



UNIVERZITET U NIŠU  
EKONOMSKI FAKULTET  
Časopis "EKONOMSKE TEME"  
Godina izlaza XLVI, br. 1, 2008., str. 105-123  
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš  
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 523 268

## KOMUNIKACIJA CENTRALNE BANKE

**Mr Borivoje D. Krušković\***

**Rezime:** *Komunikacija i transparentnost centralne banke su međusobno uslovljene. Najvažnije sredstvo komunikacije predstavlja Izveštaj o inflaciji. U njemu se objašnjavaju ciljevi monetarne politike (stopa inflacije u srednjoročnom vremenskom horizontu), makroekonomski uslovi koji je determinišu, instrumenti koji se koriste za ostvarenje ciljne stope inflacije, eventualna ograničenja monetarne politike, kao i razlozi za potencijalna odstupanja od cilja.*

**Ključne reči:** *komunikacija centralne banke, transparentnost, monetarne strategije, inflaciono targetiranje*

### Uvod

Ovaj rad, *Komunikacija centralne banke*, sadržaće dve glave. U njima će se opisati važnost i značaj komunikacije centralne banke kao i uloga strategije monetarne politike. Komunikacija sa javnošću može imati veliki uticaj na formiranje očekivanja javnosti i reakcije finansijskih tržišta. Uspesna komunikacija je jedan od najvećih izazova za monetarnu politiku. Što su centralne banke ubedljivije u objašnjavanju javnosti razloga zbog kojih su doneli određene odluke monetarne politike, to će njihova monetarna politika biti efikasnija. Zato centralne banke objavljuju i izlažu sudu javnosti i tržištima obimne informacije o svojoj strategiji, analizama i odlukama. Mogu se razlikovati bar četiri šire grupe pitanja o kojima centralna banka može, u većoj ili manjoj meri, da komunicira sa javnošću. Prva grupa pitanja je interpretacija ekonomskih uslova od strane centralne banke, uključujući i njen stav o izgledima za budućnost. Druga grupa pitanja je sadržaj političkih odluka koje je donela centralna banka o tekućim operativnim ciljevima. Treći, mogući vid komunikacije, bio bi opis (koji može biti manje ili više

---

\* UDK 336.711; Stručni članak  
Primljeno: 22.02.2008.

eksplicitan) strategije kojom se centralna banka rukovodi u donošenju odluka. Četvrti tip komunikacije govori o mogućoj budućoj politici, u svetlu trenutne situacije, što ne znači nužno da će doći do promene politike. Takođe, biće opisane i različite teorije o transparentnosti (teorija jednostavnosti, korespondentna teorija i koordinaciona teorija) i definisan pojam strategije monetarne politike.

## **Glava 1. Važnost komunikacije centralne banke**

### **1. Opšti zahtevi potrebni za komunikaciju centralne banke**

Uspesna komunikacija je jedan od najvećih izazova za monetarnu politiku. Što su centralne banke ubedljivije u objašnjavanju razloga zbog kojih su donele određene odluke monetarne politike, to će njihova monetarna politika biti efikasnija. Zato centralne banke objavljuju obimne informacije o svojoj strategiji, analizama i odlukama.<sup>1</sup>

Međutim, iskustvo pokazuje koliko je teško komunicirati sa javnošću i preneti joj sve informacije relevantne za proces odlučivanja na način koji je jasan i razumljiv. Politika komunikacije neke centralne banke je zato suočena sa zadatkom da prenosi neophodne informacije jasno i sa odgovarajućim naglaskom na suštinu. Transparentnost znači da se odluke monetarne politike moraju preneti društvu, a ne da budu ostavljene centralnoj banci.

Centralna banka mora, takođe, da obavesti javnost da su odluke monetarne politike kompleksne i da je okruženje monetarne politike nesigurno i da se stalno menja. Postoji nesigurnost u vezi sa preovlađujućim ekonomskim modelom i prirodom i stepenom ekonomskih šokova koji pogađaju centralnu banku. Jedan od pristupa bi bio korišćenje preciznih, nedvosmislenih reči da se prikažu kompleksne činjenice, a da se ne stekne utisak da je svet jednostavniji i sigurniji nego što ustvari jeste.

Neophodan je ravnotežni pristup između jasnih i jednostavnih poruka na jednoj strani i adekvatnog prenosa kompleksnosti informacija na drugoj strani, što je stalan izazov za komunikaciju centralne banke. Dodatna teškoća nastaje zbog potrebe da se centralna banka obrati raznim ciljnim grupama, uključujući stručnu javnost, finansijska tržišta, političare i široku javnost. Centralna banka nije samo dužna da ispuni svoj mandat; ona mora da društvu pruži ubedljive razloge za odluke monetarne politike.

---

<sup>1</sup> Issing, O., Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century, Federal Reserva Bank of St. Louis Review, (2005), strp. 72.

### 2. Predmet komunikacije centralne banke

Mogu se razlikovati bar četiri grupe pitanja o kojima centralna banka može, u većoj ili manjoj meri, da komunicira sa javnošću.<sup>2</sup> Prva grupa pitanja je interpretacija ekonomskih uslova od strane centralne banke, uključujući i njen stav o izgledima za budućnost. Centralne banke obično imaju veliki broj istraživača koji sakupljaju i analiziraju informacije o tekućim ekonomskim kretanjima, što predstavlja input za odluke monetarne politike. Prognoze centralne banke utiču i na tačnost predviđanja stanja u ekonomiji od strane privatnog sektora. Druga grupa pitanja je sadržaj odluka monetarne politike koje je donela centralna banka o tekućim operativnim ciljevima. Treći, mogući vid komunikacije, bio bi opis (koji može biti manje ili više eksplicitan) strategije kojom se centralna banka rukovodi u donošenju odluka. Četvrti tip komunikacije govori o mogućoj budućoj politici, u svetlu trenutne situacije, što ne znači da će do promene politike i doći.

