



CILJANJE INFLACIJE: DETERMINANTE, PREDUSLOVI, EFEKTI

Milivoje Davidović

Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet Subotica, Srbija

✉ milivojed@ef.uns.ac.rs

Marina Grubor

doktorant Ekonomskog fakulteta u Subotici

✉ marina.grubor87@gmail.com

Husein Mehmedović

Srednja ekonomska škola Gračanica, BiH

UDK
336.748.12
Pregledni rad

Apstrakt: Ciljanje inflacije je prognostički orjentisana strategija koja, koristeći kao nominalno sidro očekivanu inflaciju, fokusira nisku i stabilnu stopu inflacije (numerički cilj ili ciljni raspon sa centralnom vrednošću) kao ultimativni cilj. U odnosu na striktnu posvećenost uniformnom cilju, „mekša verzija“ (fleksibilno ciljanje inflacije) podrazumeva koegzistenciju više ciljeva, ali uz jasnu hijerarhijsku lestvicu i prioritet monetarne stabilnosti prilikom operacionalizacije monetarne politike. Dizajn, implementacija i evaluacija strategije ciljanja inflacije podrazumeva uspostavljanje institucionalnih mehanizama kao atributa efikasnog monetarnog mehadžmenta: nezavisnost i odgovornost centralne banke, odsustvo fiskalne dominacije, transparentnost monetarne politike, fleksibilnost deviznog kursa, harmonija i zajednička odgovornost monetarnih i fiskalnih autoriteta. Dodatni preduslovi tiču se opšteg ekonomskog ambijenta: stabilnost cena, odsustvo eksterne i strukturne dominacije, fiskalna ravnoteža, razvojen i robusan finansijski sektor. Efekti ciljanja inflacije mogu se označiti kao pozitivni, u kontekstu smanjenja prosečnog nivoa inflacije, inflacionih očekivanja, smanjenju volatilnosti ekonomskog rasta, uz neutralan uticaj na prosečan ekonomski rast. Empirijske analize takođe ukazuju da je „stopa žrtvovanja“ proizvodnje prilikom obaranja inflacije manja za čak 7% u zemljama koje primenjuju ciljanje inflacije, u odnosu na zemlje koje primenjuju druge monetarne strategije.

Priljeno:
30.09.2012.
Prihvaćeno:
10.01.2013.

Ključne reči: inflacija, centralna banka, inflaciona očekivanja

1. Uvod

Istorija ekonomskog prosperiteta nam je dala mnogobrojne „lekcije“, ali su dve možda ključne: (1) iza svakog ekonomskog napretka u osnovi je stajala neka tehnološka ili procesna inovacija; (2) te inovacije zasnovane na revolucionarnim idejama (koje su po nekada bile sasvim očigledne, ali ipak „nevidljive“) su se uglavnom „rađale“ u bogatijem delu sveta, ekonomski naprednijem, inovativnijem, šireći se kasnije prema ekonomskoj periferiji. Kada je prvi put uspostavljena, strategija ciljanja inflacije, važila je za prvorazrednu inovaciju na području monetarnog menadžmenta, tako da je prvi parametar u potpunosti ispotovan. Drugi parametar je diskutabilan, budući da je ciljanje inflacije uspostavljeno prvobitno na Novom Zelandu 90-ih godina prošlog veka, da bi se kasnije ta strateška monetarna inovacija proširila na bogatije i ekonomski prosperitetnije zemlje. Iako nije univerzalno primenljiva, može se smatrati jednim od najboljih strateških pristupa u vođenju monetarne politike, o čemu svedoči masovnost primene ove strategije, kako u razvijenim, tako i u zemljama u razvoju i tranziciji. Uspostavljanje režima ciljanja inflacije je kompleksan poduhvat, čija je uspešnost skopčana sa stepenom efikasnosti u implementaciji, ali i neophodnim *ex ante* pretpostavkama. Kada je reč o efikasnosti u implementaciji, kreatori monetarne politike moraju da obezbede permanentnu posvećenost ultimativnom cilju (stabilnosti cena), uz koordinaciju svih napora i aktivnosti centralne banke u tom pravcu. Uz to, uspostavljanje strategije ciljanja inflacije podrazumeva i uspostavljanje komunikacione strategije, strategije transparentnosti monetarne politike, kako bi ekonomski agenti (i najšira javnost) bili uvereni u posvećenost centralne banke niskoj i stabilnoj inflaciji. Naravno, upravljanje očekivanjima javnosti u pogledu monetarne stabilnosti je najefikasnije ukoliko se ono zasniva na poverenju i kredibilitetu centralne monetarne institucije, što je opet odraz efikasnosti u ostvarivanju *ex ante* proklamovanih ciljeva. Kada je reč o inicijalnim pretpostavkama, ciljanje inflacije, budući da se oslanja kako na efikasne mehanizme komunikacije i implementacije, tako i na efekte psiholoških faktora, predstavlja prilično zahtevnu i sofisticiranu strategiju. Inicijalni preduslovi za implementaciju ciljanja inflacije su: (1) *ex ante* disinflacioni period koji bi doprineo kredibilitetu centralne banke u pogledu posvećenosti stabilnosti cena; (2) makroekonomski preduslovi koji su povezani sa stabilnim ekonomskim okruženjem kome nisu imanentni reverzibilni šokovi; (3) institucionalni kapacitet centralne banke u pogledu merenja, monitoringa i kontrole nad inflacijom, uz razvijanje kanala komunikacije sa javnošću; (4) razvijen finansijski sistem sa fleksibilnom i senzitivnom finansijskom infrastrukturuom (pre svega finansijskim tržištem) koje će putem transmisionih mehanizama kanalisati monetarne impulse od instrumenata, preko operativnih ciljeva, do konačnih ciljeva monetarne politike (naročito stope inflacije); (5) razvijena i efikasna koordinacija između monetarnih i fiskalnih autoriteta koja bi, kao odraz ekonomskog i političkog konsenzusa, eliminisala eventualnu fiskalnu dominaciju (koja je naročito izražena

u tranzicionim zemljama) i sinhronizovala akcije centralne banke i vlade, kada je reč o merama koje mogu afektirati nivo cena; (6) visok stepen de jure i de facto nezavisnosti centralne banke u formulisanju i implementaciji monetarne politike, što podrazumeva, kako autonomiju u pogledu instrumenata monetarne politike, tako i u pogledu izbora intermedijarnih ciljeva i stabilnosti cena kao ultimativnog cilja.

Istraživanje efikasnosti ciljanja inflacije u periodu krize naročito je interesantno zbog toga što je ova monetarna strategija postala „globalni mejnstrim“ na području monetarne politike, kome nisu „odolele“ ni zemlje u tranziciji, iako mnoge od njih nisu imale inicijalne pretpostavke neophodne za efikasnu implementaciju ove strategije monetarne politike. Nakon tranzicionih promena i marketizacije ekonomija, mnoge tranzicione zemlje su usvojile strategiju ciljanja inflacije: među prvima su to bile Poljska, Češka i Mađarska, a 2006. godine je to učinila i Srbija. Predmet istraživanja je efikasnost ciljanja inflacije u zemljama OECD i zemljama u razvoju naročito u kontekstu apsolutnog nivoa i varijabilnosti inflacije, inflatornih očekivanja i ekonomskog rasta. Rad je strukturiran tri celine. Prvi deo se fokusira na determinante ciljanja inflacije, stavove pobornika i oponenta, principijelni okvir za dizajn, implementaciju i evaluaciju performansi strategije ciljanja inflacije, uz isticanje dve podvarijante – striktno i fleksibilno ciljanje inflacije. Drugi deo rada sublimira institucionalne i ekonomske pretpostavke za efikasno funkcionisanje ove strateške monetarne alternative, mehanizme operacionalizacije, komunikacionu strategiju za izgradnju transparentne, kredibilne i odgovorne monetarne politike. Treći deo rada je posvećen empirijskoj analizi postignuća monetarne politike u odabranim zemljama OECD-a i zemljama u razvoju, sa fokusom na kritičke stavove u pogledu eventualnih neuspeha u implementacije ove strategije. Nadalje, u ovom delu rada prezentiran je kodifikovan set lekcija i pouka za ciljanje inflacije, kao i predloge mogućih pravaca dalje evolucije monetarne politike u svetlu aktuelne finansijske krize.

