

## Nezavisnost centralne banke i institucije monetarne politike: Prošlost, sadašnjost i budućnost

Alex Cukierman\*

**Rezime:** U prošlosti se od centralnih banaka očekivalo – shodno zakonu, običaju, ili i jednome i drugome – da koriste svoje instrumente da bi ostvarile višestruke ciljeve, kao što su visoka stopa rasta i zaposlenosti, obezbeđivanje sredstava za državne rashode i rešavanje problema platnog bilansa. Danas je zakonska i stvarna nezavisnost centralnih banaka znatno veća nego što je bila pre dvadeset godina, a njihov primarni cilj je postao stabilnost cena. U ovom radu se ispituju institucionalne promene koje su se desile tokom poslednje dve decenije u oblasti autonomije centralnih banaka i povezanih institucija monetarne politike širom sveta, uz prikaz skupljenih empirijskih dokaza o odnosu između nezavisnosti centralnih banaka i makroekonomskih performansi. Ono što je naučeno o stabilizaciji inflacije razmatra se zajedno sa nezavisnošću centralnih banaka u širem kontekstu izbora nominalnog sidra. U poslednjem delu se razmatraju budući izazovi sa kojima se suočavaju nezavisne centralne banke u eri stabilnosti cena. Kada se inflacija savlada, od banke se prirodno očekuje da više pažnje posveti stabilizaciji output gega. Rizici koji su povezani s tako fleksibilnim režimom ciljanja inflacije ispituju se zajedno s pitanjima odgovornosti i transparentnosti koja postaju sve važnija u novom režimu. Rad takođe ispituje i izbor između demokratske odgovornosti i autonomije centralne banke, koji se pojavljuje u kontekstu raspodele dobiti (gubitaka) centralne banke između centralne banke i vlade, kao i pitanja određivanja kapitala centralne banke.

**Ključne reči:** Nezavisnost centralne banke, Makroekonomske performanse, Cenovna stabilnost, Output gep, Nominalna sidra

**JEL:** E42, E52, E58

---

\* Ekonomska škola Berglas, Univerzitet u Tel-Avivu, gostujući profesor na Univerzitetu Princeton: alexcuk@post.tau.ac.il. *Dozvola za prevod i objavljivanje: 05. Septembar 2007.* Zahvaljujemo se Alex Cukierman-u na dozvoli za prevod i objavljivanje u našem časopisu. (Prim. ur). Radni dokumenti Centralne banke Čilea. Agustinas 1180. Serija radnih dokumenata Centralne banke Čilea predstavlja ekonomsko istraživanje koje su sproveli zaposleni Centralne banke i spoljni saradnici banke. Svrha ovih dokumenata je da se da doprinos diskusiji o bitnim pitanjima i da se razviju novi analitički ili empirijski pristupi u analizama. Jedini cilj Radnih dokumenata je prikazivanje preliminarog istraživanja radi diskusije i komentarisanja. Izdavanje Radnih dokumenata ne podleže prethodnom odobrenju članova Uprave Centralne banke. Stavovi i zaključci prikazani u dokumentima isključivo su stavovi i zaključci autora i ne moraju prikazati stav Centralne banke Čilea ili članova Uprave.

## I Uvod

Pre dvadeset godina većina centralnih banaka u svetu funkcionisale su kao službe ministarstva finansija. U prošlosti se od većine centralnih banaka očekivalo – shodno zakonu, običaju, ili i jednom i drugom – da koriste svoje instrumente radi ostvarenja mnoštva ciljeva, kao što su visoke stope rasta i zaposlenosti, obezbeđivanje sredstava za državne rashode i rešavanje problema platnog bilansa.<sup>1</sup> Takođe se očekivalo da održe finansijsku stabilnost i stabilnost cena, ali cilj stabilnosti cena bio je jedan od ciljeva u osnivačkom aktu banke i nije imao nikakav poseban status. U nekim slučajevima, poput Španije i Norveške, nije se čak ni spominjao u aktima. U skladu sa realnošću, ni ekonomska teorija nije pridavala neku posebnu važnost nezavisnosti centralne banke, a koncept kredibiliteta monetarne politike je tek nastajao. Štaviše, kao primetno nasleđe Kejnza, postojalo je uverenje da određena stopa inflacije doprinosi ekonomskom rastu.

Iako su neke banke imale umerenu zakonsku autonomiju, nivo stvarne nezavisnosti je obično bio manji od one naznačene u zakonu, posebno u zemljama u razvoju. Uz nekoliko izuzetaka, centralne banke nisu bile nezavisne prilikom izbora svojih instrumenata, a odgovornost za stabilnost cena zadržali su, bar implicitno, ministarstvo finansija i drugi ekonomski organi vlade. U nekoliko razvijenih ekonomija sa velikim tržištima kapitala (poput Japana, Ujedinjenog Kraljevstva, Sjedinjenih Država i Zapadne Nemačke), stabilnost cena se uglavnom održavala putem mera relativno konzervativnih ministarstava finansija ili *de facto* nezavisnih centralnih banaka.<sup>2</sup>

Većina drugih zemalja sa prihvatljivim nivoom stabilnosti cena ostvarile su taj rezultat vezivanjem svojih valuta za valutu zemlje s dovoljno konzervativnim agregatnim nominalnim politikama. Pod Bretonvudskim sistemom, većina valuta se automatski vezivala za američki dolar. Nakon propasti tog sistema sedamdesetih godina, mnoge zemlje su primenile unilateralna vezivanja, a kasnije i raspone. Zemlje koje nisu primenile ni jedan od pomenuta tri modela prolazile su kroz duge epizode visoke i promenljive inflacije, kao što pokazuju slučajevi Argentine, Brazila, Čilea, Izraela i Meksika.

Suprotnost takve situacije se ne može previše naglasiti u odnosu na tekuću praksu i akademski konsenzus o nezavisnosti centralne banke. Danas većina centralnih banaka uživa znatno više nivoe kako zakonske tako i stvarne nezavisnosti u poređenju sa situacijom pre dvadeset godina. Nezavisnost centralnih

<sup>1</sup> U mnogim zemljama u razvoju centralna banka je često funkcionisala kao razvojna banka koja je obezbeđivala subvencionisane kredite raznim sektorima privrede.

<sup>2</sup> *De facto* nezavisnost Federalnih rezervi bila je veća od zakonske nezavisnosti, delimično zbog razvijenog tržišta kapitala u SAD. U to vreme je Bundesbanka Zapadne Nemačke bila jedinstvena po tome što je uživala i *de jure* i *de facto* nezavisnost.

banaka i prateći institucionalni aranžmani, poput targetiranja inflacije, postali su široko prihvaćeni instrumenti delovanja. Iako i dalje postoje izvesna sporna pitanja, akademska istraživanja dovela su do opšteprihvaćenog, praktičnog konsenzusa. Primarna odgovornost centralne banke je da se osigura stabilnost cena i finansijska stabilnost. Bez žrtvovanja tih ciljeva, centralna banka bi trebalo da podrži ekonomsku politiku vlade. Banci je data instrumentalna nezavisnost kako bi mogla da ostvari svoje glavne ciljeve.<sup>3</sup> Delegiranje nadležnosti instituciji koja nije objekat izbornih procedura trebalo bi da prati odgovornost i transparentnost. Važno je primetiti da su ta dva zvučna izraza koje koriste današnje monetarne institucije jedva bila u upotrebi pre dvadeset godina. U odsustvu nezavisnosti, odgovornost je bila nepotrebna, a vlade i ministarstva finansija, kao politički subjekti, nisu bili motivisani da razmatraju pitanja sopstvene transparentnosti prilikom vođenja monetarne politike.

Drugi deo ukratko ispituje institucionalne promene koje su se dešavale tokom proteklih dvadeset godina u oblasti autonomije centralne banke i institucija monetarne politike širom sveta. Razmatraju se razlozi tih promena i prikazuju se prikupljeni empirijski dokazi o odnosu između nezavisnosti centralne banke i ekonomskih performansi. Treći deo otvara diskusiju o nekim lekcijama u vezi sa stabilizacijom inflacije a kasnije razmatra pitanje nezavisnosti centralne banke u širem kontekstu izbora nominalnog sidra.

Četvrti deo zaključuje rad razmatranjem budućih izazova s kojima se centralne banke suočavaju. Stabilnost cena je sada stalna komponenta industrijalizovanih privreda i mnogih zemalja u razvoju, a nezavisnost centralne banke je usađena u karakteristike savremenog monetarnog poretka. Stoga se diskusija usredsređuje na to kako centralne banke vode monetarnu politiku kako bi više pažnje posvećivale stabilizaciji outputa gpa. Ovaj deo rada bavi se i rizicima povezanim sa tako fleksibilnim režimom targetiranja inflacije. U prisustvu nezavisnih centralnih banaka, pitanja odgovornosti i transparentnosti postaju važnija nego u prošlosti. Situacija kada je potrebno učiniti izbor između demokratske odgovornosti i nezavisnosti centralne banke može se pojaviti kada, na primer, centralna banka deluje tako da neadekvatno ispunjava svoje obaveze u održavanju finansijske stabilnosti. Sa time tesno povezana su i pitanja raspodele dobiti i gubitaka centralne banke između centralne banke i vlade, kao i optimalni nivo kapitala centralne banke. Četvrti deo se bavi i ovim, relativno zanemarenim pitanjima.

---

<sup>3</sup> U nekoliko slučajeva, kao što su Evropska centralna banka i Centralna banka Čilea, banci je data ograničena nezavisnost po pitanju ciljeva, u smislu da je slobodna da utvrđuje target inflacije.

## **II Evolucija nezavisnosti centralne banke tokom poslednje dve decenije: dokazi, razlozi i posledice**

Najrasprostranjeniji indeksi nezavisnosti centralne banke odnose se na nivo nezavisnosti koji je utvrđen zakonom. Stvarna nezavisnost često može znatno odstupati od zakonske nezavisnosti. Takva odstupanja su značajnija u zemljama u razvoju nego u industrijalizovanim privredama. Razlog za to je verovatno bolje sprovođenje zakona u industrijalizovanim privredama.<sup>4</sup> Druge vrste ocena, više orijentisane ka ponašanju, fokusiraju tempo promene guvernera centralne banke u odnosu na zakonom predviđenu dinamiku (koriste se samo za zemlje u razvoju) i političku osetljivost guvernera centralne banke. Drugi indeks se definiše kao učestalost slučajeva u kojima se guverner menja u toku kratkog perioda nakon političke promene.<sup>5</sup> Nijedan od pomenutih indeksa ne predstavlja u potpunosti stvarnu nezavisnost centralne banke, već, kada se uzmu zajedno, pružaju potpuniju sliku o razlikama u nezavisnosti centralne banke među zemljama tokom vremena.