Sve su ovo tipovi komunikacije za koje javnost može biti zainteresovana, a opšta opredeljenost za veću transparentnost traži veću eksplicitnost o svim ovim pitanjima. Opšta strategija centralne banke treba da "služi opštem dobru" u bilo kakvim okolnostima, odnosno da dovede do niže prosečne stope inflacije. Da bi se ostvario maksimum od opšte strategije, posledice odluka moraju biti objašnjene javnosti, iznoseći čak i rizike sa kojima se suočava centralna banka.

Zato što se način na koji će opšta strategija biti implementirana u praksi ne može svesti na jedno izričito pravilo, tekuća komunikacija od strane centralne banke igra važnu ulogu u pojašnjavanju posledica opšte strategije. Vremenom, posmatranje dovoljnog broja određenih situacija koje su se već dogodile treba da pomogne privatnom sektoru da shvati funkciju reakcije centralne banke.

Nešto drugačiji način na koji centralna banka prenosi informacije o budućoj politici je kroz direktne izjave o budućim akcijama. Takve izjave verovatno neće sadržati izjave o opštem pravilu za ponašanje i najverovatnije će se samo odnositi na buduću politiku centralne banke u kratkom roku.

---

<sup>2</sup> Woodford, M., Central Bank Communication and Policy Effectiveness, Columbia University, (2005), strp. 8.

### **3. Važnost komunikacije centralne banke**

Značaj strategije komunikacije za efikasnost monetarne politike proističe iz fundamentalnih karakteristika problema za čije rešenje je odgovorna centralna banka. Posledično, postoji dobar razlog da se centralna banka posveti sistemskom pristupu politici koji, ne samo da obezbeđuje eksplicitni okvir za odlučivanje, već se, takođe, koristi za objašnjavanje odluka banke javnosti.

Za javnost je važno da razume akcije centralne banke u najvećoj mogućoj meri, ne samo zbog demokratskog legitimiteta, već da bi i monetarna politika bila najdelotvornija. Mali broj centralnih banaka najrazvijenijih industrijskih zemalja još uvek malo koristi kontrolu kredita ili pokušava da direktno reguliše tok novčanih sredstava kroz finansijska tržišta ili institucije. Povećanje sofisticiranosti finansijskih sistema je znatno otežalo delotvornost takve kontrole i poboljšanje efikasnosti sektorske alokacije resursa bi takve kontrole jedva opslužile, što neminovno stvara poremećaje u različitim delovima ekonomije.<sup>3</sup>

Ono kako javnost shvata i razume, ne samo ono što centralna banka trenutno radi, već i šta se može očekivati da banka uradi u budućnosti, jeste kritično za delotvornost politike. Tvrdi se da je dovoljno da centralna banka sistematski sledi zdravu politiku bez potrebe da je objašnjava javnosti. Ako pretpostavimo racionalna očekivanja javnosti, proističe da bi trebalo izvući sistemski obrazac o načinu na koji se sprovodi politika iz posmatranog ponašanja centralne banke. Ne bi bilo mudro izabrati ni politiku čiji uspeh zavisi od toga da je javnost ne razume.

Nije dovoljno da centralna banka ima zdrave ciljeve (koji odražavaju ispravnu analizu društvenog blagostanja), da gradi politiku na sistematski način koristeći pravi model za ekonomiju i da ima obučeno osoblje da obavlja numeričke optimizacije i da sve ovo treba da objasni javnosti. Po pravilu, najefikasnija politika (najbolji ishod u skupu mogućih ravnoteža između razumnog zaključivanja i očekivanja) zahteva da se politika sprovodi na način koji zavisi od istorije, tako da politika u svako doba ne zavisi samo od sadašnjih uslova (i onoga što se smatra mogućim da se ostvari od sada pa nadalje), već i od prošlih uslova, mada oni više ne ograničavaju ono što je moguće postići u sadašnjosti.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Ibid, стр. 2 – 3.

<sup>4</sup> Ibid, стр. 7.

### 4. Ex – ante komunikacija centralne banke

Samo uspostavljanje kanala komunikacije predstavlja komunikaciju ex – ante, sa ciljem da se napravi okvir za objavljivanje.

Takva vrsta komunikacije predstavlja očiglednu platformu sa koje se procene centralne banke o ekonomskim i finansijskim izgledima mogu preneti javnosti i finansijskim tržištima, na razumljiv način. Sama priroda ovih komunikacija služi u dve svrhe. Prvo, one doprinose da akcije centralne banke budu osetljive na ugled centralne banke, a time promovišu kredibilitet politike. Drugo, one obezbeđuju koherentnu institucionalnu strukturu kako bi se osiguralo opšte znanje o analizama i namerama centralne banke.

Akademski literatura detaljno razmatra oba pitanja. Efikasno kreiranje politike uvek zahteva izvestan stepen diskrecionog ponašanja. U principu, to znači da, ako pravi ciljevi centralne banke treba da se, zbog nekih razloga, razlikuju od njenih najavljenih namera, ona može iskoristiti prostor za diskreciono ponašanje u postizanju svojih ciljeva, a da se to odmah ne otkrije.

Sagledana iz perspektive finansijske stabilnosti, ex – ante transparentnost može čak da igra važniju ulogu kao provera akcija centralne banke. Kreatori politike, na ovoj instanci, treba da obezbede mrežu finansijske sigurnosti ex – ante, ali da intervenišu da spasu finansijske institucije ex – post. Veća transparentnost u vezi sa ciljevima i namerama finansijske stabilnosti doprinosi potencijalnom gubitku stečenog ugleda centralne banke. Za razliku od monetarne politike, gde se reputacija kreatora politike stiče sporo, a gubi brzo, finansijske krize su ekstremni događaji male verovatnoće gde su troškovi veliki i neposredni. Pored toga, kada centralna banka često nije sigurna u sistemske rizike, rizikuje da okrnji svoj ugled kada deluje onda kada intervencija nije opravdana ili kada ne uspe da deluje u vezi sa nečim za šta se kasnije ispostavi da je bila sistemska kriza.<sup>5</sup>

Stil i oblik komunikacije centralne banke je izuzetno važan za njenu sposobnost da prenese svoje namere. Publikacije centralne banke pružaju jasne informacije. Ne samo da svaki ekonomski akter na tržištu razume sadržaj, nego može u dobroj meri biti siguran da je javnost kao celina shvatila glavne informacije. Ova strategija komunikacije je suprotna alternativnoj strategiji komunikacije koja se više oslanja na govore i izjave kreatora politike koje daju u različitim prilikama. Mada govori mogu da prenesu koherentnu poruku, priroda komunikacije ostavlja otvorenu

---

<sup>5</sup> Prasanna Gai, Australian National University and Hyan Song Shin, London School of Economics, *Transparency and Financial Stability*, Financial Stability Review, (2003), str. 92

mogućnost da neki ekonomski agenti ne uspeju da u potpunosti razumeju informacije.