2. Determinante ciljanja inflacije

Istorija inflatornih trendova je ciklična, obuhvata periode visoke inflacije koji bi pak bili smenjivani periodima stabilnosti cena. Uzimajući u obzir sve ekonomske troškove potencijalnih inflatornih epizoda, logično je da je izbor odgovarajućeg „stila“ monetarne politike jedno od ključnih ekonomskih pitanja u svakoj zemlji. Nakon ciljanja monetarnih agregata i deviznog kursa, koje se mogu označiti tradicionalnim strategijama monetarne politike, počev od 90-ih godina prošlog veka, mnoge zemlje uvode novi strateški monetarni okvir – ciljanje inflacije. Brojna su kontraverzna ekonomska mišljenja, kada je reč o zaokretu od tradicionalnih ka strategiji ciljanja inflacije. Proponenti ciljanja inflacije ističu da ova strategija „sidri“ inflaciona očekivanja, omogućavajući stabilizaciju ekonomije (King, 2005) i da povećava odgovornost kreatora monetarne politike

(Bernanke i drugi, 1999), dok skeptici smatraju da ciljanje inflacije stabilizije inflaciju po cenu veće volatilnosti proizvodnje (Kohn, 2005) i da ova strategija slabi odgovornost centralne banke (Friedman, 2004). Preciznije, proponenti ciljanja inflacije smatraju da ona obezbeđuje značajne koristi u odnosu na ostale operativne strategije, dok oponenti ističu njene značajne nedostatke u kontekstu brojnih ograničenja koja nameće centralnoj banci.

Tabela 1: Ciljanje inflacije: argumenti pro et contra

Argumenti pobornika	Argumenti oponenta
Ciljanje inflacije može pomoći u izgradnji kredibiliteta i bržem i trajnijem „sidrenju“ inflacionih očekivanja.	Ciljanje inflacije podrazumeva premalo diskrecije i time nepotrebno sputava ekonomski rast.
Ciljanje inflacije obezbeđuje odgovarajuću fleksibilnost.	Ciljanje inflacije ne može da „usidri“ inflaciona očekivanja, budući da podrazumeva visok nivo diskrecije. Drugi razlog je što ciljanje inflacije podrazumeva visok nivo volatilnosti deviznog kursa.
Ciljanje inflacije podrazumeva niže ekonomske troškove u slučaju neuspeha monetarne politike.	Ciljanje inflacije nije primenljivo u zemljama koje nisu ispunile zahtevan set kriterijuma, što ovu strategiju čini praktično neprimenljivom u mnogim zemljama u razvoju.

Izvor: Truman, 2003, 60.

Ciljanje inflacije, kao i tradicionalne strategije, zasniva se na nominalnom sidru – inflacionim očekivanjima – i podrazumeva eksplicitno definisanje i ex ante objavljivanje budućeg srednjeročnog cilja monetarne politike koji je uniforman i kvantitativno fiksiran: stopa inflacije, merena nekim od indeksa potrošačkih cena, u rasponu od 2-4% na godišnjem nivou.¹ Ciljanje inflacije je monetarna strategija koju karakteriše: (1) objavljivanje zvaničnih kvantitativnih ciljeva (ili ciljnog raspona) u pogledu stope inflacije, za jedan ili više uzastopnih vremenskih perioda; (2) eksplicitno priznanje da je niska i stabilna inflacija primarni, dugoročni cilj monetarne politike; (3) snažna intencija za komunikacijom sa javnošću o planovima i ciljevima monetarnih vlasti; (4) unapređenje mehanizama za jačanje odgovornosti centralne banke u pogledu ostvarivanja proklamovanih ciljeva. S jedne strane, mnoštvo elemenata

¹ Ova kvantitativna definicija odraz je empirijski utvrđene činjenice da jednocifrena stopa inflacije u tom rasponu simbolizuje stabilnost cena, jednu psihološko-ekonomsku determinantu ekonomskog ambijenta u kome ekonomski agenti, prilikom planiranja i donošenja odluka koje se tiču budućnosti (investiranja, pozajmljivanja i sl.) ne uzimaju u obzir buduću stopu inflacije kao relevantan faktor. U nekim zemljama koje su podmakle u primeni ciljanja inflacije, taj inflacioni cilj (raspon) je čak i uži (npr. Kanada i Novi Zeland imaju cilj 1-3%), dok je u zemljama u razvoju i tranziciji, naročito u prvih nekoliko godina implementacije ciljanja inflacije taj raspon znatno širi, u skladu sa principom gradualizma u uvođenju i primeni ciljanja inflacije.

inkorporiranih u strukturni okvir ciljanja inflacije svedoči o kompleksnosti ove strategije, ali eksplicitno definisan cilj je mnogo jasniji i prepoznatljiviji u javnosti u odnosa na monetarne agregate, što ovu strategiju čini efikasnijom. Dizajniranje, implementacija i evaluacija režima ciljanja inflacije trebalo bi da se zasniva na 6 ključnih principa (tabela br. 2).

Tabela 2: Principi ciljanja inflacije

Princip	Značenje
Princip 1	Primarna uloga monetarne politike je da obezbedi nominalno sidro, a pridavanje pažnje ostalim ciljevima ne sme da bude nekonzistentno sa nominalnim sidrom - inflacijom i inflacionim očekivanjima.
Princip 2	Efikasan režim ciljanja inflacije ima prvobitne pozitivne efekte na društveno blagostanje smanjenjem neizvesnosti, „sidrenjem“ inflatornih očekivanja i smanjenjem učestalosti i intenziteta ciklusa naglih ekonomskih bumova i ekonomskih lomova.
Princip 3	Uspeh ciljanja inflacije zavisi od ostalih politika koje olakšavaju zadatak monetarne politike i čine je kredibilnijom.
Princip 4	Zbog efekta kašnjenja u okviru transmisionih mehanizama monetarne politike i zbog interesovanja, kako za devijaciju inflacije u odnosu na ciljni nivo, tako i za odstupanje proizvodnje u odnosu na potencijalni nivo, nije ni poželjno ni moguće „držati“ inflaciju tačno na nivou targeta, pa u praksi ciljanje inflacije postaje ciljanje predviđene (prognozirane) inflacije ² .
Princip 5	Imajući u vidu mogućnost konflikta između inflacionog cilja i ostalih ciljeva, centralni bankari moraju da imaju jasne ciljeve i dovoljan nivo nezavisnosti u odnosu na političke pritiske da bi ostvarili te ciljeve.
Princip 6	Moraju postojati efikasni mehanizmi monitoringa i odgovornosti koji bi obezbedili da se centralni bankari ponašaju u skladu sa objavljenim bazičnim ciljevima i da se monetarna politika zasniva na doslednoj praksi.
Princip 7 (Prim. a)	Neophodno je razvijati efikasne mehanizem komunikacije, s obzirom da je reč o informativno-inkluzivnoj strategiji, kako bi javnost bila upoznata sa ciljevima i budućim akcijama monetarnih vlasti. ³

Izvor: Freedman, Laxton, 2009, 13, sedmi princip zapažanje autora

² Praktično rešenje proizilazi iz dobro poznatog efekta kašnjenja, s obzirom da se akcije monetarne politike efektiraju sa odgovarajućim vremenskim zaostajanjem. Zbog toga se kao cilj identifikuje buduća prognoza stope inflacije, koju bi u skladu sa postojanjem efekta kašnjenja, centralna banka ostvarila tekućim aktivnostima u monetarnoj politici. Drugi teorijski koncept koji je u mnogome oblikovao ekonomsku misao, pa i monetarnu politiku je nemogućnost eksploatacije dugoročnog „ustupka za ustupak“ između inflacije i proizvodnje. Svaki pokušaj kreatora monetarne politike da „žrtvuje“ proizvodnju u cilju smanjivanja stope inflacije se završava vraćanjem proizvodnje na potencijalni nivo (u dugom roku) uz viši nivo inflacije i inflacionih očekivanja.

