

**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**DIPLOMSKI RAD**

**POGODNOSTI CILJANJA INFLACIJE U  
EUROZONI ZA VRIJEME KRIZE I RECESIJE**

**Mentor:**

**prof.dr.sc. Mario Pečarić**

**Student:**

**Denis Vujević, univ. bacc. oec.**

**Split, lipanj, 2017.**

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	4
1.1. Problem istraživanja .....	4
1.2. Predmet istraživanja .....	8
1.3. Ciljevi istraživanja.....	8
1.4. Istraživačke hipoteze .....	9
1.5. Metodologija istraživanja .....	9
1.6. Struktura istraživanja.....	10
1.7. Doprinos istraživanja.....	11
2. STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE.....	12
2.1. Vrste strategija monetarne politike.....	13
2.1.1. Monetarna strategija ciljanja deviznog tečaja .....	13
2.1.2. Monetarna strategija ciljanja monetarnih agregata.....	17
2.1.3. Monetarna strategija ciljanja inflacije .....	20
2.1.4. Prednosti i nedostaci ciljanja inflacije .....	24
2.1.5. Kritika ciljanja inflacije.....	27
3. KARAKTERISTIKE STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE CILJANJA INFLACIJE U EUROZONI.....	29
3.1. Monetarna politika ECB-a.....	29
3.2. Fleksibilno ciljanje inflacije kao strategija ECB-a .....	32
3.3. Ciljanje inflacije i financijska stabilnost .....	37
4. POGODNOSTI CILJANJA INFLACIJE U EUROZONI ZA VRIJEME KRIZE I RECESIJE .....	42
5. ZAKLJUČAK .....	53
6. LITERATURA .....	56
SAŽETAK.....	61
SUMMARY .....	61
POPIS ILUSTRACIJA.....	62

# 1. UVOD

## 1.1. Problem istraživanja

Tema ovog istraživačkog rada je ocjena pogodnosti ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike tijekom krize i recesije u Eurozoni.

Tijekom devedesetih godina 20. stoljeća monetarne vlasti i političari svoj fokus u vođenju monetarne politike stavili su na potrebu za postizanjem stabilnosti cijena. Nakon dužeg perioda suočavanja s umjerenim i trajnim stopama inflacije industrijalizirane zemlje su uspjele staviti inflaciju pod kontrolu, održavajući je na povijesno niskim razinama. Sniženje stope inflacije je rezultat dubokih promjena u vođenju monetarne politike, ali i nedostatak nekih značajnih šokova na strani ponude tijekom devedesetih godina prošlog stoljeća. Kao pokretačka snaga fenomena smanjenja inflacije smatra se snažan antiinflacijski stav usvojen od strane središnjih banaka razvijenih zemalja i zemalja u razvoju. Promjena u stavu središnjih banaka prema ciljanju inflacije većinom se zasniva na sposobnosti da vode neovisnu, transparentnu i kredibilnu monetarnu politiku.

Murić (2013) tvrdi da monetarna shema koja spaja navedene ovlasti središnje banke s pragmatičnom upotrebom instrumenata politike je ciljanje inflacije. Mishkin (2006) smatra kako je ciljanje inflacije razvijeno iz monetarnog ciljanja usvajanjem najuspješnijih elemenata, kao što su institucionalna posvećenost prema stabilnosti cijena kao primarnom, dugoročnom cilju monetarne politike i ostvarivanju ciljane stope inflacije, te veće transparentnosti putem komunikacije s javnošću o ciljevima monetarne politike i planovima za ostvarivanje navedenih ciljeva.