Sve je više dokaza koji upućuju da je zakonska nezavisnost većine centralnih banaka u svetu drastično rasla tokom devedesetih godina. To je posebno uočljivo usled činjenice da su zakoni o centralnoj banci tokom četiri decenije koje su prethodile 1989. godini tek neznatno bili menjani. Ovakav zaključak zasnovan je na jednom broju „zakonskih“ indeksa, od kojih su najsvieobuhvatniji Cukiermanovi (1992, pogl. 19) i oni kod Cukierman, Webb i Neyapti (1992) o poboljšanjima i proširenjima tih indeksa za podgrupe zemalja, i o poboljšanjima indeksa kod Grilli, Masciandaro i Tabellini (1991).<sup>6</sup> Cukierman, Miller i Neyapti (2002) poboljšali su indeks Cukierman, Webb i Vazquez (1992) za dvadesetšest bivših socijalističkih ekonomija za period devedesetih godina. Jacome i Vazquez

---

<sup>4</sup> Korišćenjem podataka s kraja osamdesetih godina, Cukierman (1992, pogl. 19) dokumentuje negativnu korelaciju između inflacije i zakonske nezavisnosti u razvijenim privredama, ali ne dokumentuje nikakav značajan odnos između te dve varijable u zemljama u razvoju. Više nedavnih dokaza (koji se ispod ispituju) govore da razlika između stvarne i zakonske nezavisnosti može varirati tokom vremena u okviru određene zemlje.

<sup>5</sup> Varijablu promene uveli su Cukierman (1992, pogl. 19.) i Cukierman, Webb i Neyapti (1992). Indeks političke osetljivosti pojavljuje se kod Cukierman i Webb (1995).

<sup>6</sup> Taj indeks je zasnovan na šesnaest različitih karakteristika povelja centralnih banaka koje se odnose na raspodelu nadležnosti nad monetarnom politikom, procedurama za rešavanje sukoba između centralne banke i vlade, relativnu važnost stabilnosti cena u ciljevima centralne banke kako je naznačeno u zakonu, ozbiljnost ograničenja o davanju kredita centralne banke vladi i procedure za imenovanje i razrešenje guvernera centralne banke. Cukierman, Webb i Neyapti (1992) prikazuju ponderisani indeks tih šesnaest karakteristika (LVAW); Cukierman (1992) prikazuje neponderisani verziju istih karakteristika (LVAU). Oba su indeksa zasnovana na uzorku od preko šezdeset zemalja. Ostali indeksi koji se pojavljuju tokom ranih devedesetih godina, kao što su oni koje su koristili Bade i Parkin (1988) Alesina (1988, 1989), Alesina i Summers (1993), Grill, Masciandaro i Tabellini (1991) i Eijffinger i Schaling (1993), uglavnom mogu da se po podgrupama približe komponentama indeksa LVAW (ili LVAU).

(2005) prikazuju tako poboljšane podatke i donekle širi indeks za dvadesetčetiri latinoameričke i karijske zemlje.<sup>7</sup> Na kraju, Arnone, Laurens i Segalotto (2005) obnavljaju Grilli, Masciandaro i Tabellini indeks za uzorak od preko četrdeset zemalja za dve tačke u vremenu: 1991. godina i kraj 2003. godine.

Uprkos izvesnim razlikama u obuhvatnosti i definicijama, kao i činjenici da nisu svi indeksi ažurirani za sve zemlje, generalna slika koja se pojavljuje prikazuje da je zakonska nezavisnost doživela veliki uspon tokom devedesetih godina. Osnova za takvu tvrdnju su podaci u radu Arnone, Laurens i Sagalotto (2005) za razvijene privrede i trinaest zemalja u razvoju za 1991. i 2003. godinu. Pored toga, Cukierman, Miller i Neyapti (2002) porede zakonsku nezavisnost centralne banke u bivšim socijalističkim privredama sa razvijenim privredama u osamdesetim godinama; otkrivaju znatno veći nivo nezavisnosti u drugoj grupi. Zanimljivo je da tabela 2 u tom radu pokazuje da je kod oko jedne trećine bivših socijalističkih privreda zakonska nezavisnost devedesetih godina bila veća od zakonske nezavisnosti veoma nezavisne Bundesbanke osamdesetih godina. U skladu sa Mاستrihtskim ugovorom, zakonska nezavisnost Bundesbanke je takođe poboljšana od osamdesetih godina naovamo, kao i u svim zemljama koje čine Evropsku monetarnu uniju.

Da bi se ilustrovao rast zakonske nezavisnosti devedesetih godina, slika 1 prikazuje razvoj prosečne zakonske nezavisnosti u devet zemalja Latinske Amerike tokom poslednjih pedeset godina dvadesetog veka. Nakon trideset-četrdeset godina relativne nepromenljivosti regulative, nivo zakonske nezavisnosti u tim zemljama se drastično povećao. Taj trend ka nezavisnosti u Čileu je u osnovi sličan drugim zemljama na slici, ali je nivo ostvaren tokom devedesetih godina donekle viši od prosečnog nivoa u ostalih devet latinoameričkih zemalja. [Slika 1 otprilike ovde]

Slična slika se pojavljuje kod podgrupe bivših socijalističkih privreda koje su imale posebne centralne banke pre raspada Sovjetskog Saveza (slika 2). Zakonske reforme koje su pokrenuli, uglavnom ranih devedesetih godina, predstavljaju skoro utrostručen LVAW indeks razvijen kod Cukiermana, Webb i Neyapti (1992). U osam bivših socijalističkih privreda, dve reforme centralnih banaka zabeležene su devedesetih godina u intervalima od oko pet godina. Nivo nezavisnosti ugrađen u odnosnoj regulativi bivših socijalističkih privreda znatno je viši u odnosu na regulativu u posmatranim latinoameričkim zemljama.<sup>8</sup> [Slika 2 otprilike ovde]

---

<sup>7</sup> Dodatne karakteristike uključene u Jacome-Vazquez indeks sadrže procedure za imenovanje i razrešenje celokupne uprave centralne banke a ne samo guvernera, uticaj centralne banke na formiranje devizne politike, obaveze centralne banke kao kreditora „u poslednjoj instanci“, postojanje rezervi za očuvanje kapitala centralne banke i postojanje zakonskih odredbi koje se odnose na odgovornost i transparentnost centralne banke.

<sup>8</sup> Vidi sliku 1 kod Cukierman, Webb i Neyapti (1992).

Analiza detaljnijih podataka koje daju citirani izvori ukazuje na to da trendovi ilustrovani slikama odražavaju svetski trend ka znatno višem nivou nezavisnosti centralne banke. Štaviše, činjenica da regulativa centralnih banaka u bivšim socijalističkim privredama, koje je bila predmet dve runde reformi, sadrži jednoobrazno viši nivo nezavisnosti od onog u latinoameričkim zemljama, ide u prilog zaključku da je trend ka zakonskoj nezavisnosti pojačan tokom devedesetih godina.

Da li je, pored toga, bilo i značajnih promena kod stvarnog nivoa nezavisnosti centralnih banaka, kako pokazuje dinamika promena guvernera centralnih banaka i indeks političke osetljivosti centralne banke tokom devedesetih godina? Slika nije sasvim jasna jer te grupe podataka nisu sistematski ažurirane od rada Cukierman (1992), Cukierman, Webb i Neyapti (1992) i Cukierman i Webb (1995). Međutim, izvesni pokazatelji za latinoameričke zemlje, gde su dinamika promena i politička osetljivost centralne banke bili među najvećima na svetu do kraja osamdesetih godina, ukazuju na znatno povećanje nezavisnosti, što takođe pokazuju i indeksi ponašanja.

Stvarna nezavisnost ne zavisi samo od zakonskog statusa, već i od različitih formalnih i neformalnih institucionalnih aranžmana poput režima deviznog kursa, mogućnosti banke da se efektivno angažuje na operacijama na otvorenom tržištu, položaja fiskalne politike i postojanja eksplicitnih institucionalnih aranžmana (van regulative) što čini stabilnost cena prepoznatljivim ciljem centralne banke. Istaknuti primer ovog poslednjeg su razne metode targetiranja inflacije, usvojene od strane dvadesetak zemalja nakon primene ove inovacije na Novom Zelandu i u Kanadi krajem osamdesetih godina.

Cukierman (2006) konstruiše indeks procene stvarne nezavisnosti za Banku Izraela od njenog stvaranja 1954. godine. Poređenje indeksa stvarne nezavisnosti sa zakonskom nezavisnošću govori da iako je zakonska nezavisnost prošla kroz relativno ograničene promene, stvarna nezavisnost banke se znatno promenila nakon stabilizacije visoke inflacije 1985. godine. Stvarna nezavisnost je bila znatno niža od zakonske nezavisnosti i nekoliko godina nakon stabilizacije 1985. godine. Nakon sredine devedesetih godina, odnos između dve vrste nezavisnosti se trajno promenio. Navedena studija slučaja ukazuje na to da može doći do znatnih promena stvarne nezavisnosti centralne banke i bez značajnijeg menjanja zakonske nezavisnosti. Sličan kvalitativni proces desio se polovinom devedesetih godina u Banci Engleske. Banka je počela da uživa više nezavisnosti početkom devedesetih godina kada je uvedeno targetiranje inflacije; poboljšanje zakonske nezavisnosti usledilo je u drugoj polovini devedesetih godina.

Da rezimiramo, navedeni podaci potvrđuju zaključak da su nivoi kako zakonske tako i stvarne nezavisnosti doživeli održivi rast u celom svetu tokom devedesetih godina.

## **2.1 Zašto se nezavisnost centralne banke toliko povećala devedesetih godina?**

Trend ka nezavisnosti centralne banke nastao je usled kombinacije globalnih i regionalnih faktora.<sup>9</sup> Dva glavna globalna faktora u osnovi trenda uključuju, prvo, povećanu potrebu širom sveta za stabilnošću cena koju je pokrenula stagflacija iz sedamdesetih godina i slabe ekonomske performanse pojedinih zemalja s visokom inflacijom, kako u Latinskoj Americi, tako i u drugim delovima svetske ekonomije. Za razliku od šezdesetih i sedamdesetih godina, osamdesetih i devedesetih godina je prihvaćen stav da inflacija i povezane neizvesnosti usporavaju rast. Relativno dobre performanse zemalja s niskom inflacijom, poput Nemačke i Japana, do osamdesetih godina podržavale su taj stav.

Drugi faktor je globalizacija, koja je podrazumevala postepeno ukidanje kontrola nad novčanim tokovima i širenje međunarodnih tržišta kapitala. Ti procesi su pojačani potrebom za stabilnošću cena i većom važnošću nezavisnosti centralne banke kao signalom makroekonomske odgovornosti prema domaćim i stranim investitorima. Kao što smatra Maxfield (1998), taj faktor je posebno bio važan u zemljama u razvoju čiji su politički sistemi sa nestrpljenjem čekali ubrzanje pristupa međunarodnim tržištima kapitala. Međunarodni monetarni fond (MMF) je takođe prihvatio stav da je visok nivo nezavisnosti poželjan i aktivno je promovisao reformu centralne banke u mnogim ekonomijama u razvoju.