Ex – ante komunikacija o opštoj nameri politike je snažno oruđe koje dozvoljava javnosti da ispita akcije centralne banke. Ali, ona je osetljiva na obim i oblik objavljivanja informacija. Po pravilu, nije moguće izraziti namere politike u potpunosti, a fragmentirana komunikacija može da pogorša koordinaciju problema na finansijskim tržištima preteranim reagovanjem na javne informacije.

### **5. Ex – post komunikacija centralne banke**

Centralna banka ima informacionu prednost u odnosu na ostale učesnike tržišta. Pretpostavimo, na primer, da centralna banka ima osetljivu informaciju o finansijskim entitetima koja nije dostupna ostalim učesnicima na tržištu. Tako je ona u nadmoćnom položaju. Time što može objaviti informaciju o finansijskim uslovima nekog pojedinačnog entiteta, ona može da obeshrabri finansijske institucije da se angažuju u preterano rizičnim aktivnostima.

Mada je argument da objavljivanje može obeshrabriti banke i druge finansijske entitete da se uključe u preterano rizične aktivnosti veoma snažan, on vodi ka riziku limitiranja sposobnosti kreatora politike da reaguje fleksibilno na događaje. Optimalna monetarna politika ne može biti apsolutno transparentna – izvestan stepen diskrecije je nužan u monetarnoj politici kako bi se obezbedilo efikasno donošenje odluka u makroekonomskom okruženju koje se veoma brzo menja. Na taj način, centralna banka možda treba da bude selektivna u svojim ex – post objašnjenjima. Problemi vremenske nekonzistentnosti i moralnog hazarda kreatora politike će verovatno oslabiti ako postoje jasni ex – ante kanali komunikacije centralne banke.<sup>6</sup>

Objavljivanje specifične informacije (npr. o firmama i finansijskim entitetima) može ublažiti moralni hazard i unaprediti disciplinu tržišta. Takva objavljivanja, međutim, iako pogoršavaju neuspešnost koordinacije na tržištima, mogu da imaju štetne posledice za realnu ekonomiju. Osetljivost tržišnih očekivanja sugeriše da kreatori politike možda treba da budu selektivniji kada su u pitanju objavljivanja ove vrste.

Izgleda gotovo nemoguće naći pravo vreme da centralna banka upozori na neetičko ponašanje. Ako upozori prerano, centralnu banku optužuju da se meša u ocenjivanje i da ide isuviše brzo, kada su neizvesnosti

---

<sup>6</sup> Ibid, strp. 94.

## Komunikacija centralne banke

---

isuviše velike da bi dopustile takvu pretpostavku. Upozori li prekasno, opet optužuju centralnu banku da nije ispunila svoje dužnosti i da dozvoljava da dođe do nestabilnosti na tržištu. Međutim, kada tržišne cene daju signale koji su u konfliktu sa fundamentalnim načelima monetarne politike, takve kontradikcije centralna banka može da stavi na uvid tržištu.

Da bi disciplina tržišta bila delotvorna, tržište mora da ima dovoljno informacija, sposobnost da ih obradi, prave podsticaje da ih ispuni i mehanizam koji će da održava disciplinu. U širem smislu, ovom spisku se može dodati uslov da tržišne informacije moraju da izvedu činioci čija je motivacija usko povezana sa problemima koji leže u osnovi discipline tržišta.

Mada je transparentnost snažno oruđe za ograničavanje moralnog hazarda investitora, ali i vlade, ona može da bude mač sa dve oštrice. Efikasnost komunikacije zavisi od institucionalnog okvira, horizonta odlučivanja, očekivanja ekonomskih agenata i od ograničenja koja oni mogu postaviti na fleksibilnost kreatora politike. Sa gledišta centralne banke, sugerise se da, dok platforma sa koje se šire informacije mora biti koherentna i otvorena, samo objavljivanje možda treba da bude selektivno. Koristi od smanjenja moralnog hazarda ex – ante treba da budu odmerene u odnosu na rizike stvaranja moralnog hazarda ex – post.<sup>7</sup>

### 6. Izveštaj o inflaciji

Na povećanje transparentnosti u velikoj meri je uticala i utiče praksa objavljivanja Izveštaja o inflaciji (Inflation Report), što je uobičajeno za zemlje koje su prihvatile inflaciono targetiranje kao monetarnu strategiju. Izveštaj o inflaciji predstavlja najvažnije sredstvo komunikacije između centralne banke, tržišta i javnosti. U njemu se objašnjavaju ciljevi monetarne politike, targetirana stopa inflacije, instrumenti koji se koriste za ostvarenje definisanih ciljeva, eventualna ograničenja monetarne politike, kao i razlozi za moguća odstupanja od definisanog cilja. Takođe, sadrži analizu makroekonomskih kretanja koja determinišu targetiranu stopu inflacije, objašnjenje razloga za donošenje odluka monetarne politike, ocenu efikasnosti monetarne politike i analizu potencijalnih rizika koji se nalaze na putu ostvarenja definisanih ciljeva.

Izveštaj o inflaciji sadrži sledeće:

---

<sup>7</sup> Ibid, strp. 98.

- osnovne determinante inflacije;
- prognozu inflacije i pretpostavke na kojima se zasniva;
- daje objašnjenje zašto su (ili nisu) promene monetarne politike bile nužne i
- daje objašnjenje očekivanih efekata promena u monetarnoj politici.