³ Na taj način bi došlo do sinergije napora i kreatora monetarne politike i ekonomskih agenata u pravcu postizanja proklamovanih ciljeva monetarne politike, odnosno monetarna politika bi na specifičan način angažovala svoje „podizvođače“, ekonomske agente koji bi svojim ponašanjem u mnogome doprineli stabilnom ekonomskom okruženju, uz nisku i stabilnu inflaciju. Drugim rečima, tržište bi „nesvesno“ radilo mnogo toga za kreatore monetarne politike. Naravno, ovaj „tih savez“ bi mogao da funkcioniše ukoliko javnost ima poverenje u kreatore monetarne politike i ukoliko centralna banka uživa visok nivo kredibiliteta u javnosti.

Praktična implementacija ciljanja inflacije odraz je kontraverzi u monetarnoj politici koje se mogu posmatrati kroz prizmu večite monetarne dileme: pravila naspram diskrecije u monetarnoj politici. Ukoliko centralna banka dizajnira i implementira strategiju ciljanja inflacije u skladu sa ovim principijelnim okvirom, uz striktu posvećenost primarnom cilju, onda se takva verzija monetarne politike naziva striktno ciljanje inflacije (*full-fledged inflation targeting*). Ono podrazumeva apsolutnu dominaciju inflatornog cilja, dok monetarna politika postaje kratkovida za ostale ciljeve monetarne politike (mada neki autori smatraju da ova verzija podrazumeva i posvećenost stabilnosti proizvodnje (*autputa*). Praksa je pokazala da je ovo pre svega jedno teorijsko gledište na strategiju ciljanja inflacije koje je praktično veoma teško izvodljivo. S druge strane, mnoge zemlje prilikom implementacije ciljanja inflacije ističi stabilnost inflacije kao primarni cilj, ali „radijus“ obuhvatnosti monetarne politike inkorporira i ostale ciljeve (proizvodnju, devizni kurs, finansijsku stabilnost i sl.). One primenjuju „mekšu“ verziju ciljanja inflacije često nazvanu fleksibilno ciljanje inflacije (*flexible inflation targeting, inflation-targeting „light“*). U ovom slučaju, praktična dimenzija stvarnosti, dakle favorizuje diskreciju u odnosu na pravila, kako bi se ciljanje inflacije učinilo sveobuhvatnijom i efikasnijom monetarnom strategijom, u funkciji ukupnih ekonomskih benefita.

3. Inicijalni preduslovi za implementaciju ciljanja inflacije

Ciljanje inflacije je operativna strategija monetarne politike usmerena na ostvarivanje stabilnosti cena. U suprotnosti sa alternativnim strategijama – naročito monetarnim ciljanjem i ciljanjem deviznog kursa, koje pokušavaju da ostvare nisku i stabilnu inflaciju ciljanjem intermedijarnih varijabli, kao to su stopa rasta monetarnih agregata ili nivo deviznog kursa „usidrene“ valute, ciljanje inflacije podrazumeva ciljanje stope inflacije direktno. Već na osnovu ove konstatacije, imajući u vidu mehanizam transmisije od instrumentalnih varijabli do krajnjih ciljeva, monetarna politika koja se bazira na ciljanju inflacije ima više šansi za uspeh. Veća verovatnoća uspeha proizilazi iz činjenice da centralna banka cilja očekivanu ex ante prognoziranu (očekivanu) inflaciju koja je kao intermedijarna varijabla vaoma jasna i „bliska“ krajnjem cilju. U osnovi ona je identitet krajnjeg cilja, samo što ih razdvaja odgovarajući vremenski horizont (najčešće dve godine). Međutim, ovo unapređenje u smislu približavanja intermedijarne varijable krajnjem cilju je potreban, ali ne i dovoljan uslov za uspeh ciljanja inflacije. Efikasnost ciljanje inflacije, između ostalog zavisi od ex ante ispunjenih preduslova u kontekstu samog dizajna strategije, institucionalnih, operativnih i ekonomskih preduslova. „Nezavisno od konteksta specifične zemlje, postoje brojne neophodne pretpostvake i institucionalni zahtevi na mnogim poljima. Preuranjena orijentacija u pravcu ovog novog okvira monetarne politike, bez ispunjenih preduslova, mogla bi da izazove određene rizike sa ogromnim potencijalnih ekonomskim troškovima.“

Ekonomске pretpostavke

Ekonomске pretpostavke proizilaze iz trenutnog stepena razvijenosti ekonomskog sistema, trendova u kretanju makroekonomskih varijabli u periodu pre usvajanja ciljanja inflacije i nakon toga, u stepenu razvijenosti finansijskog sektora i njegove stabilnosti. Uobičajeno je da se ciljanje inflacije implementira u period prethodno relativno stabilnog ekonomskog ambijenta, naročito u kontekstu monetarne stabilnosti I to po principu gradualizma u definisanju inflacionih targeta u funkciji vremena.

Ekonomski preduslovi za implementaciju ciljanja inflacije su:

- Period niske i stabilne inflacije - Obično se smatra da je prethodna monetarna stabilnost ključni preduslov (tekuća stopa inflacije najviše 10%), budući da je onda moguće gradualno postavljati racionalne inflacione ciljeve, čije ostvarenje povećava kredibilitet centralne banke u javnosti.
- Razvijen i stabilan finansijski sistem - Pre svega se misli na stabilna i robusta bankarski sektor koji je dovoljno snažan kako bi izdržao šokove kamatne stope i deviznog kursa koji su uobičajeni prilikom implementacije ciljanja inflacije. „Slab bankarski sektor je naročito opasan, jer centralna banka neće biti u mogućnosti da poveća kamatnu stopu kao operativni instrument, budući da bi to verovatno izazvalo kolaps finansijskog sistema. Ne samo da bi ovo izazvalo slom režima ciljanja inflacije, već bi takođe izazvalo kolaps valute i finansijsku krizu koja bi erodirala sistem kontrole inflacije.“ Takođe, finansijsko tržište bi trebalo da bude dovoljno sofisticirano i likvidno kako bi doprinelo snažnim preferencijama u pravcu cenovne stabilnosti, uz usmeravanje inflacionih očekivanja.
- Odsustvo eksterne dominacije - Ciljanje inflacije je prevashodno fokusirano na ostvarivanje internih ekonomskih ciljeva, ali mora da uvažava i spoljnoekonomsku (ne)ravnotežu zemlje u meri u kojoj eksterna pozicija može da ugrozi ostvarivanje primarnog cilja. Ukoliko je izražena platnobilansna neravnoteža, to izaziva nestabilnost deviznog tržišta, to može potkopati napore centralne banke u pravcu stabilnosti cena.
- Odsustvo strukturne dominacije – strukturna dominacija je najčešće prisutna u zemljama u razvoju i tranziciji u kojima, zbog internih ekonomskih neravnoteža i strukturnih neusklađenosti, monetarna politika često biva prinuđena da reaguje, kako bi se ti interni šokovi (pre svega šokovi ponude) apsorbovali. Ovi šokovi povlače za sobom iznuđene poteze monetarnih vlasti, što može ugroziti stabilnost cena a time i kredibilitet monetarne politike.

- Fiskalna ravnoteža (prim. a) - Pre svega se odnosi na ravnotežu budžeta (poželjno stanje), odnosno na kontrolisan i podnošljiv budžetski deficit (najčešća situacija) i način njegovog finansiranja posredstvom kreditnog tržišta. Međutim, ako je finansiranje deficit u principu neinflatornog karaktera, to može uticati na povećanje kamatne stope, performanse bankarskog sektora, devizno tržište, finansijsku i monetarnu stabilnost.