Nekoliko regionalnih faktora je doprinelo povećanju nezavisnosti: i) raspad institucija osmišljenih da zaštite nominalnu stabilnost, poput Evropskog monetarnog sistema (EMS) i Bretonvudskog sistema, pojačali su potragu za alternativnim institucijama; ii) dobar rezultat veoma nezavisne Bundesbanke pokazao je da nezavisnost centralne banke može funkcionisati kao delotvorni instrument za obezbeđivanje nominalne stabilnosti, iii) prihvatanje Mastroitskog ugovora od strane Evropske ekonomske zajednice (EEZ) podrazumevalo je da mnoge zemlje u Zajednici moraju poboljšati nezavisnost svoje centralne banke, kao preduslov za članstvo u Evropskoj monetarnoj uniji (EMU). Uključivanje te odredbe u Ugovor povezano je sa dobrim rezultatima Bundesbanke i centralnom pozicijom Nemačke unutar Zajednice; iv) nakon uspešne stabilizacije inflacije, posebno u Latinskoj Americi, kreatori politika su tražili institucionalne aranžmane koji mogu da smanje verovatnoću visoke i trajne inflacije u budućnosti. Povećanje nezavisnosti centralne banke činilo se u to vreme kao prirodan način da se taj cilj i ostvari; v) u bivšim socijalističkim zemljama, poboljšanje nezavisnosti centralne banke i stvaranje centralnih banaka na osnovu najbolje zapadne prakse predstavljalo je deo šireg pokušaja da se stvori institucionalni okvir potreban za pravilno funkcionisanje tržišne ekonomije. Činjenica da je mnogim bankama data *de jure* nezavisnost bez sumnje je potkrepljena dokazima iz indus-

---

<sup>9</sup> Detaljnija ali starija diskusija pojavljuje se kod Cukiermana (1998).

trijalizovanih privreda koji su ukazivali na to da su inflacija i zakonska nezavisnost negativno povezani, kao i da su nezavisnost i rast ili pozitivno povezani ili nisu povezani uopšte (videti naredni pododjeljak).

Ova diskusija ostavlja otvorenim pitanje zašto su mnoge zemlje odlučile da se više angažuju na stabilnosti cena poboljšanjem nezavisnosti centralne banke, a ne pomoću drugih sredstava, kao što su unilateralna vezivanja valuta. O ovom pitanju se govori kasnije u radu, u kontekstu izbora nominalnog sidra.

## ***2.2 Nezavisnost centralne banke i ekonomske performanse***

U ovom pododjeljku ukratko se analiziraju postojeći dokazi o odnosu između nezavisnosti centralne banke i ekonomskih performansi u oblastima inflacije, rasta, ulaganja, realnih kamatnih stopa i podešavanja rasta plata.

### *2.2.1 Inflacija*

Raniji dokazi kod Alesina i Summers (1993), Grill, Masciandaro i Tabellini (1991), Cukierman (1992, pogl. 19) i Cukierman, Webb i Neyapti (1992) govore da su inflacija i zakonska nezavisnost negativno povezani u industrijskim privredama. U grupi zemalja u razvoju, ni inflacija ni rast nisu povezani sa zakonskom nezavisnošću. Najverovatniji razlog za to je činjenica da je kod zemalja u razvoju veza između stvarne i zakonske nezavisnosti jedva postojala pre ranih devedesetih godina. Kada se koriste ocene nezavisnosti orijentisane ka ponašanju (poput promene guvernera centralne banke i indeksa političke osetljivosti), takođe se pojavljuje negativni odnos između inflacije i nezavisnosti unutar grupe zemalja u razvoju (Cukierman, Webb i Neyapti, 1992, pogl. 19; i Cukierman i Webb, 1995.). Na primer, Cukierman, Webb i Neyapti (1992, tabela 8) smatraju da, uz ograničavanje vremenskih efekata Bretonvudskog sistema i inflatornih udara sedamdesetih godina, zakonska nezavisnost ima znatan negativni uticaj na stopu depresijacije realne vrednosti novca u industrijskim privredama, dok promena guvernera centralne banke ima znatan pozitivan uticaj na tu stopu u zemljama u razvoju.<sup>10</sup>

Koristeći podatke o zakonskoj nezavisnosti novostvorenih centralnih banaka u bivšim socijalističkim privredama devedesetih godina i poređenjem sa uticajem kumulativne liberalizacije, cenovne deregulacije i ratova, Cukierman, Miller i Neyapti (2002) ne pronalaze nikakav odnos između inflacije i zakonske nezavisnosti tokom početnih faza liberalizacije. Ipak, negativan odnos između inflacije i zakonske nezavisnosti se pojavljuje kada procesi privatizacije, liberalizacija domaćih cena i spoljna trgovina postanu dovoljno značajni i održivi.

<sup>10</sup> Regresije su zasnovane na jednoj grupi zemalja, obuhvatajući period od 1950. do 1989. godine.



Mogući razlog tome je da se zakonska nezavisnost primenjuje u praksi samo kada pomeranja ka tržišnoj ekonomiji postanu dovoljno značajna da podstaknu nadležne organe da se ozbiljno pozabave primenom zakona.

Što se tiče latinoameričkih i karipskih zemalja, Jacome i Vazquez (2005) identifikuju negativan odnos između inflacije i zakonske nezavisnosti devedesetih godina, uz ograničavanje dejstva međunarodne inflacije, bankarske krize i deviznih režima. Kod slične grupe zemalja i vremenskog perioda, Gutierrez (2003) smatra da zemlje koje ugrađuju zakonsku nezavisnost centralne banke u Ustav imaju nižu inflaciju od onih koje to ne čine. Dokazi iz različitih empirijskih istraživanja dosledni su zaključku da su inflacija i stvarna nezavisnost centralne banke negativno povezani, kako u razvijenim tako i u zemljama u razvoju. Stepen do kog se ovaj osnovni odnos odražava i u negativnom odnosu između inflacije i zakonske nezavisnosti zavisi od nekoliko faktora, kao što je uzimanje u obzir zakona i opredeljenost za nezavisnost centralne banke (što se proverava time da li je osnivački akt centralne banke zasnovan na odredbama Ustava).

Mogu se dati argumenti da negativni odnos između nezavisnosti i inflacije potiče iz obrnute uzročnosti od inflacije ka nezavisnosti, a ne od nezavisnosti ka inflaciji. Teško je na bazi postojećih podataka rešiti ovo pitanje. Jacome i Vazquez (2005) ne pronalaze dokaze da podrže kauzalnost od zakonske nezavisnosti ka inflaciji na osnovu podataka o zakonskoj nezavisnosti za Latinsku Ameriku i Karibe devedesetih godina. Međutim, što se tiče ranijih perioda, Cukierman (1992, pogl. 20, odeljak 7) predstavlja dokaze u korist dvosmerne kauzalnosti između promene i inflacije, koristeći promenu guvernera kao meru nedostatka stvarne nezavisnosti. Smatram da kauzalnost često funkcioniše u oba smera.

## *2.2.2 Rast i investicije*

Grilli, Masciandaro i Tabellini (1991) smatraju da realni rast i nezavisnost centralne banke nisu povezani u razvijenim privredama, što ih navodi da obeleže nezavisnost centralne banke kao „besplatan ručak“. Te rezultate su podržali Alesina i Summers (1993) i Cukierman, Kalaitzidakis, Summers i Webb (1993). U drugom radu se izlaže stav da iako zemlje u razvoju ne pokazuju nikakvu vezu između zakonske nezavisnosti i stope rasta *per capita* dohotka, veza između rasta i stvarne nezavisnosti (kao što to pokazuju politička osetljivost centralne banke i dinamika promene guvernera) ima pozitivan uticaj na stopu rasta. Preciznije rečeno, koristeći podatke od šezdesetih do osamdesetih godina, uz referentni nivo početnog BDP, promene u odnosima razmene, inicijalne koeficijente upisa u osnovnu i srednju školu, u radu se zaključuje da su visoka politička osetljivost guvernera centralne banke i povezane promene u negativnoj korelaciji sa rastom *per capita*.

Kod podgrupe zemalja u razvoju, Cukierman, Kalaitzidakis, Summers i Webb (1993) u nekim slučajevima pronalaze i negativan uticaj promena na udeo investicija u BDP. Moguće tumačenje poslednja dva rezultata je da se privatne investicije smanjuju u okruženju sa slabom centralnom bankom, čime se snižava dugoročna stopa rasta.

### 2.2.3 *Distribucija nominalnih i realnih kamatnih stopa*

Alesina i Summers (1993) i Cukierman et al. (1993) smatraju da je varijabilnost kako nominalnih tako i realnih kamatnih stopa negativno povezana sa zakonskom nezavisnošću u razvijenim privredama. Drugi rad takođe ističe da je prosečan realni povraćaj na depozite bio veći u razvijenim privredama sa višim nivoom zakonske nezavisnosti osamdesetih godina, dok je u zemljama u razvoju varijabilnost i nominalnih i realnih kamatnih stopa na depozite pozitivno povezana sa promenom guvernera centralne banke. Opšti zaključak iz tih nalaza je da je promenljivost i realnih i nominalnih kamatnih stopa niža a prosečni realni prihod deponenata veći u zemljama sa višim nivoima stvarne nezavisnosti.

### 2.2.4 *Prilagođavanje rasta zarada*

Dokazi prikazani kod Cukiermana, Rodrigueza i Webba (1998), za period između šezdesetih i osamdesetih godina, govore da centralne banke industrijalizovanih privreda s višim nivoima zakonske nezavisnosti omogućavaju nominalni rast zarada u manjem stepenu nego što je to slučaj kod privreda sa nižim nivoom nezavisnosti centralne banke. Rezultat se dobija u dve faze. Prvo, autori vrše regresionu analizu stope rasta količine „jakog“ novca u odnosu na stopu rasta nominalnih zarada za svaku zemlju tokom vremena, kontrolišući fazu ciklusa i nekoliko drugih varijabli. Nakon toga,  $t$  statistika koeficijenata stopa rasta zarada se uzima kao mera prilagođavanja i povezuje se sa nivoom zakonske nezavisnosti.<sup>11</sup> Regresija druge faze pokazuje negativnu vezu između ponderisanih koeficijenata prilagođavanja i zakonske nezavisnosti. Zaključak je dosledan teoriji Rogoff-a (1985) da konzervativnije, ili nezavisne, centralne banke omogućavaju prilagođavanje zarada u manjem stepenu od fleksibilnijih centralnih banaka.

<sup>11</sup> Statistika koeficijenata (pre nego koeficijenti) se koristi za prikaz veličine i značaja svakog koeficijenta u drugoj fazi regresije.

### **3 Napomene o dezinflaciji i promeni strukture nominalnih sidra**

#### **3.1 Šok naspram postepene stabilizacije i uloga centralne banke**

Mnoge zemlje s visokom inflacijom širom sveta stabilizovale su inflaciju u poslednje dve decenije. Neke od tih zemalja su šok-programom sprovele stabilizaciju, dok su druge koristile postepeni pristup. Pojedine zemlje su uključile ministarstvo finansija, pa čak i celu vladu; druge je uglavnom sprovela centralna banka. Dve pravilnosti se pojavljuju iz tih iskustava. Prvo, veoma visoke inflatorne stope od preko 100 procenata su u osnovi stabilizovane korišćenjem prvog metoda, dok su inflacije u dvocifrenom opsegu postepeno stabilizovane. Drugo, učešće vlade u stabilizaciji inflacije je obično bilo veće kod visoke inflacije, dok je nisku inflaciju uglavnom ili isključivo stabilizovala centralna banka.