Izveštaj o inflaciji ima nekoliko prednosti:

- olakšava javnosti i tržištima da shvate i razumeju akcije centralne banke u pogledu ostvarivanja definisanih ciljeva monetarne politike;
- omogućava javnosti i tržištima da vide da li se ostvaruju prognoze i u kom obimu i
- povećava odgovornost centralne banke s obzirom da se može naći na udaru kritike javnosti ukoliko ne uradi dobre prognoze.

## **Glava 2. Komunikacione strategije monetarne politike**

### **1. Uloge strategija monetarne politike**

Postoji nekoliko načina da se definiše značenje pojma strategije monetarne politike. U užem smislu, strategija monetarne politike jednostavno odražava način na koji kreatori monetarne politike transformišu (koriste) informacije o stanju i funkcionisanju privrede (podatke, modele) u odluke o politici, kako bi ostvarili postavljene ciljeve politike. Ovo korišćenje informacija, ili "funkcija reakcije", je veoma složeno tako da nije moguće da se pruži jedan jedinstven i potpun opis cilja. U ovom slučaju, prvi izvor dvosmislenosti i netransparentnosti se pojavljuje između stvarne monetarne politike koju sprovodi centralna banka i načina na koji kreatori politike ili ekonomski agenti shvataju monetarnu politiku. To znači da ne treba da postoji jedinstven i jednostavan način da se opiše složeno korišćenje stvarne monetarne politike ili pravilo odluke.<sup>8</sup>

Druga, šira definicija strategije monetarne politike je pre sistemski okvir monetarne politike za organizovanje i strukturiranje informacija i analizu nego funkcija reakcije monetarne politike koja propisuje direktne ili mehaničke veze odluka politike sa određenim ekonomskim varijablama. U ovom kontekstu, strategija monetarne politike ima dvostruku namenu. Prvo, ona predstavlja interni okvir za obradu i procenu informacija i na taj način obezbeđuje osnovu za efikasno odlučivanje. Dakle, strategija monetarne

---

<sup>8</sup> Winkler, B., *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, European Central Bank, Working Paper 26, (2000), strp. 15.



### **Komunikacija centralne banke**

---

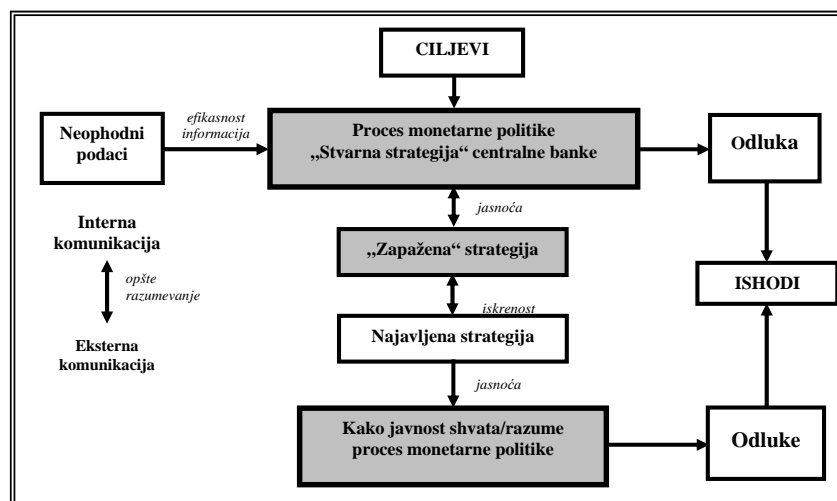
politike je usmerena na efikasnost informacija. Druga funkcija strategije monetarne politike jeste da obezbedi okvir za komunikaciju, tj. mehanizam za transmisiju informacija i eksterno – kada objašnjava monetarnu politiku javnosti – i interno – kada monetarni odbor donosi odluke. Cilj jasne i efektivne eksterne komunikacije ne mora da se podudara sa potrebom za efikasnošću informacija za interno odlučivanje i internu komunikaciju.

Bilo da se radi o užoj ili široj definiciji strategije monetarne politike, kako u pogledu obrade informacija, tako i u pogledu komunikacione uloge, krajnji uslov za strategiju je "efikasnost cilja". Tako bi cela analiza trebalo da utvrdi kako efikasnost informacija i efektivna komunikacija, za uzvrat, doprinose krajnjem cilju monetarne politike.

Ekonomisti najčešće koriste užu definiciju strategije monetarne politike, u smislu optimalnih pravila (koji su izraženi bilo kao instrumenti ili krajnji ciljevi). U tom slučaju, transparentnost jednostavno zahteva da kreator politike otkrije sve informacije koje imaju, uključujući i svoje pravilo politike ili funkciju reakcije politike. Praktično, kreator politike je sklon da tvrdi da je problem monetarne politike tako složen da je beznadežno čak i da se pokuša napisati taj problem i, čak da je to i moguće, problem koji bi nastao kao rezultat, bio bi isuviše komplikovan za razumevanje.

Ovakve izjave podupiru razlikovanje efikasnosti informacije u procesu monetarne politike i efektivne komunikacije toga procesa (sa dodatnim zahtevima za jasnoćom, poštenjem i opštim razumevanjem). Ovo, takođe, sugerise da potpuna transparentnost u procesu kreiranja stvarne monetarne politike, za razliku od ekonomskih modela, u praksi neće moći biti postignuta. Postoje prirodne granice (i subjektivnost) za bilo kakav opis procesa monetarne politike. Na taj način, proces stvarnog kreiranja monetarne politike – u kome su podaci, modeli, procene, preferencije, procedure i odluke implementirane u politiku – je zaista složen.