Dakle, eksterni šokovi igraju važnu ulogu i mogu da dovedu do velike volatilnosti deviznog kursa, inflacije i kamatne stope u zemljama u razvoju. Spoljna dominacija se definiše kao prisustvo velikih eksternih šokova koji generišu nestabilnost u ekonomiji i mogu ugroziti ostvarenje ciljane stope inflacije.

Institucionalni zahtevi

Institucionalni zahtevi podrazumevaju ispunjavanje određenih kriterijuma koji se odnose na performanse same centralne banke, njenu nezavisnost u odnosu na izvršnu vlast, efikasnost instrumenata monetarne politike, odgovornost za preuzete mere i sl. U osnovi, centralna banka mora da uživa visok nivo kredibiliteta u javnosti, kako bi ponašanje ekonomskih agenata bilo „modelirano“ na način koji doprinosi ostvarenju ciljeva monetarne politike. Implementacija ciljanja inflacije ne donosi sama po sebi kredibilitet centralnoj banci. „Izgleda da, za kreatore monetarne politike objavljivanje (ciljeva i planova) nije dovoljno samo po sebi; jedini način da se zadobije kredibilitet u javnosti jeste da se on zaradi“, konstantnom posvećenošću cilju i uspehu u njegovom postizanju. „Izgleda da, nažalost, ne postoji „besplatni ručak“ kredibiliteta za ciljanje inflacije. Jedini put za postizanje disinflacije je težak put: indukovanje gubitaka u proizvodnji i zaposlenosti na kratak rok, da bi se ostvarili dugoročniji ekonomski benefiti po osnovu stabilnosti cena.“ Kredibilitet podrazumeva podršku javnosti i kada se inflacioni ciljevi ne ostvaruju, što je izuzetno važno za kontinuitet uspešne monetarne politike. Institucionalni zahtevi se naročito odnose na sledeće (Kirchner i Kruk, 2006, 4; Siklos, Abel, 2002, 4):

- Nezavisnost centralne banke – odnosi se na nezavisnost instrumenata monetarne politike (operativnu nezavisnost), budući da je nezavisnost cilja definisana po automatizmu, u skladu sa „duhom i smislom“ ciljanja inflacije. „Ova operativna nezavisnost je apsolutno neophodna kako bi režim (monetarne politike) bio kredibilan, s obzirom da ona pokazuje da centralna banka ima i autoritet i sposobnost za korišćenje svih instrumenata kako bi uticala na operativni cilj, u funkciji ostvarenja krajnjeg cilja“ (Kirchner, Kruk, 2006, 4). Intencija za nezavisnošću je logična, budući da je empirijski utvrđena obrnuta srazmera između stepena nezavisnosti centralne banke i stope inflacije.

- Odsustvo fiskalne dominacije – poslednjih par decenija se pokazalo da je monetarna politika izuzetno moćno oruđe za stabilizaciju makroekonomskih performansi, ali da je njena efikasnost limitirana usled dominacije fiskalne politike. „Fiskalna stabilnost i snažan fiskalni režim je primarni uslov za implementaciju ciljanja inflacije. Fiskalna dominacija predstavlja situaciju u kojoj neodgovorna fiskalna politika (visok fiskalni deficit) primorava monetarnu vlast na monetizaciju vladinih dugova, uzrokujući rapidan rast novčane mase i visoku inflaciju.“ Takođe, kvazi-fiskalne aktivnosti kao što je pozajmljivanje određenim povlašćenim sektorima, bilo direktno od strane centralne banke, bilo indirektno kroz sistem državnih banaka erodira kredibilitet centralne banke, podstiče inflatorna očekivanja privatnog sektora i rezultira suboptimalnim rezultatima monetarne politike.
- Transparentnost i odgovornost – podrazumeva izgradnju efikasne komunikacione strategije koja bi na transparentan način i u kontinuitetu predstavljala „informativni most“ između centralne banke i najšire javnosti. „Postoji dobar razlog da se centralna banka obaveže na sistemski pristup monetarnoj politici, ne samo zbog toga što to obezbeđuje eksplicitni okvir za donošenje odluka, već i zato što je to korisno prilikom objašnjavanja odluka javnosti.“ Transparentnost se izgrađuje putem usvajanja odgovarajućih mehanizama informisanja javnosti o ciljevima i planovima centralne banke, dok odgovornost proizilazi iz operativne autonomije u kontekstu (ne)ostvarenja proklamovanog cilja. Najvažniji mehanizmi koji obezbeđuju odgovornost centralne banke za performanse monetarne politike su: (1) publikacija regularnih izveštaja o inflaciji i izveštaja o monetarnoj politici; (2) publikacija specijalnih izveštaja i otvorenih pisama u slučaju značajnijeg „promašivanja“ cilja; (3) upotreba „zaštitinih klauzula“ koje smanjuju odgovornost centralne banke i izvanrednim situacijama, kao i definisanje modaliteta reakcije monetarne politike na različite vrste šokova; (4) objavljivanje odlomaka sa sastanaka kreatora monetarne politike; (5) monitoring od strane izvršne ili zakonodavne vlasti (dostavljanje posebnih izveštaja); (6) monitoring od strane supervizorskog odbora centralne banke; (7) smena nosilaca odlučivanja (guvernera ili članova odbora) u slučaju nezadovoljavajućih performansi.
- Harmonija i zajednička odgovornost monetarne i fiskalne politike – budući da i monetarna i fiskalna politika mogu da utiču na inflaciju, ciljanje inflacije podrazumeva visok nivo koordinacije ove dve politike. Nadalje, budući da se cilj kvantifikuje kroz praćenje nekog od indeksa cena, a cene nekih proizvoda i usluga definiše i/ili kontroliše vlada, logično je da pored efikasne koordinacije monetarne i fiskalne politike, postoji i podela odgovornosti za (ne)ostvarivanje ciljeva monetarne politike. Kao odraz te harmonije, u nekim zemljama (Srbija je dobar

primer), centralna banka i vlada zaključuju odgovarajući aranžman kao manifest zajedničkih težnji u pravcu monetarne stabilnosti, koji povlači i zajedničku dogovornost.

- **Fleksibilni devizni kurs** – prepuštanje deviznog kursa delovanju tržišnih sila ponude i tražnje, odraz je liberalizacije finansijskog sistema, ali i potrebe za uspostavljanjem tipičnog „amortizera“ koji bi apsorbirao eksterne šokove. Nadalje, udaljavanjem deviznog kursa iz fokusa monetarne politike, stabilnost cena postaje uočljivija kao ultimativni prioritet monetarne politike. Upravo, jedna od opasnosti ciljanja inflacije je refokusiranje javnosti ka deviznom kursu kao, možda ne važnijem, ali često ravnopravnom cilju monetarne politike. Međutim, ovaj elemenat ciljanja inflacije je često predmet kritike iz najmanje dva razloga. Prvi, što monetarna politika postaje „kratkovida“, ne uvažavajući činjenicu da devizni kurs značajno može da utiče na nivo cena (npr. posredstvom cena uvoznih dobara). Drugi, volatilan devizni kurs izaziva finansijsku nestabilnost, a u visoko euroizovanim/dolarizovanim ekonomijama utiče na eskalaciju nominalnih dugova (u uslovima depresijacije), što devastira performanse finansijskog sektora i ugrožava režim ciljanja inflacije.