U vremenima prije krize 2008. godine ciljanje inflacije se smatralo kao standardni okvir za vođenje monetarne politike. Mnogo središnjih banaka diljem svijeta je prihvatilo barem neki oblik ciljanja inflacije. Prvi problemi koji su se pojavili za strategiju ciljanja inflacije su bili pozitivni šokovi na strani cijena energenata i cijena hrane koji su se pojavili 2007. godine. To je značilo da su središnje banke nekih zemalja, koje su odredile granice ciljane inflacije, bile u opasnosti da prekrše te granice, odnosno da im stopa inflacije bude veća od gornje granice. Frankel (2012), s druge strane, tvrdi da ciljanje inflacije uključuje neke čudne odgovore na šokove na strani ponude i uvjete trgovine, navodeći kao primjer odluku ECB da sredinom

2008. podigne svoju službenu kamatnu stopu, u trenutku kad je ekonomija ušla u recesiju, kao odgovor na veliki porast cijene nafte.

Pojava financijske krize, te recesija koja je uslijedila nakon nje, rezultirala je još većim izazovima koji su doveli u pitanje i samu učinkovitost ciljanja inflacije kao monetarne strategije. Kao odgovor na to, središnje banke su bile primorane eksperimentirati s novim alatima kako bi uspjele odgovoriti na prilično velik raspon problema koji su povezani s poteškoćama poticanja gospodarstva u situacijama kada su politike kamatnih stopa oko nule. Neki ekonomisti smatraju kako je time ciljanje inflacije kao okvir monetarne politike umrlo, jer su se počele koristiti inovacije u vođenju monetarne politike. Primjer, u situacijama kada su globalna kreditna tržišta zamrla središnji bankari su odmah povećavali likvidnost do neviđenih razmjera. Uz to, problem je bio što se gospodarstvo fokusiralo na razduživanje, te problemi s nelikvidnošću i financijskom stabilnosti. Smatra se kako je ciljanje inflacije pogodovalo nastanku krize jer je monetarna politika u razdoblju od 2003.-2006. godine bila prelabava, te joj nije prethodio niti ju je pratio porast inflacije te da je u razdoblju nakon krize to otežavalo suzbijanje krize.

Velika prepreka koja je pogodila ciljanje inflacije se dogodila u rujnu 2008. godine, kada je postalo jasno da središnje banke koje se oslanjaju na ciljanje inflacije nisu pridavale dovoljno pažnje mjehuru na tržištu imovine čije pucanje je imalo vrlo teške posljedice za gospodarstvo. Središnji bankari smatraju da su tržištima imovine dali svu pažnju koju zaslužuje, preciznije tvrdeći kako se cijene stanova i kapitala mogu uzeti u obzir samo u mjeri u kojoj se u obzir uzimaju informacije vezene uz inflaciju roba, ali to se pokazalo nedovoljnim. Gerlach (2013) smatra kako su krivac za krizu središnje banke jer su fokusirajući se pretjerano na stabilizaciju inflacije potpuno zanemarili činjenicu da ekspanzivna monetarna politika dovodi do kreditima napuhanog mjehura na tržištu nekretnina.

Kriza nam je ukazala na dva problema koji se nisu mogli ignorirati, stabilnost cijena ne može se tretirati odvojeno od financijske stabilnosti, te da konvencionalna monetarna politika gubi moć kad su kamatne stope oko nula posto.

Prije raspada Lehman Brothers-a pretpostavljalo se da se cilj financijske stabilnosti treba nastojati postići korištenjem mikroprudencijalnih alata, npr. nadzor banaka i regulacija, što bi omogućilo središnjoj banci da se usredotoči na inflaciju. Međutim, globalna kriza je pokazala kako je ta pretpostavka bila u krivu odnosno da središnje banke ne smiju zanemariti nadzor i

regulaciju financijskih tržišta i makroprudencijalne mjere. Wyplosz (2013) navodi tri razloga za to. Prvo, financijska tržišta koja su disfunkcionalna će narušavati učinkovitost monetarne politike (problem transmisijskog kanala); drugo financijske krize obično zahtijevaju intervencije pružanja posljednjeg utočišta čime se dovodi do pojave moralnog hazarda, te se postiže nejasan odnos između fiskalne i monetarne politike, dovodi se u pitanje neovisnost središnjih banaka; te treće financijske krize mogu biti veliki ekonomski šokovi koji otežavaju posao središnjih bankara.