Slika 1.1. Strategija monetarne politike i komunikacija



Prilagođeno prema **Izvor:** Bernhard Winkler (2000), "Which kind of Transparency? On the need for clarity in Monetary policy – making", Working Paper Series, br. 26, European Central Bank

Slika 1.1. daje stilizovan prikaz različitih internih i eksternih dimenzija strategija monetarne politike i načina na koji se odnose na različite pojmove transparentnosti. Gornja slika – u horizontalnom smeru – predstavlja interne aktivnosti centralne banke u analizi obrade podataka i odlučivanja. Ona opisuje transformaciju (korišćenje) podataka kao input u proces kreiranja monetarne politike i ciljeve centralne banke kao rezultat toga procesa. Sva tri pojedinačna elementa – prikupljanje podataka, donošenje odluka i objavljeni ciljevi centralne banke – mogu da se posmatraju javno, provere i sažmu bez veće teškoće. Ovo važi i za krajnji ekonomski ishod koji će biti determinisan odlukama centralne banke, ali i ostalih ekonomskih agenata.

Poželjnost za transparentnošću u ovim dimenzijama je relativno nekontroverzna. Ostaje spor oko stepena preciznosti u definisanju ciljeva i stepena do kojeg centralne banke objavljuju svoje informacije o makroekonomskim kretanjima u odnosu na privatni sektor. Asimetrične informacije mogu ići u suprotnom pravcu, tj. privatni sektor može imati bolje informacije nego što ih ima centralna banka.

Osenčena polja u sredini Slike 1.1. se odnose na sve aktivnosti u procesu kreiranja monetarne politike, što ne može biti konačno verifikovano i sa čime se ne može lako komunicirati. Ovo se odnosi na interpretaciju

## Komunikacija centralne banke

---

informacija i procene u toku transformisanja podataka i ciljeva u odluke. Strategija stvarne monetarne politike ne može se uraditi tako da bude potpuno transparentna ili potpuno razrešena, već, u najboljem slučaju, da bude približno objašnjena pomoću nekog pojednostavljenog ili subjektivnog opisa. Strategija monetarne politike se sastoji od tako pojednostavljenog opisa. Unutar centralne banke ona pomaže da se strukturira i organizuje stvarna obrada informacija i aktivnost donošenja odluka u pogledu efikasnosti informacija kao optimalnoj osnovi za kreiranje politike. Istovremeno, strategija – kao što je shvataju kreatori politike - služi kao okvir za internu komunikaciju i, do nivoa do koga je strategija objavljena javnosti, kao mehanizam za objašnjavanje monetarne politike eksterno.

Komunikaciona dimenzija monetarne politike se odražava u centralnoj vertikalnoj liniji na *Slici 1.1*. Jedna od prvih stvari koju treba uočiti jeste da se sami kreatori politike, kao i javnost, suočavaju sa problemom transparentnosti. Ovo se odnosi i na interpretiranje informacija sa kojima raspolažu kreatori politike i na njihovu sposobnost da opišu jasnim i preciznim terminima kako se došlo do određene odluke na osnovu informacija koje su im dostupne. Primećuje se, takođe, da postoji simetrija: ono kako javnost razume monetarnu politiku je osenčeno baš kao što je osenčeno odlučivanje centralne banke i zapažanja privatnog sektora o strategiji monetarne politike.

*Slika 1.1* ilustruje i terminologiju transparentnosti u pogledu njene uloge u strukturiranju i interpretiranju informacija i pripremanju odluka monetarne politike, pošto strategija monetarne politike mora nastojati da zadovolji kriterijum efikasnosti informacija. U pogledu efikasne komunikacije, strategija monetarne politike treba da obezbedi prezentovanje složenog procesa monetarne politike na razumljiv način. Potreba za jasnoćom nastaje simetrično, kako za kreatore politike, tako i za javnost povodom razumevanja procesa monetarne politike; mada se verovatno razlikuje i ono šta pojam jasnoće znači i šta pod tim pojmom podrazumevaju različite ciljne grupe. Iskrenost se odnosi na stepen do kojeg su shvatanje i percepcija sopstvene strategije kreatora politike u skladu sa njihovim javno izrečenim izjavama. Konačna mera uspešne komunikacije (istovremeno i preduslov) je stepen opšteg razumevanja, tj. koliko centralna banka i javnost interpretiraju i razumeju strategiju na isti način.

U nedostatku savršenog opšteg razumevanja monetarne politike, otvorenost neće biti dovoljna za postizanje transparentnosti pa kompezacije/nagodbe (trade – offs) mogu nastati između zahteva za jasnoćom i iskrenošću u komunikaciji i efikasnosti informacija u sprovođenju monetarne politike.

## **2. Različite teorije transparentnosti**

### **2.1. Teorija jednostavnosti**

Više informacija i više detalja ne znači, samo po sebi, i veću transparentnost i bolje razumevanje, niti to nužno vodi ka efikasnijem odlučivanju. Potreba za jasnoćom postaje veća kada informacija treba da bude komunicirana između različitih ekonomskih agenata.

Kako bi dostupne informacije bile optimalne, ekonomski agent će racionalno odmeriti koristi i troškove koji su povezani sa pretragom, obradom i tumačenjem informacija. Koristi dobijanja šire informacijske osnove treba da budu odmerene u odnosu na troškove veće složenosti i smanjene jasnoće. Ovo određuje optimalan obim, preciznost i stepen jasnoće u prezentovanju informacija za bilo koji problem u privredi. Troškovi obrade informacija treba, po pravilu, da se povećavaju kako se povećava obim složenosti i stepen diferencijacije heterogenosti u prezentaciji informacija. Pod ovim se smatra takav individualni trošak (cena) ili funkcija proizvodnje koja opisuje način na koji informacija treba da bude transformisana tako da bude jasna za primenu u odlučivanju. Opšti princip efikasnosti informacija je validan za centralne banke i različite segmente javnosti, ali će troškovi i koristi, kao i sposobnosti vezane za aktivnosti obrade informacija uveliko varirati zavisno od različitih ekonomskih entiteta.

Ova slika se može promeniti ako se razmotri mogućnost da cena obrade informacija bude funkcija složenosti dostupne informacije. Ako centralna banka poveća složenost dostupne informacije, biće agenata koji će ceniti tu dodatnu (ekstra) informaciju. Međutim, ekonomski agenti čije su potrebe i sposobnosti obrade informacija ograničene mogu mnogo teže da izdvoje jednostavniji tip informacija za koje su zainteresovani.