Operativni zahtevi u pogledu efikasne implementacije odnose se na „tehničke detalje“ samog procesa: poznavanje transmisionog mehanizma monetarne politike, efikasan monetarni instrumentarijum, adekvatno merenje i objavljivanje ekonomskih informacija, definisanje adekvatne mere inflacije (neki od indeksa cena), definisanje cilja (ciljnog raspona sa centralnom vrednošću), publikovanje zvaničnih prognoza inflacije i inflacionih očekivanja,

4. Efekti ciljanja inflacije – empirijska analiza

Ciljanje inflacije proklamuje eksplicitan cilj prvorazrednog prioriteta (stabilnost cena), a u svojoj fleksibilnoj varijanti promoviše i posvećenost ostalim ciljevima (često su to proizvodnja, finansijska stabilnost i sl.), u meri u kojoj ostvarenje tih ciljeva ne ugrožava ostvarenje primarnog cilja. Dakle, od uspostavljanja ciljanja inflacije, na sceni je novi konsenzus na području monetarne politike koji se zasniva na dugoročnoj posvećenosti stabilnosti cena. Ekskluzivitet stope inflacije proizilazi iz nekoliko logičnih ekonomskih činjenica: (1) uprkos postojanju monetarne neutralnosti u dugom roku, monetarna politika na kratak rok može imati efekte na realnu ekonomiju; (2) visoka i nestabilna inflacija ima devastirajuće efekte na ekonomiju, rezultira suboptimalnom alokacijom ekonomskih resursa i ugrožava ekonomski rast; (3) verovatno najjasniji cilj centralne banke u očima javnosti je svakako inflacija; (4) proklamovanje stope inflacije kao prvorazrednog cilja rešava probleme konfliktnosti višestrukih ciljeva i, po automatizmu, identifikuje prioritete mere

kada dođe do monetarne nestabilnosti. Iako se ovde favorizuje pravilo u odnosu na diskreciju, praktična implementacija je pokazala da je najbolje srednje rešenje: više od pravila, manje od apsolutne diskrecije – ograničena diskrecija. Prema Bernanke (2003) ciljanje inflacije u praksi ne predstavlja strategiju zasnovanu na „slepom“ mehaničkom pravilu; ona se može označiti kao režim „ograničene diskrecije“ i komunikacione strategije koja, fokusiranjem na očekivanja i eksplanacijom strategije najširoj javnosti, nastoji da usidri inflaciona očekivanja i promovise stabilnost cena, zajedno sa stabilnošću proizvodnje i zaposlenosti.

Iako mnogi smatraju da ciljanje inflacije nije revolucionarna ideja, već da je odraz evolucije monetarne politike, od prvobitnog ciljanja monetarnih agregata uvedenog u Nemačkoj i Švajcarskoj, popularnost ove nove (ili derivirane) monetarne paradigme svakako ne dolazi u pitanje.

Tabela br. 4: Usvajanje režima ciljanja inflacije i ciljni rasponi (cilj)

Zemlja	Vreme usvajanja	Inflacioni cilj	Zemlja	Vreme usvajanja	Inflacioni cilj
Novi Zeland	1989	1-3	Meksiko	2001.	3 +/-1
Kanada	1991.	1-3	Norveška	2001.	2.5
Engleska	1992.	2	Peru	2002.	1-3
Australija	1993.	1-3	Filipini	2002.	4 +/- 1
Švedska	1993.	2	Bocvana	2002.	3-6
Finska	1993.	Od 1999. euro	Gvatemala	2005.	5 +/- 1
Španija	1995.	Od 1999. euro	Indonezija	2005.	5 +/- 1
Izrael	1997.	1-3	Rumunija	2005.	3 +/- 1
Češka Republika	1998.	2+/-1	Slovačka	2005.	Od 1999. euro
Poljska	1998.	2.5+/-1	Jermenija	2006.	5.5
Juž. Koreja	1998.	3+/-1	Turska	2006.	5.5
Brazil	1999.	4,5+/-2	Japan	2006.	1-2
Čile	1999.	3+/-1	Srbija	2006.	4.5 +/- 1.5
Kolumbija	1999.	2-4	Gana	2007.	8.5 +/- 2
Južna Afrika	2000.	3-6	Kina	2010.	4
Tajland*	2000.	0,5-3	Uganda*	2011.	< 5
Švajcarska	2000.	0-2	SAD**	2012	2
Mađarska	2001.	3	Rusija***	---	5-6
Island	2001.	2,5	Euro zona (implicitno)	---	2 i niže

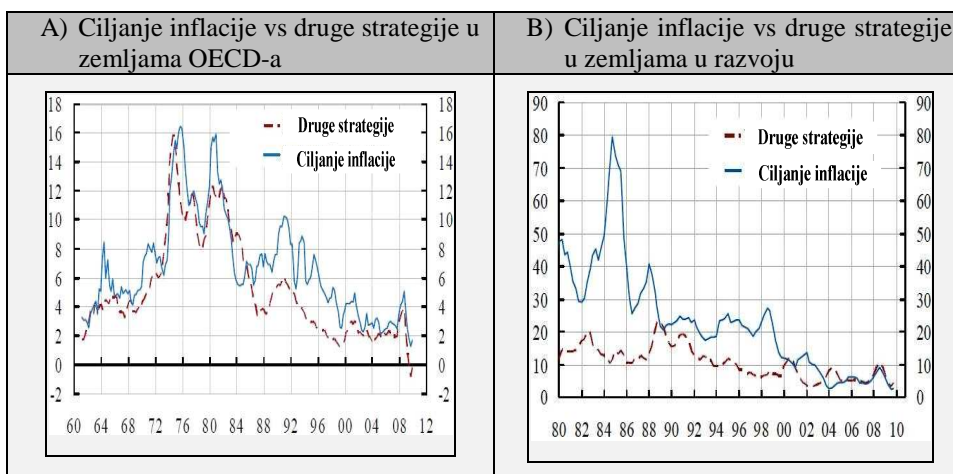
* centralna banka cilja baznu inflaciju; ** Fed cilja specifični indeks cena, tzv. PCE (indeks ličnih izdataka za potrošnju); Rusija je u tranzicionom period ka režimu ciljanja inflacije sa ciljem ostvarivanja inflacije u rasponu 4-5% od 2014. godine

Izvor: Internet stranice centralnih banaka, MMF

Efekti na inflaciju i inflaciona očekivanja

Efekti ciljanja inflacije su najvidljiviji ukoliko se uporede makroekonomske performanse u kontekstu inflacije i inflacionih očekivanja, s jedne strane, odnosno stope rasta realnog BDP-a i njegove volatilnosti, između zemalja koje su usvojile ciljanje inflacije i onih koje primenjuju druge modalitete monetarne politike.

Prikaz 1: Prosečna inflacija u zemljama OECD-a i zemljama u razvoju



Izvor: Svenson, 2010, 9-10.

Panel A na grafikonu prikazuje kretanje prosečne stope inflacije u zemljama OECD koje su usvojile režim ciljanja inflacije, u odnosu na zemlje koje primenjuju druge strategije monetarne politike. Interesantno je da je linija trenda inflacije gotovo identična, odnosno da se poklapaju faze povećanja inflacije i disinflatorne epizode. Ono što je još interesantnije je da u periodu nakon usvajanja ciljanja inflacije, stopa inflacije je u proseku manja kod zemalja OECD-a koje primenjuju druge tipove strategija monetarne politike. Jedno od objašnjenja je da je teško izvesti valjanu analizu, s obzirom da je teško razvrstati zemlje OECD-a po kriterijumu tipa monetarne politike, budući da mnoge od zemalja primenjuju neke od bazičnih elemenata ciljanja inflacije, ali se nisu eksplicitno deklarirale. Rezultati empirijskih studija podupiru gledište da ciljanje inflacije nije unapredilo ekonomske performanse. Ball i Sheridan (2005) nisu našli dokaze u prilog ciljanja inflacije, pravdajući to verovatno sličnim politikama kamatne stope. Takođe, oni naglašavaju da zemlje koje ne primenjuju ciljanje inflacije baziraju monetarnu politiku na Tejlorovim pravilima, što je komplementarno sa politikama mehanizmima kod primene ciljanja inflacije. „Ovi rezultati sugerišu da formalni i institucionalni aspekti

ciljanja inflacije – publikovanje ciljeva, izveštaja o inflaciji, povećana nezavisnost centralne banke – nisu značajni“ za ostvarivanje monetarne stabilnosti. Angeriz i Arestis (2008) su koristeći multivarijantne STS modele došli do sličnih zaključaka. Iako naglašavaju da su njihovi nalazi preuranjeni, došli su do zaključaka da isti silazni trend u stopi inflacije imaju i zemlje koje primenjuju ciljanje inflacije kao i zemlje koje su implementirale druge monetarne strategije.

