многу ефективни. Најголемите централни банки се координираа на глобално ниво со намалување на каматните стапки за 50 базични поени во октомври 2008 год., со обид да ја зголемат ликвидноста и да ја вратат довербата преку демонстрирање дека се непоколебливо решени да дејствуваат агресивно и во насока на зголемување на ликвидноста на финансискиот сектор. Сепак, во сржта на овој глобален монетарен успех лежи верноста на централните банки кон основните принципи на монетарната политика, свесноста на монетарните власти за нивната непроценлива важност и цврстата и кредибилна посветеност кон имплементирање на мерки кои ќе бидат во целосна сообразност со овие принципи и ќе дадат позитивен сигнал за водење на оптимална монетарна политика.

Користена литература

- Frederic S. Mishkin (2011): "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis", Working paper 16 755, NBER, p.3-12
- Reifschneider, David, and John C. Williams (2000). "Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32 (November, Part 2), pp. 936- 66
- Adrian, Tobias and Hyun Shin (2009) "Money, Liquidity and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol 99, No. 2: 600-605

16) BIS Review 42/2010



- Akerlof, George A., William T. Dickens, George L. Perry, Robert J. Gordon, and N. Gregory Mankiw (1996). “The Macroeconomics of Low Inflation,” *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1996 (no. 1), pp. 1-59
- Anderson, Palle, and David Gruen (1995). “Macroeconomic Policies and Growth,” in Palle Anderson, Jacqueline Dwyer, and David Gruen, eds., *Productivity and Growth: Proceedings of a Conference held at the H.C. Coombs Centre for Financial Studies, Kirribilli, Australia, July 10-11*. Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 279-319
- Calvo, Guillermo A. (1978). “On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy”, *Econometrica*, vol. 46 (no. 6), pp. 1411-28
- Clarida, Richard, Jordi Galí, and Mark Gertler (2000). “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 115 (February), pp. 147-80
- Gali, Jordi, and Mark Gertler (forthcoming). “Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation”, *Journal of Economic Perspectives*