Tako su industrijalizovane zemlje stabilizovale nisku inflaciju nakon naftnih udara sedamdesetih godina i to obično uz manje učešće vlade. Slično tome, Čile je postepeno stabilizovao nisku inflaciju od početka devedesetih godina, uglavnom preko centralne banke. Argentina, Bolivija i Izrael su, za razliku od toga, sprovele direktnu stabilizaciju visoke inflacije osamdesetih godina uz znatno učešće vlade. Zanimljivo je da je Izrael primenjivao oba pristupa, u različitim periodima. Vlada je implementirala program direktne stabilizacije 1985. godine što je trajno svelo trocifrenu inflaciju na nivo između 10 i 20 procenata godišnje, uz ličnu uključenost i ministra finansija i premijera. Naredna faza u devedesetim godinama snizila je inflaciju do opsega 0-2 procenta, i uglavnom je bila sprovedena od strane centralne banke, uprkos povremenim kritikama od strane ministra finansija u vezi sa restriktivnom politikom banke.

Te pravilnosti nisu slučajne iz dva razloga. Prvo, pod visokom i postojanom inflacijom, verovanje javnosti u ozbiljnost angažovanja političara na stabilnosti cena verovatno je znatno manja nego pod niskom inflacijom. Po terminologiji Barro (1986), Cukierman i Liviatan (1991) početni „ugled“ političara je niži u drugom slučaju. Ugled se formalno definiše u pomenutim radovima kao verovatnoća,  $\beta$ , prema kojoj javnost smatra da će političari ostvariti target inflacije koji najavljuju. Kada je  $\beta$  jednaka jedinici, ugled je savršen; kada je nula, ugled ne postoji. U većini realnih situacija,  $\beta$  se obično nalazi između nule i jedinice. Razlog zašto je ugled nesavršen je da je političar ili pouzdan (u tome da prihvata inflacioni target kao obavezu postavljajući instrumente koji će inflaciju dovesti što bliže targetu) ili je slab (jer nije zaista posvećen najavljenom cilju i stoga podleže klasičnom KPBG problemu predrasuda o inflaciji).<sup>12</sup> Dve vrste političara dele identičnu funkciju cilja koja se povećava kod neočekivane inflacije i smanjuje kod inflacije.

---

<sup>12</sup> Problem predrasude o inflaciji definisali su Kydland i Prescott (1977) i Barro i Gordon (1983).

Cukierman (2000a) širi tako definisane okvire da bi uključio i „nesavršenu“ kontrolu inflacije od strane kreatora politike. Važna posledica nesavršene kontrole je da se političar oportunistički može angažovati na kratkoročnim diskrecionim politikama a da ne bude predstavljen kao „slab“ političar, sa verovatnoćom jedan. U takvom okruženju, javnost postepeno prilagođava  $\beta$  koristeći Bejsovo pravilo. Ugled skače ali tek kada stopa inflacije postane ekstremna. Političari u potpunosti gube ugled pod dovoljno visokom stopom inflacije, a ugled grade kada su pouzdani prilikom dovoljno niske stope inflacije, sa verovatnoćom jedan. Obe vrste političara teže većem ugledu pošto je uticaj unapred najavljenog cilja inflacije veći kada je ugled veći, i time se povećava vrednost njihovih ciljeva. Kada imaju mandat, pouzdani političari pokušavaju da povećaju svoj ugled najavljuvanjem i sprovođenjem dovoljno niskog cilja inflacije, da bi se povećala verovatnoća da će se njihova pouzdanost kasnije pokazati, sa verovatnoćom jedan. Kada imaju mandat, slabi političari pokušavaju da očuvaju postojeći ugled imitirajući pouzdane kolege u najavama o cilju i smanjenju ciljane stope inflacije, do nivoa ispod diskrecione stope iz početnog perioda.

Stabilizacija inflacije obezbeđuje dugoročne koristi, po cenu napuštanja kratkoročnih prednosti povezanih sa diskrecionim stvaranjem nepredviđene inflacije. Početak stabilizacije vezuje se, stoga, i za povećanje zabrinutosti političara za budućnost u odnosu na tekuće ciljeve. To se može predstaviti kao povećanje diskontnog faktora,  $\delta$ , koji je zajednički za obe vrste. Navedeni okvir podrazumeva da kada pouzdani političar ima mandat a  $\delta$  se poveća, čime se povećavaju motivi za stabilizaciju inflacije, vrsta stabilizacije koju izabere pouzdani političar zavisice od početnog nivoa ugleda. Korišćenje šokova je verovatnije kada je početni ugled veoma mali, a postepena stabilizacija je verovatnija kada je ugled velik (predlog 6 u Cukierman, 2000a).

Logika u osnovi ovakvog rezultata je sledeća. Povećanje diskontnog faktora čini budućnost važnijom i navodi obe vrste političara na vlasti da „izazivaju“ inflaciju sa nižim stopama. Kada je ugled dovoljno mali, smanjenje planirane inflacije kod pouzdanog političara (D) veće je od smanjenja planirane inflacije kod slabog političara (W) jer, sa lošim ugledom, D uspeva da dobije relativno više od potpunog odvajanja nego što W uspeva da izgubi na margini. Shodno tome, verovatnoća korišćenja šokova, nakon čega se D jasno odvoja od svog slabog kolege, veća je nego verovatnoća postepene stabilizacije. Kada je početni ugled dovoljno velik, W gubi relativno više nego što D uspeva da dobije od potpunog odvajanja. Stoga, kada budućnost postane važnija, W čini relativno veći napor da spreči potpuno odvajanje nego što D čini da ustanovi svoj identitet van svake sumnje. Verovatnoća postepene stabilizacije je stoga veća od verovatnoće korišćenja šokova.

Drugi faktor koji utiče na činjenicu da su šokovi relativno poželjniji nego postepena stabilizacija, pod umerenom naspram visoke inflacije, odnosi se na postojanje ugovora koji glase na nominalni iznos zarade i ostalih privremenih

rigidnosti. Struktura preklapanja rigidnih zarada i cena veoma je uzana pod visokom inflacijom. Poremećaji relativnih cena povezani sa korišćenjem šokova su stoga relativno mali. Kod umerene početne inflacije, širi se struktura preklapajućih ugovora o zaradama i cenama, čime poremećaji relativnih cena povezani s šokom postaju veći i postojaniji. U tom slučaju, postepena stabilizacija je atraktivnija opcija.

Vlade nastoje da se više uključuju u stabilizaciju visoke inflacije, dok nisku inflaciju često stabilizuje centralna banka iz nekoliko razloga. Prvo, visoka inflacija obično proizilazi iz fiskalnog debalansa i potrebe da se isti finansiraju prihodima od štampanja novca. Ako vlada ima ograničeni pristup kreditnim tržištima, takve potrebe često stvaraju visoku inflaciju (primer je Bolivija u prvoj polovini osamdesetih godina). Pošto se koren ovih problema nalazi u fiskalnim potrebama vlade, rešenje mora uključiti vladu.<sup>13</sup>

Drugo, čak i kada se glavni uzrok nalazi negde drugde, kada se dozvoli razvijanje visoke inflacije, centralna banka verovatno neće biti u mogućnosti da ceo posao sama uradi. Bez jasnog iskazivanja fiskalne odgovornosti vlade, mali ugled političara izuzetno otežava centralnoj banci ubeđivanje javnosti da uskoro nastupa promena režima. U prilog tome govori činjenica da je tokom visoke inflacije verovatno da će se smanjiti stvarna nezavisnost centralne banke, a fiskalni deficit može da poraste kao rezultat Olivera-Tanzi-jevog efekta o ubiranju poreza. Pored toga, ako se stabilizacija sprovodi u kontekstu šire indeksacije, kao što je bio slučaj u Čileu i Izraelu, indeksacija se mora delimično ili u potpunosti privremeno ukinuti. Jasno je da takve mere ne spadaju u arsenal instrumenata centralne banke, već se zahteva učešće vlade i drugih grupa, kao što su sindikati.

### ***3.2 Targeti inflacije, postepena stabilizacija i asimetrični ciljevi centralne banke***

Tokom prošle decenije, brojna akademska istraživanja koja su se bavila funkcijama reakcije centralne banke rađena su shodno Tejlorovim pravilima. Ta pravila u osnovi pretpostavljaju da je funkcija gubitka centralne banke ortogonalna kod output gępa i odstupanja inflacije od targeta.<sup>14</sup> Takva formulacija vodi ka dobrim linearnim funkcijama reakcije i podrazumeva da centralna banka tretira

---

<sup>13</sup> Empirijski se često uvida da je veza između deficita i inflacije slaba. Međutim, dosta postojeće literature o tom pitanju ne uključuje dinamičke elemente i ne kontroliše visinu inflatorne poreske osnovice. Nedavni obimni međunarodni dokazi kod Catao i Terrones (2005) podržavaju stav da privrede u razvoju pokazuju značajnu pozitivnu dugotrajnu vezu između inflacije i deficita koji se mere pomoću gotovine u opticaju. Merenje deficita novcem (kao element za inflatornu poresku osnovicu) ima smisla s konceptualnog stanovišta pošto deficit koji se finansira novcem zahteva veću stopu inflacije, iz čęga proizilazi niža osnovica.

<sup>14</sup> Vidi, na primer, Taylor (1999); za Latinsku Ameriku, vidi Loayaza i Schmidt-Hebbel (2002).

gubitke tako da su simetrični iznad ili ispod cilja u pogledu inflacije i outputa. Moguće asimetrije gubitaka nisu bitne u odsustvu neizvesnosti o budućim šokovima. U stvarnosti, budući šokovi su nepoznanica kada centralne banke biraju instrumente politike, i tako oblik funkcije cilja nad celim mogućim opsegom gubitaka postaje važan.

Nakon perioda tokom kojeg je bio potpredsednik Federalnih rezervi SAD, Blinder (1998, str. 19, 20) sugerše da „će Centralna banka u većini situacija stvoriti mnogo veću političku uzavrelost kada preduzima oštre mere kako bi izbegla višu inflaciju nego kada preduzima mere ublažavanja kako bi izbegla veću nezaposlenost.“ Iako Federalne rezerve uživaju prilično veliku stvarnu nezavisnost, nisu potpuno neosetljive na reakcije političkog sistema i javnosti. Stoga, prilikom donošenja odluka o politici, Federalne rezerve SAD mogu više ponderisati gubitke iz negativnog output gega nego gubitke (ako postoje) iz pozitivnog output gega. Cukierman (2000b) formalizuje tu asimetriju time što pretpostavlja da se centralna banka bavi gubicima koji proizilaze iz negativnog gega, ali je indiferentna prema veličini gega sve dok je pozitivan. Rad dalje pokazuje da pristrasnost o inflaciji stoji čak i da banka ima za cilj ostvarivanje potencijalnog outputa u proseku. Cukierman i Gerlach (2003) koriste unakrsne podatke iz industrijalizovanih privreda da podrže tu teoriju. Ruge-Murcia (2003) primenjuje opštiju specifikaciju asimetričnih ciljeva output gega i uviđaju da se ta specifikacija uklapa u ponašanje inflacije SAD bolje nego Barro i Gordon-ov model (1983).