Još jedna od zamjerki ciljanju inflacije koja se pojavila nakon krize je stavljanje fokusa prvenstveno na stabilnost inflacije, a zanemarivanje nezaposlenosti i gospodarskog rasta. Posljedica toga je nakon krize stavljanje naglaska na rast. Stabilizacija inflacije nije povezana sa stabilizacijom proizvodnje u kratkom roku.

Problem s kojim se suočavaju nositelji monetarne politike je i trade off između proizvodnje i inflacije, odnosno na izbor između varijabilnosti proizvodnje i varijabilnosti inflacije. Istraživanja su pokazala kako pokušaj održavanja stope inflacije unutar jednog vrlo uskog raspona može izazvati povećanje fluktuacija realne proizvodnje i zaposlenosti. Nasuprot tome, pokušaj aktivnijeg izgladivanja oscilacija poslovnog ciklusa dovodi do veće fluktuacije inflacije.

Važno je primijetiti kako središnji bankari koji ciljaju inflaciju nikada nisu bili ravnodušni prema rastu. Međutim, rast i radna mjesta važni su samo do te mjere u kojoj ne ugrožavaju opredijeljenost za srednjoročni cilj, koji je vezan za inflaciju. Uz ciljanu inflaciju u srednjem roku, središnje banke su implicitno ili eksplicitno prihvatile i drugi cilj, a to je financijska stabilnost. Prihvaćanje tog cilja značilo je da se prihvaćaju novi drukčiji alati za ostvarivanje tog cilja. Kao primjer toga, vidimo kako su gotovo sve središnje banke dodale korištenje makroprudencijalnih politika kao svoj alat u provođenju monetarne politike. Uz to, došlo je i do korištenja njihovih bilanci na drukčije načine, ne kako bi se stvarao novac već kako bi se poduzimale odluke za intervencijama u ključnim segmentima financijskih tržišta. Pitanje koje se sada postavlja je: hoće li dolaziti do konflikta između cilja monetarne politike i cilja financijske stabilnosti. Whelan (2013) smatra kako bi središnje banke trebale imati jasno definirane ovlasti koje bi sadržavale financijsku stabilnost, makroekonomsku stabilnost, kao i cilj stabilnosti cijena.

Gerlach (2013) smatra kako, iako je šok za vrijeme ove krize bio puno složeniji od onog za vrijeme Velike depresije, pad proizvodnje je bio puno slabiji, te smatra kako je tome pomoglo sidrenje očekivanja. Frankel (2012) tvrdi kako smo iz ove krize nešto naučili, jer ona mijenja razumijevanje kako se treba provoditi monetarna politika, te kako nema potrebe da se odbaci ciljanje inflacije kao monetarna strategija posebice zato što nema jasne alternative.

Oprava od posljedica krize tekao je prilično sporo u većini razvijenih zemalja. Jačanje fiskalne ekspanzije nije bilo popularno zbog rasta deficita i povećanja omjera duga u BDP-u te su političari počeli vršiti pritisak na nositelje monetarne politike, zahtijevajući od njih agresivniji pristup monetarnoj politici kako bi se izbacilo zemlje iz situacija stagnacije u kojoj su se našle. Jedan od odgovora na situaciju može se iščitati iz govora Marka Carneya, guvernera Bank of England, iz 2012. godine, u kojem on ističe da ukoliko je potreban neki specijalan poticaj, da bi najbolji način za to bio da se privremeno usvoji za cilj nominalna razina BDP-a. Ističe, kako bi usvajanje ciljanja nominalnog BDP-a moglo biti mnogo učinkovitije i snažnije od određivanja praga unutar fleksibilnog ciljanja inflacije. Smatra kako u situaciji dok su kamatne stope na razinama oko nula posto, ciljanje BDP-a se može pokazati kao zahvalnija monetarna politika jer se na ovim razinama ne može kamatna stopa spuštati niže te se time nositelje monetarne politike stavlja u problem.