### **2.2. Korespondentna teorija**

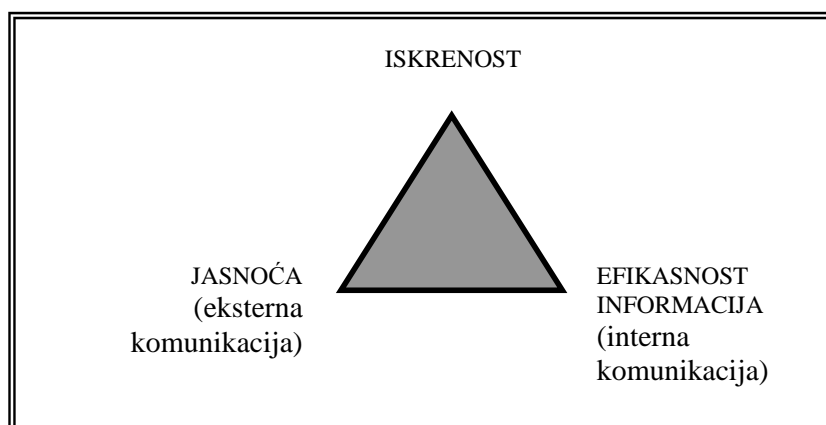
Kada je obrada informacija skupa, informaciju treba pojednostaviti i strukturirati da bi postala jasna i shvatljiva kako interno, tako i u svrhe spoljne komunikacije.

Korespondentna teorija transparentnosti može se definisati kao stepen do koga predstavljanje informacije u eksternoj komunikaciji odgovara stvarnom strukturiranju informacije prihvaćene interno. Ta eksterna komunikacija koja odražava interni okvir za strukturiranje i interpretiranje informacije, činila bi se kao jedna od daleko najznačajnijih potreba za pravu transparentnost. Međutim, konflikti mogu nastati između potreba interne i

## Komunikacija centralne banke

eksterne komunikacije. Da bi se održala najbliža moguća korespondentnost (podudarnost) u takvim okolnostima, interna ili eksterna komunikacija će morati da popusti, a time će doći do kompromisa bilo sa internom efikasnošću informacija ili sa efektivnošću i jasnoćom eksterne komunikacije (ili kombinacije obeju). Strategija monetarne politike koja treba da služi dvostrukoj ulozi – da obezbedi jedan okvir i za interno odlučivanje i za eksternu komunikaciju – se tako suočava sa potencijalnim kompromisima (trade – offs) sa *Slike 1.2.*

**Slika 1.2. Trougao transparentnosti strategija monetarne politike**



**Izvor:** Bernhard Winkler (2000), “Which kind of Transparency? On the need for clarity in Monetary policy – making”, Working Paper Series, br. 26, European Central Bank

Zahtevi za transparentnošću, koje postavljaju finansijska tržišta i javnost, nisu usmereni samo na veću otvorenost i objavljivanje određenih delova informacija. Tražeći da shvate i predvide ponašanje centralne banke, finansijska tržišta i javnost traže jednostavno funkcije reakcije, tj. pravila odluka koja su povezana sa limitiranim brojem varijabli koje aktiviraju usklađivanje predvidivih kamatnih stopa. Centralne banke bi, u principu, mogle da obrate pažnju na te zahteve za jasnoćom na tri načina.

Prvo, one bi mogle da komuniciraju pomoću jednostavnih termina i da se prave da i one rade na taj način, ali da za interno odlučivanje nastave da slede pristup potpune efikasnosti informacija. Takva situacija bi odgovarala tački koja se nalazi blizu osnovice trougla na *Slici 1.2.* Ovo bi narušilo dimenziju poštenja transparentnosti, ali bi kombinovalo jasnu eksternu komunikaciju sa efikasnim odlučivanjem. Ali, postoji pitanje da li

je neki značajniji jaz (gep) između interne i eksterne komunikacije održiv tokom vremena.

Drugo, centralne banke bi mogle da usvoje i prate jednostavna pravila politike i da na taj način žrtvuju i podrede efikasnost informacija potrebama monetarne politike. U ovom slučaju (koji odgovara levom kraku trougla na *Slici 1.2.*), strategija monetarne politike bi bila poštena i jasna, ali bi njen rezultat bio izbor optimalne politike. Često se smatra da je ta žrtva vredna ako postoje dovoljno velike dobiti kredibiliteta koje nastaju iz poštovanja jednostavnih pravila (a koja se odnose na komunikacione osobine takvih pravila kao što je sposobnost da se prate devijacije/odstupanja).

Treća mogućnost je da se odbace zahtevi za jednostavnošću i u eksternoj komunikaciji i u stvarnom sprovođenju monetarne politike. Ovo znatno otežava postizanje jasnoće, a može i značiti odustajanje od bilo kojih potencijalnih efekata kredibiliteta koje se pravilima može nametnuti internom odlučivanju (u pogledu kontinuiteta, discipline, konzistentnosti tokom vremena). Ovaj treći scenario odgovara desnom kraku trougla transparentnosti na *Slici 1.2.*

U svom izboru strategije monetarne politike, centralne banke su smeštene na različitim tačkama u trouglu "iskrenost – jasnoća – efikasnost" i tako vizuelno pokazuju potencijalne kompromise između tri glavne potrebe željene transparentnosti i potencijalne tenzije između dvostrukih (internih i eksternih) uloga strategije monetarne politike. Ovi kompromisi mogu se smanjiti u meri u kojoj kreatori politike i raznovrsni relevantni segmenti javnosti dele identično, opšte razumevanje monetarne politike. Ovi kompromisi postaju manje suprotstavljeni ako se strategija monetarne politike sagleda kao širi okvir za analizu, pre nego kao funkcija reakcije. Tada se jasnoća i efikasnost informacija mogu možda lakše uskladiti.