Može se činiti da nema razloga za asimetriju kod gubitaka odstupanja između inflacije i targeta inflacije (ukratko, razlika između planirane i ostvarene inflacije). Međutim, u periodima postepenog smanjenja stope inflacije, centralna banka može biti više zabrinuta zbog pozitivnih nego negativnih razlika između planirane i ostvarene inflacije, ako želi da stekne ugled da je posvećena cilju. Stoga banka može slediti politike koje povećavaju verovatnoću inflacije niže od targeta a ne iznad njega. Tokom postepenog smanjenja stope inflacije u Izraelu krajem devedesetih i početkom dvehiljadite, centralna banka je promašila cilj mnogo više puta nadole nego nagore.<sup>15</sup> Slična se pojava desila u Ujedinjenom Kraljevstvu tokom perioda ciljanja inflacije.

Asimetrije kod gubitaka od inflacije i output gega u osnovi prikazuju motive predostrožnosti centralne banke u pogledu tih razlika. Takvi motivi u suštini vode ka nelinearnim Tejlorovim pravilima. Cukierman i Muscatelli (2003) ubacuju motive predostrožnosti u novi kejnzijanski okvir koji su predložili Clarida, Galí i Gertler (2002); potom ispituju postojanje nelinearnosti kod funkcija reakcije kamatne stope u Nemačkoj, Japanu, Ujedinjenom Kraljevstvu i

---

<sup>15</sup> To je neke kritičare navelo da tvrde da je cilj banke bio cilj inflacije koji je bio niži od cilja koji je utvrdila vlada (Sussman, u pripremi).

Sjedinjenim državama. Oni pronalaze dokaze nelinearnosti i odsustva bar jednog motiva predostrožnosti u svim slučajevima, izuzev u Japanu.

Zahtev za ekspanzijom (ili izbegavanjem recesije) može dominirati u vremenima stabilne inflacije, kao što je bio slučaj u Sjedinjenim državama od polovine osamdesetih godina. Za razliku od toga, zahtev za stabilnošću cena i ugledom može biti dominantan u vremenima stabilizacije inflacije. Kada su prisutna oba motiva (predostrožnosti), funkcija reakcije i dalje može biti linearna jer dva motiva predostrožnosti narušavaju konvencionalno linearno Tejlorovo pravilo u suprotnim smerovima. Motivisanost ekspanzijom teži da Tejlorovo pravilo načini konkavnim u oba gepa, dok ga motivisanost stabilnošću cena uglavnom čini konveksnim kod oba gepa. Stoga, u prisustvu oba motiva, Tejlorovo pravilo će biti nelinearno ako jedan motiv dominira nad drugim.

Cukierman i Muscatelli (2003) razvijaju kriterijum pronalaženja dominantnog motiva i primenjuju ga na četiri navedene zemlje. Uviđaju da se identitet dominantnog motiva u Sjedinjenim državama i Ujedinjenom Kraljevstvu menjao tokom vremena. U Sjedinjenim državama, dominantan je motiv stabilnosti cena kada se u uzorak uključi Vokerov period smanjenja stope inflacije. Međutim, u period nakon 1985. godine, ovaj delimični uzorak karakterisali su niska, relativno stabilna inflacija i motiv ekspanzije. Suprotno se desilo u Ujedinjenom Kraljevstvu, koje je stabilizovalo inflaciju tek devedesetih godina. Celokupni uzorak, od 1980. do 2000. godine otkriva motivisanost ekspanzijom. Nakon 1985. godine, motiv stabilnosti cena je dominantan u Ujedinjenom Kraljevstvu. Za razliku od toga, nemačka monetarna politika ima doslednu osobinu da je motivisana stabilnošću cena u čitavom uzorku. Ono što se u osnovi uvidelo na osnovu ovih nalaza je da se funkcije gubitka centralne banke verovatno menjaju kada se promeni ekonomsko okruženje.

### ***3.3 Promene u transmisionom mehanizmu nakon uspešne stabilizacije***

Iako poželjna, uspešna stabilizacija privremeno komplikuje realizaciju monetarne politike. Stabilizacija dovodi do promena u transmisionom mehanizmu monetarne politike putem raznih kanala. Zarade i cene postaju sve manje promenljive, smanjuje se stepen zvanične i nezvanične indeksacije, a padaju i transmisioni koeficijenti i stepen dolarizacije. Sve te pojave su se desile u Izraelu nakon uspešnog ciljanja inflacije, prilikom smanjenja inflacije na tekuće standarde Evrope i Sjedinjenih država. Schmidt-Hebbel (2004) dokumentuje slične trendove za Čile.

Takve promene dovele su do produžavanja prenosa transmisionih impulsa na inflaciju, a realni efekti monetarne politike postali su postojaniji. Takav razvoj događaja je poželjan jer se povećavaju mogućnosti monetarne politike da utiče na output i zaposlenost. S druge strane, strukturalne promene rezultiraju

time da saznanja o preciznim veličinama koeficijentata stečena pre smanjenja stope inflacije postaju zastarela i povećavaju neizvesnost centralne banke po pitanju strukture ekonomije. Shodno tome, nekoliko godina nakon uspješne stabilizacije političari su primorani da se snažnije oslanjaju na različite procene i na veliki broj parcijalnih signala o uticaju monetarne politike.

### ***3.4 Nezavisnost centralne banke plus targetiranje inflacije nasuprot deviznom kursu kao sidru***

Stabilnost cena se može ostvariti pomoću različitih sidra. Delegiranje ovlašćenja na nezavisnu i dovoljno konzervativnu centralnu banku (sa ili bez izričitog ciljanja inflacije) predstavlja jednu vrstu sidra; određeni nivo angažovanja na unilateralnom vezivanju jedne valute za drugu je druga mogućnost. Različite zemlje su koristile (a neke i dalje koriste) jedno ili drugo, njihovu kombinaciju ili varijaciju takvih sidra. Tokom poslednjih petnaest godina, svedoci smo značajnih promena u načinu korišćenja nominalnih sidra.<sup>16</sup> Pojedine zemlje u Latinskoj Americi i drugde postepeno su prešle sa deviznog kursa kao sidra na efektivnu nezavisnost centralne banke, koja još rasla zbog eksplicitnog targetiranja inflacije.<sup>17</sup> Druge zemlje, uključujući one koje su ušle u evro zonu, još su se jače opredelile za permanentno fiksne devizne kurseve. Kina je nastavila da primenjuje implicitno fiksni paritet, kao što je slučaj i u pojedinim zemljama na Dalekom Istoku.

Argument koji je često išao u korist zamene sidra zasnovanih na deviznom kursu sa onima koji se baziraju na nezavisnosti centralne banke i eksplicitnom ili implicitnom targetiranju inflacije jeste da se na taj način omogućava korišćenje monetarne politike u svrhu domaće stabilizacije. Međutim, fleksibilnost koju zahteva politika stabilizacije takođe se može ostvariti i putem koridora deviznog kursa po cenu povremenog napuštanja koridora. Cukierman, Spiegel i Leiderman (2004) navode pojedine faktore koji utiču na izbor širine koridora za dati nivo ugleda i povezanu neophodnost izbora između fleksibilnosti i kredibiliteta. Analogna, iako ne i identična, neophodnost izbora nastaje pod nezavisnom centralnom bankom sa targetiranjem inflacije, na šta utiče stepen fleksibilnosti banke u targetiranju koji opet zavisi od toga koliko je banka konzervativna. Ako se dozvole veća i trajnija odstupanja inflacije od targeta, manje konzervativna banka ostavlja više fleksibilnosti za politiku stabilizacije, što je analogno širem kursnom koridoru.

Drugi argument protiv sidra deviznog kursa je taj da u sadašnjoj eri slobodne mobilnosti kapitala, nivo deviznih rezervi koji je potreban da bi se štitilo fiksno vezivanje valute za drugu valutu ima ograničavajući karakter. Dobar pri-

<sup>16</sup> O promenama u korišćenju sidra zasnovanih na kursu tokom devedesetih godina širom sveta govori se kod Fischera (2001).

<sup>17</sup> Corbo (2000) govori o razlozima takvih promena u latinoameričkim zemljama.



mer za to su valutne krize iz 1998. godine. Iako bi fleksibilnost mogla da se održava proširivanjem koridora, mnoge zemlje u razvoju i dalje svoje valute vezuju za ključnu valutu (Calvo i Reinhart, 2002). Različita sidra odgovaraju različitim zemljama kao i istoj zemlji u različitim vremenima.

Bez obzira na to da li zemlje koriste sidro deviznog kursa, prljavo fluktuiranje, koridor, dijagonalni paritet ili slobodno fluktuiranje deviznog kursa, većina je poboljšala zakonsku nezavisnost svojih centralnih banaka devedesetih godina. Stoga se čini da zakonska nezavisnost centralne banke počinje da se smatra poželjnom čak i ako se koristi neka vrsta sidra deviznog kursa. Verovatnoća da se ta zakonska nezavisnost prevede u stvarnu nezavisnost, međutim, veća je pri postojanju labavijeg sidra deviznog kursa.

#### **4 Budući izazovi za eru stabilnosti cena**

Nasuprot osamdesetim godinama, veliki deo svetske ekonomije trenutno uživa stabilnost cena, a centralne banke su postale čuvari te stabilnosti. To je dobar aranžman, pošto su centralne banke (nezavisne u razumnom stepenu) u boljoj poziciji da održe stabilnost cena nego da smanje visoke stope inflacije.<sup>18</sup>

Nekoliko razloga nas upućuje da verujemo da će se era stabilnosti cena nastaviti i u budućnosti. Prvo, čak i umereno nezavisne centralne banke danas uviđaju da je sada lakše nego u prošlosti insistirati na ostvarivanju stabilnosti cena jer se značajan deo trgovine realizuje sa zemljama koje takođe karakteriše stabilnost cena. Dodatni podsticaji dolaze i iz procesa bitno unapređene slobode kretanja kapitala i shodno tome produbljivanja međunarodnih tržišta kapitala. U toj novoj eri, nominalna ili finansijska nestabilnost unutar jedne zemlje mnogo je skuplja od one u prošlosti u smislu ograničenja pristupa tržištima kapitala. Ministarstva finansija i vlade koje žele da imaju neometani pristup zajmovima shvataju da će se, ako dopuste postojano odstupanje inflacije od svetske norme, povećati premije za preuzimanje rizika na njihove zajmove i u osnovi time ograničiti mogućnost zaduživanja. Stoga su sada, više nego u prošlosti, voljne da dozvole centralnim bankama da se usredsrede na stabilnost cena. Slična razmišljanja se odnose na održavanje finansijske stabilnosti. Slobodna i velika tržišta kapitala podstiču inicijative vlade da imenuju relativno konzervativne bankare u centralnim bankama i da im daju dovoljno prostora da se snažno usredsrede na ostvarenje stabilnosti cena.

---

<sup>18</sup> Cukierman, Miller i Neyapti (2002) pokazuju da visok nivo nezavisnosti kod novostvorenih centralnih banaka bivših socijalističkih privreda nije zaustavio znatan inflatorni uticaj uklanjanja kontrole nad cenama devedesetih godina.