Panel B prezentira rezultate iste analize, ali za zemlje u razvoju. Vidimo da su ove zemlje imale problematičniju istoriju monetarne (ne)stabilnosti, ali da su nakon usvajanja ciljanja inflacije značajnije smanjile prosečnu stopu inflacije u odnosu na zemlje u razvoju koje primenjuju druge monetarne strategije. Batini i Laxton (2007) su došli do zaključaka da je implementacija ciljanja inflacije povezana sa nižom inflacijom, nižim inflatornim očekivanjima i smanjenim stepenom varijabilnosti inflacije, uz nepostojanje vidljivih negativnih efekata na proizvodnji, kretanje deviznog kursa, kamatnih stopa, deviznih rezervi. Takođe, institucionalne pretpostavke nisu ključne, ali oni sugerišu izgradnju institucionalnih mehanizama kako bi ciljanje inflacije rezultiralo većim ekonomskim benefitima. Lin i Ye (2009) su došli do zaključaka da ciljanje inflacije ima veliki i značajan uticaj na smanjenje inflacije i njene varijabilnosti u 13 zemalja u razvoju, kao i da su benefiti u kredibilitetu, po osnovu eksplicitnog objavljivanja ciljanja inflacije, znatno veći u zemljama u razvoju nego u razvijenim zemljama.

Kada je reč o inflacionim očekivanjima, empirijske studije svakako govore u prilog „sidrenju očekivanja“ u uslovima ciljanja inflacije. Ravenna (2008) je analizirao uticaj ciljanja inflacije na monetarnu stabilnost Kanade i došao do zaključka da su najvažnije determinante niske inflacije cene uvoznih dobara, domicilna i strana kamatna stopa. Nadalje, moglo bi se zaključiti da ciljanje inflacije snižava prosečnu stopu inflacije „sidrenjem“ dugoročnih inflacionih očekivanja. Batini i Laxton (2007) su koristeći indeks pritiska na deviznom tržištu došli do zaključka da ciljanje inflacije rezultira, kako smanjenjem stope inflacije, tako i nivoa i varijabilnosti inflacionih očekivanja.

Tabela br. 3: Elastičnost inflacionih očekivanja u odnosu na aktuelnu inflaciju

Režim M.P./Procena	1 godina	3 godine	5 godina	6-10 godina
Ciljanje inflacije	0,00	0,00	0,00	0,24
Druge strategije	0,23	0,12	0,7	0,00

Izvor: MMF, World Economic Outlook, 108.

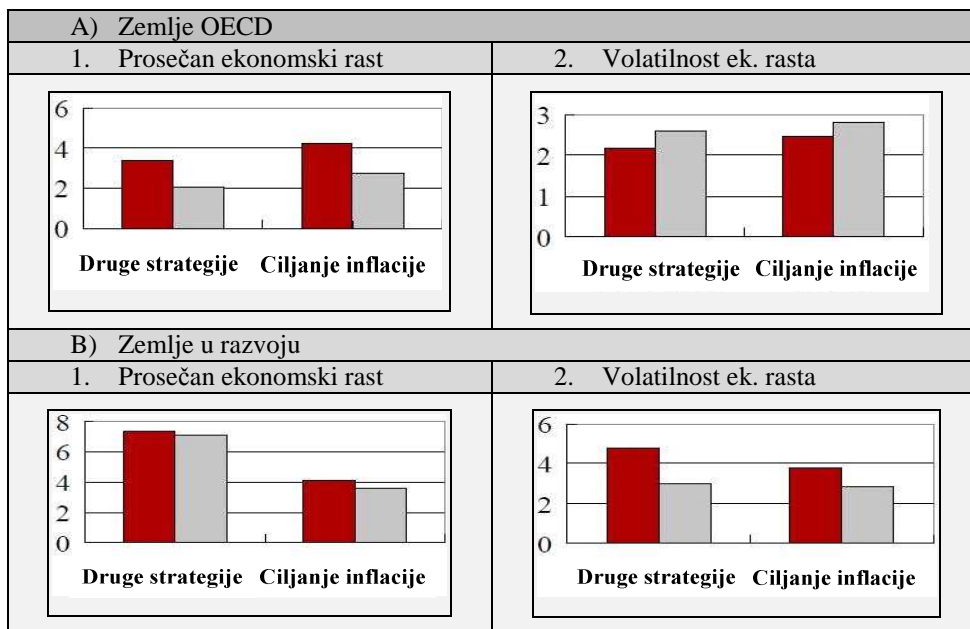
Koeficijent transmisije aktuelne na očekivanu inflaciju, kao što vidimo, zavisi i od režima monetarne politike. Zemlje koje primenjuju ciljanje inflacije mogu da računaju na efekat kašnjenja u transmisiji, jer su inflaciona očekivanja usidrena,

što monetarnoj politici daje potrebnu fleksibilnost i potrebno vreme za adekvatnu reakciju. S druge strane, u zemljama koje ne primenjuju ciljanje inflacije, inflaciona očekivanja promptno reaguju, uz redukciju koeficijenta transmisije sa protokom vremena. „Zemlje koje ne primenjuju ciljanje inflacije – mnoge od njih formalno ili neformalno ciljaju nominalni devizni kurs – su manje uspešne u sidrenju inflacionih očekivanja. Nadalje, drugi faktori specifični za odnosnu zemlju (izuzev režima monetarne politike) – kao što su stepen fleksibilnosti tržišta rada, efikasnost fiskalne politike – takođe mogu uticati na stepen reakcije inflacionih očekivanja u odnosu na promenu tekuće inflacije.“

Efekti na ekonomski rast

Uticaj ciljanja inflacije na ekonomski rast je kompleksniji analitički problem, najmanje iz dva razloga. S jedne strane, uticaj stope inflacije na ekonomski rast je posredan, putem stvaranja systemske stabilnosti i „sidrenja“ inflatornih očekivanja, što blagotvorno može uticati na ekonomski rast. S druge strane, praksa je pokazala da je u periodima viših stopa inflacije neophodno monetarnim restrikcijama „žrtvovati“ ekonomski rast u kraćem roku, kako bi se ostvarili kasniji benefiti koji proizilaze iz stabilnosti cena. Međutim, „kada se ostvari niska inflacija, ciljanje inflacije ne ugrožava realnu ekonomiju.“ (Mishkin 2002, 151).

Prikaz 2: Ciljanje inflacije i ekonomski rast u zemljama OECD-a i zemljama u razvoju



Izvor: Svenson, 2010, 12.

Panel A prikazuje prosečan ekonomski rast i stepen njegove (ne)stabilnosti u zemljama OECD-a, pri čemu su teško vidljivi efekti. Empirijske studije ukazuju da u ovoj grupaciji zemalja, ciljanje inflacije ima neutralan efekat u kontekstu ekonomskog rasta, što opovrgava pesimističke stavove u pogledu uticaja ciljanja inflacije na realni sektor ekonomije. Ball i Sharidan (2005) su došli do zaključka da ciljanje inflacije deluje neutralno na prosek i volatilonost ekonomskog rasta; Fang, Miller, Lee (2009) su došli do zaključaka koji ohrabruju pesimističke stavove u pogledu ciljanja inflacije, budući da su došli do nalaza da ciljanje inflacije u kraćem roku smanjuje prosečan rast (što bi moglo biti na liniji sugestija ekonomske teorije) i povećava varijabilnost ekonomskog rasta, ali da se ti efekti neutralizuju u dužem roku. Goncalves and Carvalho (2009) su potvrdili postojanje „ustupka za ustupak“ između inflacije i proizvodnje u periodima disinflacije, apostrofirajući da zemlje koje primenjuju ciljanje inflacije imaju „stopu žrtvovanja“ proizvodnje za 7% manju, u odnosu na zemlje koje primenjuju druge strategije monetarne politike, prilikom obaranja inflacije za 1%.