Većina finansijskih tržišta i javnosti je, razumljivo, prvenstveno zainteresovana za jasnoću i predvidivost kretanja monetarne politike i na taj način nastoje da potraže neku gotovu i jednostavnu funkciju reakcije politike. Uz prisutnu neizvesnost, a u odsustvu jednostavnih mehanističkih pravila, centralna banka nikada neće biti u stanju da obezbedi potpunu jasnoću o svojoj funkciji reakcije.

Pojedini segmenti javnosti nastoje da se fokusiraju na različite elemente u funkciji reakcije centralne banke kao i na posmatranje različitih vremenskih granica. Primera radi, trgovci na finansijskim tržištima mogu prvenstveno da traže jasnoću o tome šta će se dogoditi sa kamatnim stopama u toku nekoliko dana ili nedelja. Analitičari će tražiti da razumeju kako centralna banka reaguje na podatke koji pristižu i kako ona revidira

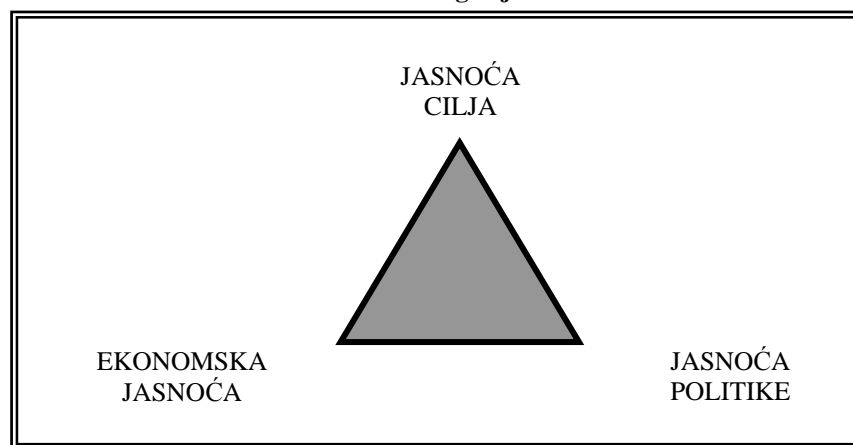
### Komunikacija centralne banke

---

očekivanja o ekonomskim izgledima u toku nešto duže vremenske granice. Oni koji određuju visinu nadnica će tražiti uveravanja o tome da će centralna banka nastaviti da održi svoj cilj stabilnosti cena za vreme dok traju ugovori o nadnicama. Tržišta obveznica će proceniti kredibilitet centralne banke na još duže vremenske granice.

I strategije monetarne politike i neki dodatni komunikacijski naponi ne mogu biti jednako jasni i precizni kada su u pitanju elementi u procesu monetarne politike, tako da se mora napraviti izbor. U trouglu jasnoće na Slici 1.3. može da nastane nekoliko kompromisa.

Slika 1.3. Trougao jasnoće



**Izvor:** Bernhard Winkler (2000), "Which kind of Transparency? On the need for clarity in Monetary policy – making", Working Paper Series, br. 26, European Central Bank

Strategije monetarne politike mogu da se klasifikuju zavisno od toga koje elemente iz trougla jasnoće najviše naglašavaju. Direktno određivanje ciljne stope inflacije nastoji da se prvenstveno usmeri na napore komunikacije, na odnos između varijable krajnjeg cilja i instrumenta politike, dok strategija monetarnog targetiranja povezuje politiku sa određenom srednjom varijablom kako bi pojednostavila komunikaciju o funkciji reakcije.

### **2.3. Koordinaciona teorija**

Strategija monetarne politike koja je utemeljena na jasnim pravilima (čak i jednostavnim) ne mora da izgubi ni kredibilitet, kada se takva pravila ne slede u praksi, niti da pravi kompromis sa efikasnošću politike. Pravila ne moraju da budu shvaćena kao funkcije reakcije. Umesto toga, ona se mogu smatrati reperima za strukturiranje i procenu informacija i kao okvir za zaključivanje u skladu sa širom definicijom strategije monetarne politike. Ona, takođe, mogu da budu referentne tačke oko kojih se komunikacija može strukturirati. Pravila, ne samo da olakšavaju složenost računanja, već su mera za individualno odlučivanje. Ona, takođe, imaju koordinativnu ulogu. Da bi obavila ovu funkciju, značenje tih pravila i komunikacija povezana sa njima, mora da se zajednički deli i razume. U tom važnom smislu, transparentnost je relativna, a ne apsolutna osobina. Ona zavisi isto toliko od primaoca – ciljne grupe, koliko zavisi i od pošiljaoca. Centralne banke posmatraju relativno slično informaciju, dok se način na koji prezentuju i komuniciraju ovu informaciju, u velikoj meri, razlikuje. Iz ove perspektive, strategija monetarne politike obezbeđuje oruđa i okvir za shvatanje i razumevanje i prenosnik je komunikacije.

Potreba za opštim razumevanjem može, takođe, da objasni karakteristično nejasnu upotrebu termina koju koriste bankari centralnih banaka i to na nekoliko načina:

Prvi način je jednostavan odraz složenosti i neizvesnosti koji se nalazi u osnovi kreiranja monetarne politike, a koji se ne može preneti preciznim terminima.

Drugi način je pitanje kredibiliteta. Efekti jasnoće, u smislu preciznosti izražavanja, mogu da imaju dva lica. S jedne strane, preciznost treba ex ante da privuče pažnju, podstakne sposobnosti nadzora javnosti i tako podrži kredibilitet. S druge strane, kredibilitet može biti ugrožen ex post ako se priroda izjava i najava, kao i stepen neizvesnosti koji su sadržani u njima, ne razumeju kao opšte razumevanje.

Treći način pokazuje da se pojam transparentnosti kao opšte razumevanje ne odnosi samo na informacije i načine interpretacije koje dele centralna banka i javnost. Komunikacija se odvija između dva igrača koji nisu monolitni, tj. između brojnih pošiljalaca (posebno kada monetarni odbor odlučuje o monetarnoj politici) i brojnih primalaca.

Četvrti, verovatno jedan najznačajniji argument, je da oprez i samokontrola koju pokazuju centralne banke u komunikaciji ima veze sa efektima na formiranje očekivanja javnosti i, naročito, finansijskih tržišta.