Sama pojava nominalnog ciljanja BDP-a kao monetarne strategije nije novost u monetarnoj politici, jer se nominalno ciljanje BDP-a spominjalo još 1980-ih kao logično rješenje za probleme u kojima se tada nalazilo ciljanje novčane ponude. Uvođenje ciljanja nominalnog BDP-a bi za ekonomije koje se nalaze negdje između oporavka i recesije značilo da bi ciljanjem rasta nominalno BDP-a za 4-5% za sljedeću godinu imalo jednak efekt kao i ciljanje inflacije od 4%. Također su neki ekonomisti predlagali da se kao odgovor na visoku nezaposlenost poveća ciljanja razina inflacija s 2%, koliko je uobičajeno, na 4% čime bi se postiglo smanjenje realne kamatne stope. Međutim, takav je prijedlog naišao na vrlo snažan otpor središnji bankara koji su odbili povećanje stope ciljane inflacije na 4% te čak i na 3%. Razlog njihovog otpora je taj što nisu htjeli napustiti cilj od 2% za kojeg su se jako borili, kako bi ga ostvarili, i koji je jako dugo uspješno držao inflacijska očekivanja usidrenim. Bez obzira što bi to povećanje ciljanje razine inflacije bilo privremeno, bojali su se kako će se tako izgubiti kredibilitet središnjih banaka. To se smatra razlogom zbog kojeg je došlo i do otpora središnjih bankara prema uvođenju ciljanja nominalnog BDP-a. Bili su zabrinuti da će postavljanje cilja rasta nominalnog BDP-a od 5% ili više u sljedećoj godini biti protumačeno

kao postavljanje ciljane inflacije više od 2% čime bi se opet trajno ugrozila kredibilnost očekivanog sidra monetarne politike.

Frankel (2012) smatra kako posvećenost središnjih banaka cilju od 2% inflacije ne mora biti napuštena. Praktično rješenje za to je uvođenje nominalnog ciljanja BDP-a u dvije faze. Monetarne vlasti bi trebale početi izostavljati javne projekcije za bliske rokove realnog rasta i inflacije držeći dugoročne projekcije kakve jesu. Uz to bi trebali dodati i dugoročnu projekciju za rast nominalnog BDP-a. Cilj nominalnog ciljanja inflacije bi ubrzo doveo do toga da realni rast ubrzava ili ako ne to, onda da se realna kamatna stopa smanjuje automatski, podižući potražnju. Rast nominalnog BDP-a kao cilj možemo odrediti u smislu povratka na njegovu pred recesijsku razinu.

U dugom roku, u situaciji kad se rast nominalnog BDP-a vrati na svoju godišnju razinu od 4-4,5%, realni rast će se vratiti u svoj potencijal od recimo 2-2,5% uz inflaciju na starim razinama od 1,5-2%. Tako bi se postiglo da se dugoročni cilj ciljanja inflacije ne mijenja odnosno da ostane jednako kao i prije 2%. Jedan od problema vezanih uz nominalno ciljanje BDP-a je vrijeme početka njegovog korištenja. Drugi problem je taj što neki središnji bankari strahuju kako u sadašnjim uvjetima ne bi mogli pouzdano odrediti kvantitativan cilj u razdoblje za godinu ili dvije bilo za indeks potrošačkih cijena bilo za nominalan BDP. Problem, dakle, istraživanja su nedostaci dosadašnje strategije ciljanja inflacije kao i prednosti i nedostaci ciljanja nominalnog BDP-a kao aktualne alternative.

## **1.2. Predmet istraživanja**

Predmet istraživanja ovog rada je analiza ciljanja inflacije kao monetarne strategije, odnosno je li se ciljanje inflacije pokazalo kao učinkovita i korisna strategija za vrijeme recesije i krize te analiza monetarne strategije nominalnog ciljanja BDP-a.