Panel B prikazuje iskustva zemalja u razvoju u kontekstu prosečnog ekonomskog rasta i njegove (ne)stabilnosti i govori u prilog tezi da je ciljanje inflacije obezbedilo ipak veće benefite zemljama u razvoju. Empirijske studije uglavnom ukazuju na pozitivne efekte implementacije ciljanja inflacije – smanjenje volatilonosti ekonomskog rasta, uz neutralan uticaj na prosečan ekonomski rast.

Tekući izazovi

Globalna finansijska kriza je na različite načine „uzdrmla“ zemlje, ali nisu malobrojne one koje su pored finansijske stabilnosti iskusile i monetarnu nestabilnost. Iako je teško presuditi između ekstremnih stavova, da li je monetarna politika najveći krivac za krizu (Taylor, 2010), ili monetarna politika nije proizvela krizu (što se može često pronaći i u analizama MMF-a), svakako da je primereno ukazati na neke od izazova koje je kriza nametnula ciljanju inflacije. Pre krize, dominantni pristup u monetarnoj politici – koji je povezan sa ciljanjem inflacije – je da centralne banke treba da slede jednostavne principe, ne da ciljaju cene aktive niti da pokušaju da izduvaju (probuše) balon, nego da primene „strategiju svršenog čina“ koja podrazumeva infuziju likvidnosti kako bi se izbegao makroekonomski krah. Iako je ciljanje inflacije zasnovano na eksplicitnim pravilima u pogledu operativnog i krajnjeg cilja prilično jednostavno, reakcije centralne banke bi trebalo da zavise od faktora koji uzrokuju poremećaje u sferi monetarne stabilnosti, u zavisnosti da li su u pitanju šokovi ponude ili tražnje. Kriza je pokazala nemoć monetarne politike u ex ante procikličnom delovanju (u osnovi nije ga ni bilo), ali bi mogla da pomogne prilikom redizajniranja okvira monetarne politike, po osnovu sledećih pouka:

(1) finansijski faktori i uslovi mogu da imaju značajne posledice na mehanizam transmisije monetarne politike, smanjujući efikasnost kamatne stope kao bazičnog instrumenta; (2) upravljanje kamatnim stopama jeste potreban, ali samostalno nije dovoljan uslov za održavanje finansijske stabilnosti; (3) uticaj povećanja sistemskog rizika na ekonomsku aktivnost u mnogome zavise od stepena inkorporiranosti finansijskog sektora, leveridža u finansijskom, realnom sektoru i sektoru domaćinstava; (4) u pretkriznom periodu, centralne banke su insistirale na nižem nivou rezervi depozitnih institucija, što se pokazalo kao neadkvatno u kriznom periodu; (5) monetarnu politiku centralnih banaka bi trebalo lečiti od „kratkovidosti“, odnosno refokusirati je na stabilnost cena kao neprikosnovenog cilja, na stabilnost finansijskog sistema, kontrolu rasta kredita, praćenje cena aktive. Ono što je ipak kontraargument u prilog upotrebnoj vrednosti ciljanja inflacije je da smanjuje verovatnoću nastanka krize. „Na nivou od 5% značajnosti, ciljanje inflacije je povezano sa manjom verovatnoćom nastanka krize, možda zbog, više de jure, manje de facto, fleksibilnog režima deviznog kursa.“

Iako je pomenuti konsenzus o ulozi monetarne politike remetilački factor njenog redizajniranja u funkciji efikasnosti u kriznim situacijama, dva pitanja su naročito interesantna: (1) da li je centralna banka sposobna da bude efikasnija u odnosu na samo finansijsko tržište, kako bi prepoznala bujanje cena active i preduzela kontraciklične mere?; (2) da li je moguće upotrebiti kamatnu stopu kao operativni instrument u okviru ciljanja inflacije, za obuzdavanje cena aktive, odnosno za instrument „naginjanja protiv vetra“. Oba izazova za centralnu banku su velika, ali je realna mogućnost njihovog prevladavanja, budući da je moguće identifikovati trendove u kretanju cena aktive, ali i upotrebiti kamatnu stopu kao kontraciklični instrument. Kada je reč o drugom izazovu dilema „naginjanje vs čišćenje“ je geografski podelila kreatore ekonomske politike: dok su Evropljani i Japanci za proaktivan koncept obuzdavanja, dotle su ekonomisti u SAD uglavnom za pasivni koncept ex post reagovanja u smislu „podmazivanja“ putem snižavanja kamatne stope. Reč je o tzv. Grinspenovoj doktrini prema kojoj cene aktive imaju specijalnu ulogu i da centralna banka ne bi trebalo da konfrontira svoje instrumente (kamatnu stopu) u odnosu na trendove kretanja cena aktive zbog specifičnih ekonomskih teškoća u pogledu identifikacije balona, ekonomskih troškova i sl. Podržavajući ovu doktrinu, uz doprinos konsenzusu u pogledu posvećenosti stabilnosti cena kao ultimativnom cilju, Mishkin (2010) apostrofira nekoliko pouka: (1) razvoj finansijskog sektora ima veći uticaj na ekonomsku aktivnost; (2) makroekonomska kretanja su izrazito nelinearna; (3) doktrina donje nulte granice nominalne kamatne stope je problematičnija nego što se ranije mislilo; (4) troškovi saniranja posledica krize su veoma visoki; (5) stabilnost cena i proizvodnje na obezbeđuje finansijsku stabilnost. Kriza je ukazala de je neophodna permanentna adaptacija monetarne politike, situacioni pristup,

prilagođavanje u hodu. Takođe, s obzirom na stepen globalizacije ekonomije, neophodne su koordinirane aktivnosti na globalnom nivou, kako bi se prevazišće posledice krize. Ili, kako ističe Taylor (2010), 70-ih godina prošlog veka zemlje su upražnjavale ireverzibilnu logiku: „Kejnz kod kuće, Adam Smit u inostranstvu“, što je rezultiralo slabim ekonomskim performansama. Kada su mnoge zemlje usvojile concept „Adam Smit i kod kuće i u inostranstvu nastupio je talas dvadesetogodišnjeg progressa i stabilnosti bez presedana. U period ove krize, iskusili smo povratak kenzijskih politika, i da ironija bude veća izgleda da idemo ka principu „Kejnz i kod kuće i u inostranstvu“. Ako smo naučili lekcije, trebalo bi što je pre moguće da se vratimo na pristup „Adam Smit i kod kuće i u inostranstvu“. Naravno, ne možemo se u potpunosti vratiti na početak. Svet je različit. Politika, uključujući i monetarnu politiku, mora da adaptira ovaj pristup kako bi se „izborila“ sa povećanom globalizacijom.

Zaključak

Ciljanje inflacije predstavlja jednu od strateških monetarnih alternativa, koja je široko primenljiva, kako u razvijenim, tako i u zemljama u razvoju i tranziciji. Ona podrazumeva eksplicitno objavljivanje kvantitativnog, jednocifrenog numeričnog cilja za stopu inflaciju u jednom srednjoročnom periodu (obično dve-tri godine unapred) i apsolutnu posvećenost ostvarivanju proklamovanog cilja – stabilne i niske stope inflacije. Implementacija ciljanja inflacije treba da usledi nakon disinflatornog perioda, kako bi već postignuta monetarna stabilnost, kao pozitivna internalija, doprinela učvršćivanju režima ciljanja inflacije i prihvatljivim rezultatima u inicijalnoj fazi implementacije. Nadalje, neophodno je obezbediti ravnopravnost monetarne i fiskalne politike, kako monetarna politika ne bi bila u ulozi pasivnog aktera koji apsorbuje udare koji dolaze iz sfere fiskusa. Takođe, neophodno je uspostaviti režim fleksibilnog deviznog kursa koji bi imao ulogu apsorbera eksternih šokova, ali i robustan finansijski sektor (pre svega bankarski sektor), koji bi bio otporan, kako na eksterne, tako i na interne šokove, doprinoseći finansijskoj stabilnosti. Nadalje, strategija ciljanja inflacije podrazumeva instrumentalnu nezavisnost centralne banke, efikasan sistem komunikacije između centralne banke i najšire javnosti, transparentnost akcija i planova monetarnih autoriteta, kao i odgovornost za preduzete mere i (ne)ostvarene rezultate. Empirijske analize nedvosmisleno ukazuju da je ciljanje inflacije rezultiralo unapređenjem makroekonomskih performansi u kontekstu trenda i varijabilnosti inflacije, inflacionih očekivanja i ekonomskog rasta. Na terenu empirijske ocene performansi ciljanja inflacije, važno je apostrofirati nekoliko činjenica. Prva, implementacija ciljanja inflacije nije povezana sa negativnim efektima na ekonomski rast (ni u zemljama OECD niti u zemljama u razvoju), dok je primetan pozitivan efekat na stabilizaciju (smanjenje volatilnosti) proizvodnje u