#### 4.1 Monetarna politika u eri stabilnosti cena i fleksibilnog targetiranja inflacije

Prirodno je očekivati da će, kada se inflacija savlada, centralna banka više pažnje posvetiti stanju realne ekonomije prilikom izbora instrumenata svoje politike nego što je to bio slučaj tokom perioda stabilizacije inflacije. Terminologijom Svensson (1997), posmatrači očekuju da banka počne fleksibilno ciljanje inflacije, ili ako je banka već bila fleksibilna tokom stabilizacije, očekuju da postane još fleksibilnija kada se inflacija savlada.<sup>19</sup> Takva očekivanja nastaju jer političari i javnost u osnovi očekuju od institucija koje kreiraju politiku da se pozabave glavnim tekućim problemom. Kada se inflacija iskoreni iz sistema, oni tu činjenicu uzimaju zdravo za gotovo i očekuju od banke da više pažnje obrati na druge neodložne probleme.

Dublji razlog, zasnovan na blagostanju, koji opravdava veću fleksibilnost (ili manju konzervativnost) centralne banke odnosi se na činjenicu, o kojoj se ranije govorilo, da se neophodnost političkog izbora između inflacije i ekonomske aktivnosti menja nakon trajnog stabilizovanja inflacije. Promena mera vezanih za instrumente politike (na primer, kamatna stopa) ima relativno snažniji i trajniji uticaj na ekonomsku aktivnost u odnosu na inflaciju u poređenju sa periodom pre stabilizacije inflacije. U takvim okolnostima se ukazuje na veći stepen fleksibilnosti monetarne politike: pošto su se poboljšali uslovi za politički izbor između ekonomske aktivnosti i inflacije, isplatilo bi se, sa aspekta blagostanja, dopustiti monetarnoj politici fokusiranje na stabilizaciju output gega više nego što je to bio slučaj tokom perioda dezinflacije.<sup>20</sup>

Fleksibilno targetiranje inflacije zahteva operativno merenje output gega, koji se definiše kao razlika između realizovanog i potencijalnog outputa. Centralne banke već duže vreme koriste različite varijante ocenjivanja potencijalnog na bazi stvarnog outputa, koje ponekad mogu da izazovu ozbiljne propuste u politici. Šta više, iste se ne zasnivaju na teorijskoj bazi. Odeljak koji sledi ukratko razmatra korene takvih problema.

<sup>19</sup> Centralna banka fleksibilno cilja inflaciju iako se njena funkcija gubitka negativno odražava na output gega i inflaciju; ona strogo cilja inflaciju ako jedino vodi brigu o razlici između planirane i ostvarene inflacije. Svakako da može postojati samo jedna vrsta strogog ciljanja, ali moguće su različite vrste fleksibilnog ciljanja, u zavisnosti od pondera output gega u odnosu na razliku između planirane i ostvarene inflacije, sa aspekta gubitka banke. Što je taj ponder veći, banka je fleksibilnija ili manje konzervativna.

<sup>20</sup> Potpunije razvijeno kod Cukiermana (2004).

## **4.2 Opasnosti od stabilizacije output gepa**

Niko ne zna vremensku putanju potencijalnog outputa. Iako se jedan deo ove neizvesnosti rešava posmatranjem prethodnih perioda, normalno je da postoji znatna neizvesnost oko očekivanog nivoa u trenutku posmatranja i u bliskoj budućnosti, sa aspekta kreiranja monetarne politike. Najvažnija posledica ovakvog rezonovanja je da se, usled odsustva valjanih informacija o aktuelnom output gepu, fleksibilno targetiranje zasniva na varijabli čije se merenje karakteriše značajnim nivoom greške.

Orphanides (2001) pokazuje da su tokom druge polovine sedamdesetih i početkom osamdesetih, Federalne rezerve SAD sistematski precenjivale potencijalni output, što je dovelo do znatne precenjenosti intenziteta recesije u to vreme. Pošto su Federalne rezerve delovale u skladu sa fleksibilnim targetiranjem inflacije, navedene greške u prognozi dovele su do veoma labave monetarne politike i rastu inflacije u SAD u drugoj polovini sedamdesetih godina. Nesporna je i dobro poznata činjenica da se output znatno smanjio krajem sedamdesetih godina. Pitanje koje se ovde postavlja je u kojoj meri je pad bio izazvan cikličnim elementima nad kojima monetarna politika ima izvestan, privremeni uticaj, u odnosu na to koliko je pad bio uslovljen promenama potencijalnog outputa, na koji monetarna politika ima mali ili nikakav uticaj.

Greške u predviđanjima su ponekad pozitivne a ponekad negativne i obično nisu trajne prirode. Stoga bi se moglo pomisliti da greške politike koje proističu iz lošeg upravljanja output gepom ne bi značile postojane greške u izboru monetarne politike. Nažalost, to nije slučaj sa output gepom. Cukierman i Lippi (2005) pokazuju da su greške u predviđanju potencijalnog outputa i output gepa, generalno govoreći, serijski povezane. Za razliku od predviđanja varijabli čija stvarna vrednost postaje poznata nakon jednog perioda, prava vrednost potencijalnog outputa i output gepa ne može se sa sigurnošću utvrditi. Shodno tome, greške monetarne politike kod fleksibilnog ciljanja inflacije su takođe u serijskoj korelaciji. Međutim, u periodima u kojima potencijalni output ne odstupa mnogo od utvrđenog trenda, merena postojanost politike je mala i ne može predstavljati ozbiljan problem za targetiranje rasta. U periodima sa velikim odstupanjima potencijalnog outputa od trenda, međutim, greške politike se mogu trajno pojavljivati tokom vremena. Stoga, kod fleksibilnog ciljanja inflacije, inherentno odsustvo praćenja output gepa je posebno opasno za nominalnu stabilnost u blizini i nakon prelomnih tačaka na putanji potencijalnog outputa.

## **4.3 Novi koncept output gepa**

Nova kenzijska ekonomija nedavno je ponudila interesantnu inovaciju u konceptualizaciji potencijalnog outputa, kao nivoa outputa koji bi se realizovao u

ekonomiji uz fleksibilne zarade, pod uslovom da su uspostavljene subvencije da bi se anulirali poremećaji proizašli iz nesavršeno konkurentnih tržišta. Woodford (2003, pogl. 6) pokazuje da, ako se ti uslovi zadovolje, ekonomsko blagostanje se maksimizira kada je output jednak ovako koncipiranom potencijalnom outputu.<sup>21</sup> Dalje predlaže da bi monetarna politika trebalo da se fokusira na smanjenje gepa između aktuelnog i potencijalnog outputa prema konceptu nove kejnzijanske ekonomije.

Ovako koncipiran potencijalni output ima dve atraktivne karakteristike: zasnovan je na blagostanju i posebno je pogodan kao cilj monetarne politike pošto pažnju usmerava ka odstupanju koje monetarna politika može efikasno rešiti (privremeni poremećaji relativnih cena). Međutim, njegova praktična primenljivost je ograničena usled činjenice da trenutno nema empirijskih merenja ravnoteže pri fleksibilnim zaradama i cenama.<sup>22</sup> Pored toga, većina svetskih tržišta je u stvarnosti nesavršeno konkurentna, a postojeće subvencije se obično ne uspostavljaju na nivoima osmišljenim za kopiranje proizvodne strukture kod prvog najboljeg konkurentnog ekvilibrijuma s fleksibilnim zaradama i cenama. Nivo outputa koji maksimizira blagostanje stoga ne mora neophodno da odgovara ravnoteži pri fleksibilnim zaradama i cenama (Benigno i Woodford, 2004; Cukierman, 2005). Nadalje, ekvilibrijum pri fleksibilnim cenama-zaradama je često manje postojan od ravnoteže pri rigidnim cenama-zaradama; to podrazumeva da bi kreatori politike trebalo za cilj da imaju dostizanje nivoa outputa koji je više, a ne manje promenljiv. U stvarnosti, međutim, većina bankara u centralnim bankama bi se opirala takvoj politici, čak i kada bi pouzdane mere ekvilibrijuma pri fleksibilnim zaradama-cenama bile na raspolaganju. Cukierman (2005) prikazuje deo rezonovanja u osnovi takvog otpora pokazujujući da pri monopolističkoj konkurenciji na tržištima roba ekvilibrijum pri rigidnim cenama-zaradama može sa aspekta blagostanja dominirati nad onim sa fleksibilnim veličinama.

#### ***4.4 Inflatorna očekivanja tržišta kapitala kao smernica za monetarnu politiku***

Pošto se cene određuju na osnovu decentralizovanih odluka mnogih prodavaca, stopa inflacije je konačno određena agregiranjem njihovih odluka. Važan dopri-

<sup>21</sup> Rana formulacija ovog principa pojavljuje se kod Goodfriend i King (1997) i Rotemberg i Woodford (1997). U tim okvirima, inflacija (ili smanjenje stope inflacije) odražava postepeno prilagodavanje – putem mehanizma predstavljenog u radu Calvo (1983) – rigidnih cena promenama marginalnih troškova usled promena faktorskih troškova ili produktivnosti (ili usled oba uzroka).

<sup>22</sup> Na prvi pogled, ne postoji veza između tradicionalnog merenja potencijalnog outputa zasnovanog na raznim ublaživačima outputa i ravnoteži pri fleksibilnim zaradama i cenama u savršenoj konkurenciji.

nos nove kejnzijanske ekonomije je da privremena rigidnost cena i zarada dovedu do toga da agregatna stopa inflacije zavisi od inflatornih očekivanja. Stoga, centralna banka može uticati na stopu inflacije tako što će uticati na inflatorna očekivanja. To podrazumeva da tekuća kredibilna promena politike centralne banke može da proizvede ne samo odloženo nego trenutno delovanje na stopu inflacije, kao što je slučaj kod modela koji se baziraju na retrospekciji.<sup>23</sup>

U Čileu i Izraelu, dostupnost i nominalnih i indeksiranih obveznica omogućuje da se dobiju ažurne informacije o inflatornim očekivanjima. U tom slučaju je moguće iskoristiti takve informacije kao vodeći pokazatelj inflacije i delimično bazirati monetarnu politiku na njima. Upravo tako se ponašala i Banka Izraela u prošloj deceniji i postigla solidan uspeh. Prednost korišćenja inflatornih očekivanja nastalih na tržištu kapitala kao pokazatelja monetarne politike je da kada nepredviđeni negativni šokovi dovedu do opadanja kredibiliteta, banka može brzo delovati da obnovi kredibilitet pre nego što pad bude ozbiljno uticao na inflaciju. Raspolaganje takvim indikatorom je posebno atraktivna opcija nakon uspešne stabilizacije inflacije, kada postoji visoka neizvesnost po pitanju strukturalnih ekonomskih parametara.

Bernanke i Woodford (1997) ukazuju na to da ako se konvencionalno utvrđena racionalna inflatorna očekivanja koriste kao jedini indikator prilikom kreiranja politike, nivo cena može biti neodređen i stope inflacije mogu odstupati od utvrđenog kursa. Taj problem se ponekad figurativno naziva „majmun u ogledalu“. Međutim, takva nestabilnost nije zabeležena u Izraelu, uprkos povremenom znatnom oslanjanju na inflatorna očekivanja sa tržišta kapitala. Mogući razlozi razmimoilaženja teorije i ishoda su da se Banka Izraela oslanjala i na druge pokazatelje, i u suštini je odstupala od strogog poštovanja mehaničkog pravila koje su postavili Bernanke i Woodford. Problem „majmuna u ogledalu“ može postati realna mogućnost pod visokom inflacijom, ali se čini malo verovatnim u sadašnjem okruženju generalno veoma niske inflacije.