## **Komunikacija centralne banke**

---

Učesnici na tržištu moraju da razumeju ne samo informacije o namerama centralne banke već i očekivane posledice kretanja politike.

Peto, u takvoj sredini, mogu nastati okolnosti u kojima kreatori monetarne politike i tržišta ne dele isto gledište, što znači da kreatori politike uznemiravaju očekivanja na tržištu. Fundamentalni problem nastaje kada monetarna politika reaguje na sistematičan način na tržišna očekivanja. Koordinacioni zadatak politike komunikacije, u takvim okolnostima, bi bio da sprovodi i komunicira politiku na takav način koji anticipira i sprečava nastanak različitih očekivanja.

### **Zaključak**

Komunikacija centralne banke i strategije monetarne politike su važne za transparentnost. Transparentnost pojednostavljuje komunikaciju sa javnošću, obezbeđuje na taj način podršku koja je neophodna centralnoj banci da bi optimalno sprovela monetarnu politiku, usredsređujući se na srednjoročni vremenski horizont. To omogućava da učesnici na finansijskom tržištu bolje razumeju akcije monetarne politike i njihov uticaj na makroekonomska kretanja i ekonomske šokove. Naročito je važna transparentnost u sprovođenju monetarne politike. Ona ne samo da pomaže da se izbegnu iznenađenja koja nepredvidiva monetarna politika može pokrenuti, već je finansijsko tržište u stanju da tačno predvidi reakciju monetarne politike na različite šokove, u kontekstu ponašanja centralne banke prema jasno definisanim pravilima, čije poštovanje obezbeđuje ostvarenje osnovnog cilja, stabilnosti cena u srednjem roku.

Samo uspostavljanje kanala komunikacije predstavlja komunikaciju *ex – ante*, sa ciljem da se napravi okvir za objavljivanje. Takva vrsta komunikacije predstavlja očiglednu platformu sa koje se procene centralne banke o ekonomskim i finansijskim perspektivama mogu preneti javnosti i finansijskim tržištima, na razumljiv način. Sama priroda ovih komunikacija služi u dve svrhe. Prvo, one doprinose da akcije centralne banke budu osetljive na ugled centralne banke, a time promovišu kredibilitet politike. Drugo, one obezbeđuju koherentnu institucionalnu strukturu kako bi se osiguralo opšte znanje o analizama i namerama centralne banke. Centralna banka ima informacionu prednost u odnosu na ostale učesnike tržišta. Pretpostavimo, na primer, da centralna banka ima osetljivu informaciju o finansijskim entitetima koja nije dostupna ostalim učesnicima na tržištu. Tako je ona u nadmoćnom položaju. Time što može objaviti informaciju o finansijskom stanju nekog pojedinačnog entiteta, ona može da obeshrabri finansijske institucije da se angažuju u preterano rizičnim aktivnostima.

Mada je argument da objavljivanje može obeshrabrili banke i druge finansijske entitete da se uključe u preterano rizične aktivnosti veoma snažan, on vodi ka riziku limitiranja sposobnosti kreatora politike da reaguje fleksibilno na događaje. Optimalna monetarna politika ne može biti apsolutno transparentna – izvestan stepen diskrecije je nužan u monetarnoj politici kako bi se obezbedilo efikasno donošenje odluka u makroekonomskom okruženju koje se veoma brzo menja. Na taj način, centralna banka možda treba da bude selektivna u svojim ex – post objašnjenjima.

U užem smislu, strategija monetarne politike jednostavno odražava način na koji kreatori monetarne politike transformišu (koriste) informacije o stanju i funkcionisanju privrede (podatke, modele) u odluke o politici, kako bi ostvarili postavljene ciljeve politike. Druga, šira definicija strategije monetarne politike je pre sistemski okvir monetarne politike za organizovanje i strukturiranje informacija i analizu funkcije reakcije monetarne politike koja definiše direktne ili mehaničke veze odluka politike sa određenim ekonomskim varijablama. U ovom kontekstu, strategija monetarne politike ima dvostruku namenu. Prvo, ona predstavlja interni okvir za obradu i procenu informacija i na taj način obezbeđuje osnovu za efikasno odlučivanje. Dakle, strategija monetarne politike je usmerena na efikasnost informacija. Druga funkcija strategije monetarne politike jeste da obezbedi okvir za komunikaciju, tj. mehanizam za transmisiju informacija i eksterno – kada objašnjava monetarnu politiku javnosti – i interno – kada monetarni odbor donosi odluke.

Najvažnije sredstvo komunikacije centralne banke predstavlja Izveštaj o inflaciji. U njemu se objašnjavaju ciljevi monetarne politike, targetirana stopa inflacije, makroekonomski uslovi koji je determinišu, instrumenti koji se koriste za ostvarenje targetirane stope inflacije, eventualna ograničenja monetarne politike, kao i razlozi za potencijalna odstupanja od targeta. Izveštaj o inflaciji sadrži sledeće:

- osnovne determinante inflacije ;
- prognozu inflacije i pretpostavke na kojima se zasniva;
- daje objašnjenje zašto su (ili nisu) promene monetarne politike bile nužne i
- daje objašnjenje očekivanih efekata promena u monetarnoj politici.

**Literatura**

1. Issing, O. 2005. Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*
2. Prasanna Gai (Australian National University) and Hyan Song Shin (London School of Economics) 2003. Transparency and Financial Stability, *Financial Stability Review*
3. Winkler, B. 2000. Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, *European Central Bank, Working Paper 26*
4. Woodford, M. 2005. Central Bank Communication and Policy Effectiveness, Columbia University

**CENTRAL BANK COMMUNICATION**

**Abstract:** Communication and transparency of the central bank are intertwined. The most important means of communication is an Inflation Report. It is used to explain the aims of monetary policy (inflation rate in medium-term time period), macroeconomic conditions which determine this monetary policy, instruments used to realize targeted inflation rate, possible limits to monetary policy, as well as reasons for potential divergence from the aim.

**Keywords:** central bank communication, transparency, monetary strategy, inflation targeting