zemljama u razvoju. Druga, zemlje koje su implementirale ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju imaju manju „stropu žrtvovanja“ prilikom obaranja inflacije (kratkoročna Filipsova kriva je „strmija“, pa su i stabilizacioni troškovi manji) u odnosu na zemlje koje primenjuju druge monetarne strategije. Treća, zemlje u razvoju koje su implementirale ciljanje inflacije beleže smanjenje prosečnog nivoa inflacije. Četvrta, zemlje koje primenjuju ciljanje inflacije imaju manji koeficijent transmisije aktuelne na očekivanu inflaciju, što implicira da je ciljanje inflacije efikasnije u odnosu na druge monetarne strategije, dopuštajući da i drugi faktori osim režima monetarne politike (tržište rada, fiskalna politika) mogu doprineti „sidrenju“ inflacionih očekivanja.

Literatura

- Angeriz, A., Arestis, P., (2008), Assessing Inflation Targeting Through Intervention Analysis, *Oxford Economic Papers*, 60(2): 293-317.
- Ball, L., Sheridan, N., (2005), Does Inflation Targeting Matter? in Bernanke, S.B., Woodford, M., (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, The University of Chicago Press, 249-276.
- Batini, N., Laxton, D., (2007), Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets, in Mishkin, F., Schmidt-Hebbel K., (eds.), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, vol. 11 of *Central Banking, Analysis, and Economic Policies*, Central Bank of Chile, 467-506.
- Bernanke, B. S., (2003), A Perspective on Inflation Targeting, At the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C.
- Bernanke, B., Laubach T., Mishkin, F., Posen, A., (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Blanchard, O., (2007), Central Banking: Is Science Replacing Art?, u *Monetary Policy, A Journey from Theory to Practice*, Frankfurt: European Central Bank.
- Blanchard, O., Giovanni, D., Mauro, P., (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note No. SPN/10/3, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Davidović, M., Zelenović, V., (2010), *Global Financial Crisis – Lessons Learned*, International Conference “Contemporary Issues in Economics, Business and Management”, Kragujevac, Srbija.
- Fang, W., Miller, M.S., Lee, C., (2009), Inflation Targeting Evaluation: Short-run Costs and Long-run Irrelevance, University of Nevada, Department of Economics Working Paper 0920.
- Freedman, C., Laxton, D., (2009), Why Inflation Targeting, International Monetary Fund, Working Paper No. wp/09/86, Washington, D.C.
- Goncalves, S.C.E., Carvalho, A., (2009), Inflation Targeting Matters: Evidence from OECD Economies’ Sacrifice Ratios, *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(1): 233-243.

- Greenspan, A., (2005), Opening Remarks, u *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Heenan, G., Peter, M., Roger, S., (2006), Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, International Monetary Fund, Working Paper No. wp/06/278, Washington, D.C.
- International Monetary Fund, (Oktobar 2008), World Economic Outlook, IMF, Washington, D.C.
- Issing, O., (2004), Inflation Targeting: A view From the ECB, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August.
- Issing, O., (2012), Central banks – Paradise Lost, Institute for Monetary and Economics Studies, Tokio, Japan
- Kirchner, R., Kruk, D., (2006), Adopting Inflation Targeting: Overview of Economic Preconditions and Institutional Requirements, German Economic Team, Working Paper PP/06/07.
- Lin, S., Ye, H., (2009), Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries?, *Journal of Development Economics*, Vol. 89(1), 118-123.
- Lucas, E.R., (2007), Central Banking: Is Science Replacing Art? u *Monetary Policy, A Journey from Theory to Practice*, Frankfurt: ECB.
- Mishkin, F.S., (2001), From Monetary targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialized Countries, Policy Research Working Paper No. 2684.
- Mishkin, F.S., (2004), Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?, NBER Working Paper No. 10646.
- Mishkin, S, F., (2002), Does Inflation Targeting Matter? Commentary on Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol 84(4), 151-158.
- Mishkin, S.F., (2007), Will Monetary Policy Become More of a Science? NBER Working Paper No. 13566.
- Mishkin, S.F., (2010), Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, ECB Central Banking Conference, “Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis”, Fkankfurt, Germany.
- Mishra, A., Mishra, V., (2009), Pre-conditions for Inflation Targeting in an Emerging Economy: The Case of India, Monash University, Department of Economics, Development Research Unit Working Paper Series No. 08-09.
- Papademos, L. D., (2009), The 'Great Crisis' and Monetary Policy: Lessons and Changes, in Oesterreichische Nationalbank, 37th Economic Conference, Wien.
- Ravenna, Federico (2008), “The Impact of Inflation Targeting: Testing the Good Luck Hypothesis, Preuzeto 10. juna 2012. godine sa http://ic.ucsc.edu/~fravenna/home/open_new_may1.pdf
- Svenson, E.O.L., (2010), Inflation Targeting, NBER Worikng Paper 16654, Preuzeto 15. marta 2012. godine sa internet adrese <http://www.nber.org/papers/w16654>.
- Svensson, E.O.L., (2009), Flexible Inflation Targeting-Lessons from the Financial Crisis, govor održan na seminaru “Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis”, Amsterdam: The Netherlands Bank.
- Taylor, B.J., (2007), Housing and Monetary Policy, u *The Federal Reserve Bank*, ed., Housing, Housing Finance, and Monetary Policy.

- Taylor, B.J., (2010), Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy in Emerging Markets, L.K. Jha Memorial Lecture, Platinum Jubilee Celebration, Reserve Bank of India, Mumbai.
- Truman, M.E., (2003), Inflation Targeting in the World Economy, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Walsh, E.C., (2009), Inflation Targeting: What Have We Learned?, The John Kuszczak Memorial Lecture, prepared for "International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting, Bank of Canada.
- Woodford, M., (2003), Interest and Prices: foundations of a theory of monetary policy, Princeton: Princeton University Press.

INFLATION TARGETING: DETERMINANTS, PRECONDITIONS, EFFECTS

Abstract: Inflation targeting is prognostically oriented strategy, using as an anchor expected inflation, focused low and stable inflation rate (numerical target or target range with a midpoint) as the ultimate goal. In relation to the loosening commitment to uniform, "softer version" (flexible inflation targeting) implies coexistence of more goals, but clearly the hierarchy and priority of monetary stability in the operationalization of monetary policy. Design, implementation and evaluation of an inflation targeting strategy involves the establishment of institutional mechanisms as an effective monetary management attributes: independence and accountability of the central bank, the absence of fiscal dominance, the transparency of monetary policy, exchange rate flexibility, harmony and a shared responsibility of the monetary and fiscal authorities. Additional conditions concerning the general economic environment: price stability, the absence of external and structural dominance, the fiscal balance, the developed and robust financial sector. The effects of inflation targeting could be seen as positive, in order to reduce the average level of inflation, inflation expectations, reducing the volatility of economic growth, with a neutral impact on the average economic growth. The empirical analysis also suggests that the "rate of sacrifice" production during disinflation is lower by as much as 7% in countries that implement inflation targeting, as compared to other countries that apply the monetary strategy.

Keywords: inflation, the central bank, inflation expectations