#### ***4.5 Odgovornost i transparentnost centralne banke***

Pošto centralne banke nisu institucije koje se formiraju kao rezultat izbornog procesa, trebalo bi da se smatraju odgovornim prema demokratski izabranim predstavnicima javnosti. Postoji široka saglasnost po ovom pitanju ali se sada o njemu više govori nego u prošlosti. Razlog je jednostavan. Pre dvadeset i više godina, većina centralnih banaka je imala malu nezavisnost po pitanju instrumentata, tako da je odgovornost bila automatski obezbeđena. Kako je delegiranje odgovornosti nad vođenjem monetarne politike postalo naglašenije, bilo je potrebno stvoriti institucije za eksplicitnu zaštitu odgovornosti. Veće delegiranje

---

<sup>23</sup> Istraživanje se pojavljuje kod Clarida, Galí i Gertler (1999).

ovlašćenja nad monetarnom politikom je stoga svakako povezano s eksplicitnijim instrumentima koji su osmišljeni tako da centralna banka bude odgovorna prema javnosti. Pitanja institucionalnog osmišljavanja odgovornosti, tj. da li odgovornost treba da bude „administrirana“ samo od strane vlade ili i od drugih nepristrasnih tela, izlazi izvan opsega ovog rada.<sup>24</sup>

Transparentnost je s time povezana karakteristika koja se takođe veoma podstiče. Zajednički stav je da je ista poželjna ne samo zbog toga što unapređuje odgovornost centralne banke, već i zato što omogućuje banci bolju kontrolu nad očekivanjima javnosti. Time se u osnovi podiže efikasnost monetarne politike i, u mnogim slučajevima, blagostanja.<sup>25</sup> Ipak, bankari u centralnim bankama i naučnici nisu postigli konsenzus po pitanju optimalnog stepena transparentnosti ili preciznih procedura za implementaciju transparentnosti. Dobra ilustracija za to je diskusija Willem Buitera (tada u Savetu za monetarnu politiku Banke Engleske) i Otmar Issing-a (u Upravljačkom savetu Evropske monetarne unije) na početku funkcionisanja EMU.<sup>26</sup> Neslaganja uključuju pitanja kao što su objavljivanje predviđanja centralne banke i objavljivanje pojedinačnih glasova članova Monetarnog saveta, s tim da se ovo pitanje odnosi na to da li odgovornost treba da bude kolektivna ili individualna.

Navedena pitanja u pogledu transparentnosti ostaju otvorena. Jedno je kako da se obezbedi transparentnost kada odluke monetarne politike donosi veće koga čine pojedinci sa različitim funkcijama gubitaka i očekivanjima. Da li bi banka trebalo da objavljuje funkcije gubitaka i ekonomska predviđanja svakog člana veća nakon (ili možda pre) svakog sastanka veća? Da li je takva strategija ostvariva, i, ako jeste, da li će izvesno povećati transparentnost politike banke? Odgovori na ova pitanja nikako nisu očigledni, pošto pojmovno razlučivanje nivoa transparentnosti i posebnih institucionalnih aranžmana nije uvek jednoznačno.

Drugo pitanje je normativne prirode. Pod pretpostavkom da je odnos između transparentnosti i institucionalnih aranžmana definitivno utvrđen, da li bi nivo transparentnosti trebalo da bude maksimalno visok koliko god je to tehnički ostvarivo? Moj odgovor na ovo pitanje je „očigledno ne“. Pretpostavimo, na primer, da centralna banka, u svojstvu supervizora bankarskog sistema, sazna za probleme solventnosti kod neke velike banke. Potpuna transparentnost zahteva trenutno saopštavanje tih informacija, ali to bi verovatno podstaklo „juriš“ na bankarski sistem, što bi rezultiralo znatno skupljim ishodom sa društvenog aspekta. Pored toga, objavljivanje predviđanja centralne banke, kada banka unapred

<sup>24</sup> Vidi Cukierman (2001) radi celokupne diskusije.

<sup>25</sup> Geraats (2002) prikazuje istraživanje.

<sup>26</sup> Buitera (1999) i Issing (1999) daju pojedinosti. Vidi takođe Cukierman (2001) radi rezimea i evaluacije te kontroverze.

posедуje informacije o ekonomiji, može da umanjí njenu sposobnost da stabilizuje realnu ekonomiju.<sup>27</sup>

#### **4.6 Kapital, raspodela dobiti i nezavisnost centralne banke**

Institucionalni aspekt centralne banke koji je relativno zanemaren u literaturi uključuje kapital centralne banke, pravila za raspodelu dobiti i njihov uticaj na nezavisnost banke. Čini se da to pitanje ima velike sličnosti s odgovarajućim pitanjima kod privatnih korporacija, pošto su i centralne banke i privatne firme sa formalne strane osnovane po sličnoj strukturi i koriste slične računovodstvene principe. Sličnost sa formalnog aspekta, međutim, prikriva nekoliko važnih razlika. Za razliku od privatnih korporacija, centralne banke se osnivaju da bi ostvarile ukupne ciljeve politike, a ne da bi povećale dobit. Takođe, za razliku od privatnih korporacija, negativna neto-vrednost (ili kapital) u centralnoj banci ne podrazumeva da će banka otići pod stečaj i prestati da posluje. Na kraju, većinski vlasnik centralne banke je država, a ne fizička lica, što podrazumeva da svaka raspodela dobiti povećava potrošačku moć države, dok se na kraju svi gubici centralne banke prevode u izgubljene prihode ili dodatne troškove za centralnu vladu.

Kada nivo kapitala centralne banke postane negativan i spusti se ispod određenog praga, politička struktura bi mogla sprečiti banku u implementaciji politike koja vodi daljim gubicima, čime se ograničava nezavisnost banke putem pozicije bilansa stanja. U takvim slučajevima, što više kapitala poseduje centralna banka, to je bolja mogućnost da vodi politiku nezavisno od fiskalnih organa. Ovaj faktor postaje posebno važan kada se u opštem interesu zahteva da centralna banka usvoji politike koje stvaraju dalje gubitke za banku. Različiti razlozi mogu da dovedu do takvih situacija. Na primer, ostvarenje targeta inflacije može zahtevati kontrakcionu politiku; faktori finansijske stabilnosti mogu zahtevati da banka preuzme gubitke neuspešnih finansijskih institucija kako bi se smanjio rizik od sistemske krize; ili banka može biti primorana da vrši skupe intervencije radi odbrane koridora deviznog kursa.

Ne radi se uvek o tome da negativni kapital ograničava opcije banke. Centralna banka Čilea uspela je da stabilizuje inflaciju uprkos postojanju negativnog kapitala jer se vlada opredelila da održi budžetski suficit. Međutim, u mnogim drugim slučajevima negativni kapital centralne banke je ozbiljno ograničio njenu nezavisnost.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> Cukierman (2001) pokazuje da umanjjenjem mogućnosti banke da stabilizuje ekonomiju, objavljivanje predviđanja centralne banke smanjuje dobrobit koja se konvencionalno meri putem kvadratnih gubitaka outputa i inflacionog gpa.

<sup>28</sup> Primeri se nalaze kod Stella (2002).

Da li se time podrazumeva da vlada uvek treba da pokriva sve gubitke centralne banke kako bi se obezbedila nezavisnost centralne banke? Nema preciznog odgovora, pošto bi takav aranžman dozvolio institucijama za koje se ne vrše izbori (centralna banka) da donosi odluke o fiskalnoj politici. Kauzalni odnos između gubitaka i nezavisnosti može posebno biti važan u slučaju kada veliki ekonomski ili politički potresi primoravaju centralnu banku da primeni politiku koja izaziva značajne negativne fiskalne posledice. Kada budu obezbedile dovoljno zakonske nezavisnosti i pozitivni nivo kapitala, većina zapadnih centralnih banaka će verovatno biti u mogućnosti da implementiraju, kada je potrebno, i politiku kojom stvaraju gubitke. Za razliku od toga, ako banka beleži veliki negativni kapital u periodu kada je potrebno implementirati takvu politiku, politička struktura će verovatno imati mogućnost, a često i podsticaj, da zaustavi, odloži ili prilično ograniči sprovođenje takve politike.

Ovaj rizik je važan uglavnom u zemljama u razvoju, gde postoji slaba veza između stvarne i zakonske nezavisnosti. U takvim slučajevima odnos između nezavisnosti i nivoa kapitala centralne banke verovatno nije kontinuiran, u smislu da će ispod određenog praga negativnog kapitala centralnu banku ozbiljno ograničiti politički organi, čak i ako uživa visok nivo zakonske nezavisnosti. Iznad tog praga, mogućnost da banka nezavisno vodi politiku neće zavisiti od nivoa njenog kapitala. Sledi zaključak da održavanje dovoljno visokog nivoa kapitala u osnovi obezbeđuje banci (delimično) osiguranje od situacija u kojima je joj je oslabljena sposobnost odupiranja političkim organima.

Slična razmatranja se odnose na pravila i propise za raspodelu dobiti centralne banke u odnosu na državu. Takva pravila često nisu transparentna i omogućavaju veliko učešće države u dobiti, čime se otvara prostor za izbegavanje ograničenja deficita. Jasna i transparentna pravila o raspodeli dobiti i procedure rasta kapitala centralne banke poboljšavaju nezavisnost banke i njen kredibilitet kao čuvara stabilnosti cena. Lucidna objašnjenja ovog pitanja nudi Stella (2002).

## Literatura

- Alesina, A. 1988. „Macroeconomics and Politics.” U *NBER Macroeconomics Annual 1988*, urednik S. Fischer, 13–52. MIT Press.
- . 1989. „Politics and Business Cycles in the Industrial Democracies.” *Economic Policy* 8 (april): 57–98.
- Alesina, A., and L. Summers. 1993. „Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2): 151–62.
- Arnove, M., B. J. Laurens, and J.-F. Segalotto. 2005. „Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD and Developing Countries and



- Emerging Market Economies.” Working paper. Washington: International Monetary Fund.
- Bade, R., and M. Parkin. 1988. „Central Bank Laws and Monetary Policy.” University of Western Ontario. Manuscript.
- Barro, R.J. 1986. „Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information.” *Journal of Monetary Economics* 17: 3–20.
- Barro, R. J., and D. B. Gordon. 1983. „A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model.” *Journal of Political Economy* 91(2): 589–610.
- Benigno, P., and M. Woodford. 2004. „Optimal Stabilization Policy When Wages and Prices are Sticky: The Case of a Distorted Steady State.” Manuscript.
- Bernanke, B., and M. Woodford. 1997. „Inflation Forecasts and Monetary Policy.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 29(4): 653–84.
- Blinder, A. S. 1998. *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press.
- Buiter, W. 1999. „Alice in Euroland.” *Journal of Common Market Studies* 37(2): 181–209.
- Calvo, G. 1983. „Staggered Price Setting in a Utility-Maximizing Framework.” *Journal of Monetary Economics* 12(3): 383–98.
- Calvo, G., and C. Reinhart. 2002. „Fear of Floating.” *Quarterly Journal of Economics* 117(2): 379–408.
- Catao, L., and M. Terrones. 2005. „Fiscal Deficits and Inflation.” *Journal of Monetary Economics* 52(3): 529–54.
- Clarida, R., J. Galí, and M. Gertler. 1999. „The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective.” *Journal of Economic Literature* 37(4): 1661–707.
- . 2000. „Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory.” *Quarterly Journal of Economics* 115(1): 147–80.
- Corbo, Vittorio. 2002. „Monetary Policy in Latin America in the 1990s.” U *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, urednici N. Loayza i K. Schmidt-Hebbel. Santiago: Central Bank of Chile.
- Cukierman, A. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. MIT Press.
- . 1998. „The Economics of Central Banking.” In *Contemporary Economic Issues*, vol. 5: *Macroeconomics and Finance*, edited by H. C. Wolf. Macmillan, za International Economic Association. Takođe objavljeni na španskom u *La Banca Central en America Latina*, urednici E. Aguirre, R. Junguito, i G. Miller, Bogotá: Tercer Mundo Editores (1997); i na portugalskom u *Revista Brasileira de Economia* 50 (oktobar/decembar 1996.).
- . 2000a. „Establishing a Reputation for Dependability by Means of Inflation Targets.” *Economics of Governance* 1 (February): 53–76. Reprinted in *Monetary Frameworks in a Global Context*, urednici L. Mahadeva i G. Sterne, Routledge (2000.).
- . 2000b. „The Inflation Bias Result Revisited.” Manuscript. Dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/infbias1.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/infbias1.pdf).
- . 2001. „Accountability, Credibility, Transparency, and Stabilization Policy in the Eurosystem.” U *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, urednik

- C. Wyplosz, 40–75. Oxford University Press. Takode dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/a.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/a.pdf).
- . 2002. „Are Contemporary Central Banks Transparent about Economic Models and Objectives, and What Difference Does It Make?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 84(4): 15–45. Takode dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/FRBStL.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/FRBStL.pdf).
- . 2004. „Should the Bank of Israel Have a Growth Target? What Are the Issues?” Working paper 26-04. Tel-Aviv University, Foerder Institute of Economic Research. Dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/growth-target-OCT-04.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/growth-target-OCT-04.pdf).
- . 2005. „Keynesian Economics, Monetary Policy and the Business Cycle New and Old.” *CESifo Economic Studies* 51(4): 697–728. Takode dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/keynesian-econ-new-old-7.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/keynesian-econ-new-old-7.pdf).
- . 2006. „Legal, Actual, and Desirable Independence: A Case Study of the Bank of Israel.” U *The Monetary History of Israel: 1948–2003*, edited by N. Liviatan and H. Barkai. Oxford University Press. Takode dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/boiactvslegl-4.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/boiactvslegl-4.pdf).
- Cukierman, A., and S. Gerlach. 2003. „The Inflation Bias Revisited: Theory and Some International Evidence.” *Manchester School* 71(5): 541–65.
- Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. Summers, and S. Webb. 1993. „Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates.” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (jesen): 95–145.
- Cukierman, A., and F. Lippi. 2005. „Endogenous Monetary Policy with Unobserved Potential Output.” *Journal of Economics Dynamics and Control*. 29(11): 1951–83. Takode dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/Lippi-III-2-05-JEDC-final.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/Lippi-III-2-05-JEDC-final.pdf).
- Cukierman, A., and N. Liviatan. 1991. „Optimal Accommodation by Strong Policymakers under Incomplete Information.” *Journal of Monetary Economics* 27(1): 99–127.
- Cukierman, A., G. P. Miller, and B. Neyapti. 2002. „Central Bank Reform, Liberalization, and Inflation in Transition Economies: An International Perspective.” *Journal of Monetary Economics* 49(2): 237–64.
- Cukierman, A., and V. A. Muscatelli. 2003. „Do Central Banks have Precautionary Demands for Expansions and for Price Stability? A New Keynesian Approach.” Manuscript. Dostupno na [www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/cukiermanmuscatelli-03a.pdf](http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/cukiermanmuscatelli-03a.pdf).
- Cukierman, A., P. Rodriguez, and S. Webb. 1998. „Central Bank Autonomy and Exchange Rate Regimes: Their Effects on Monetary Accommodation and Activism.” U *Positive Political Economy: Theory and Evidence*, urednici S. Eijffinger id H. Huizinga. Cambridge University Press.
- Cukierman, A., Y. Spiegel, and L. Leiderman. 2004. „The Choice of Exchange Rate Bands: Balancing Credibility and Flexibility.” *Journal of International Economics* 62(2): 379–408.
- Cukierman, A., and S. B. Webb. 1995. „Political Influence on the Central Bank: International Evidence.” *World Bank Economic Review* 9(3): 397–423.

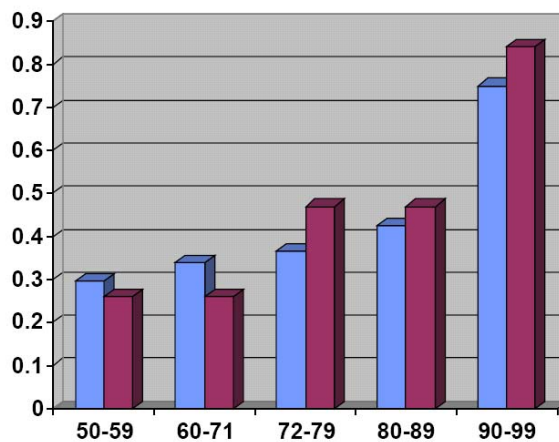
- Cukierman, A., S. Webb, and B. Neyapti. 1992. „Measuring The Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes.” *World Bank Economic Review* 6 (September): 353–98.
- Eijffinger, S., and E. Schaling. 1993. „Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries.” *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 184 (March): 64–68.
- Fischer, S. 2001. „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” Distinguished Lecture on Economics in Government. *Journal of Economic Perspectives* 15(2): 3–24.
- Geraats, P. 2002. „Central Bank Transparency.” *Economic Journal* 112(483): 532–65.
- Goodfriend, M., and R. King. 1997. „The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy.” U *NBER Macroeconomics Annual 1997*, urednici B. S. Bernanke i J. Rotemberg, 231–82. MIT Press.
- Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini. 1991. „Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in The Industrial Countries.” *Economic Policy* 13: 341–92.
- Gutierrez, E. 2003. „Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence from Latin America and the Caribbean.” Working paper. Washington: International Monetary Fund.
- Issing, O. 1999. „The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euro-land'.” *Journal of Common Market Studies* 37(3): 503–19.
- Jacome, L. I., and F. Vazquez. 2005. „Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean.” Working paper 05/75. Washington: International Monetary Fund.
- Kydland, F. E., and E. C. Prescott. 1977. „Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.” *Journal of Political Economy* 85(3): 473–91.
- Loayza, N., and K. Schmidt-Hebbel, ur. 2002. *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*. Santiago: Central Bank of Chile.
- Maxfield, S. 1998. *Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton University Press.
- Orphanides, A. 2001. „Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data.” *American Economic Review* 91(4): 964–85.
- Rogoff, K. 1985. „The Optimal Degree of Commitment to a Monetary Target.” *Quarterly Journal of Economics* 100: 1169–1190.
- Ruge-Murcia, F. J. 2003. „Does the Barro-Gordon Model Explain the Behavior of U.S. 32 Inflation? A Reexamination of the Empirical Evidence.” *Journal of Monetary Economics* 50(6): 1375–90.
- Rotemberg, J., and M. Woodford. 1997. „An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy.” In *NBER Macroeconomics Annual 1997*, urednik B. S. Bernanke i J. Rotemberg, 297–346. MIT Press.
- Schmidt-Hebbel, K. 2004. „Toward Floating and Inflation Targeting in Chile.” Paper prikazano na istraživačkoj radionici. Bank of Israel, decembar.
- Svensson, L. E. O. 1997. „Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets.” *European Economic Review* 41 (jun): 1111–46.
- Stella, P. 2002. „Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility.” Working paper 02/137. Washington: International Monetary Fund.

Taylor, J. B., ed. 1999. *Monetary Policy Rules*. University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research.

Woodford, M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

**Slika 1:** Prosečni agregatni indeks zakonske nezavisnosti u Čileu i devet latino-američkih zemalja

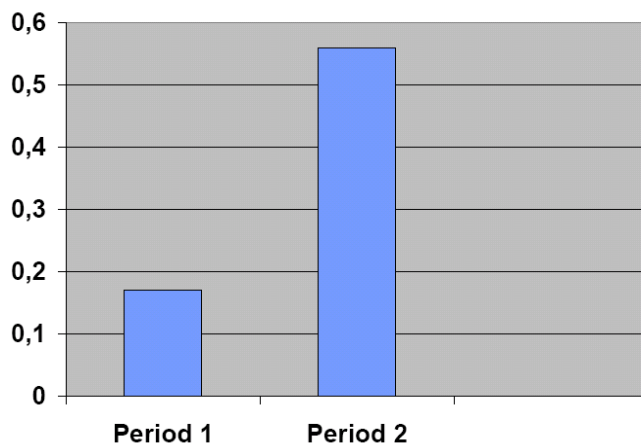
(naznačeni periodi; 0 = zavisna, 1 = nezavisna)



**Izvor:** Autorove kalkulacije zasnovane na podacima iz Cukierman, Webb i Neyapti (1992) i Jacome i Vazquez (2005).

Napomene: Slika kombinuje podatke o agregatnom indeksu zakonske nezavisnosti, LVAW, iz tabele A1 u Cukierman, Webb i Neyapti (1992) tokom četrdeset godina između 1950. i 1989. godine i podatke o istom indeksu za devedesete godine iz II priloga kod Jacome i Vazquez (2005) za Čile i devet drugih latinoameričkih zemalja tj. Argentinu, Boliviju, Kolumbiju, Honduras, Meksiko, Nikaragvu, Peru, Urugvaj i Venecuelu. U prva dva perioda broj zemalja je manji od devet, ili zbog toga što neke centralne banke još uvek nisu bile stvorene, ili zbog nedostatka podataka. Za neke od zemalja, Jacome i Vazquez obezbeđuju kodiranje i za osamdesete godine. U tim slučajevima, korišćene brojke su proseci između njihovog kodiranja i onog u radu Cukierman, Webb i Neyapti za osamdesete godine.

**Slika 2:** Zakonska nezavisnost centralne banke u odabranim bivšim socijalističkim privredama (pre i posle reformi)



**Izvor:** Prilagođeno iz tabele 1 u Cukierman, Miller i Neyapti (2002).

Napomene: Slika pokazuje prosečnu vrednost LVAW indeksa (vidi naznaku za sliku 1 radi pojedinosti) za šest bivših socijalističkih privreda koje nisu bile deo sovjetske imperije i, shodno tome su imale zakone o centralnoj banci pre raspada Sovjetskog Saveza. Te zemlje su Hrvatska, Makedonija, Poljska, Rumunija i Slovenija. Slika za prvi period prikazuje prosečan nivo zakonske nezavisnosti u tim zemljama pre reformi centralne banke devedesetih godina. Slika za drugi period prikazuje prosečan nivo zakonske nezavisnosti u tim zemljama nakon poslednje reforme centralne banke koju su pomenute zemlje imale između ranih devedesetih i 1997. godine.

**Prevod:** Prof. dr Miroslava Filipović, mr Emilija Beker, Nataša Mioković