## **1.3. Ciljevi istraživanja**

Glavni cilj istraživanja je ocijeniti učinkovitost ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike za vrijeme recesije i krize, te analizirati kriterije za prihvaćanje alternativne strategije ciljanja nominalnog BDP-a.

Pomoćni ciljevi su:

1. Analizirati strategije monetarne politike
2. Ocijeniti prednosti i nedostatke ciljanja inflacije u odnosu na ostale strategije monetarne politike
3. Analizirati ograničenja strategije ciljanja inflacije u vrijeme krize i recesije
4. Ocijeniti ciljanje nominalnog BDP-a kao strategiju monetarne politike
5. Analizirati prednosti i nedostatke nominalnog ciljanja BDP-a u odnosu na ciljanje inflacije

#### **1.4. Istraživačke hipoteze**

Na temelju navedenog problema, predmeta i ciljeva istraživanja postavljaju se sljedeće radne hipoteze:

***H1: Ciljanje inflacije je učinkovita strategija za sidrenje inflacijskih očekivanja, ali ne i za postizanje financijske stabilnosti.***

***H2: Ciljanje inflacije nije učinkovita strategija u poticanju rasta u recesijskoj situaciji.***

#### **1.5. Metodologija istraživanja**

Za ostvarivanje postavljenih ciljeva i predloženih hipoteza koristit će se opće znanstvene i specifične ekonometrijske metode istraživanja adekvatne predmetu i hipotezama istraživanja. S obzirom na uzorak istraživanja, zemlje eurozone, koje su do sada primjenjivale strategiju ciljanja inflacije, statistički će se istražiti kretanje inflacije i njena volatilitnost, te kritički dovesti u pitanje njeno kretanje s pokazateljima financijske stabilnosti i BDP-a. S obzirom da će se istraživanje vršiti na uzorku zemalja eurozone, koristit će se baza Eurostata te statistički podaci ECB-a.

U dokazivanju druge hipoteze, poslije pregleda dosadašnjih istraživanja, te na temelju teorijskih modela donijet će se zaključak o učinkovitosti dotične strategije za vrijeme recesije. Analizirat će se kretanje općih ekonomskih pokazatelja u razdoblju nakon recesije, te utjecaji



mjera koje su donosili voditelji monetarne politike zemalja eurozone kako bi potaknuli gospodarski rast eurozone. Uz to će se analizirati prednosti i nedostaci eventualnog uvođenja ciljanja nominalnog BDP-a kao učinkovitije strategije za poticanje rasta u recesijskoj situaciji.

## **1.6. Struktura istraživanja**

Struktura diplomskog rada je podijeljena u pet poglavlja. U prvom, odnosno uvodnom poglavlju je definiran problem i predmet istraživanja, ciljevi istraživanja, istraživačke hipoteze, te metodologija istraživanja.

Drugo poglavlje govori o strategijama monetarne politike. Definiran je sam pojam i značenje monetarnih strategija, te značenje strategija u užem i širem smislu. Analizirane su tri vrste strategija monetarne politike.

Treće poglavlje posvećeno je karakteristikama strategije monetarne politike ciljanja inflacije u eurozoni. Poglavlje započinje sa analizom monetarne politike ECB-a u Eurozoni, te razlozima prihvaćanja ciljanja inflacije kao monetarne strategije. Posebno će se analizirati fleksibilno ciljanje inflacije, te njegove prednosti i nedostaci u usporedbi s direktnim ciljanjem inflacije. Napravit će se analiza kretanja inflacije od njezina prihvaćanja kao monetarne strategije ECB-a do danas. Na kraju poglavlja analizirati će se kritika ciljanja inflacije s aspekta financijske stabilnosti koja se postala vrlo nakon izbijanja financijske krize te problema s financijskom stabilnosti.

Četvrto poglavlje je posvećeno empirijskoj analizi učinkovitosti ciljanja inflacije u promatranom periodu. Poseban naglasak će biti stavljen na analizu učinkovitosti fleksibilnog ciljanja inflacije u pokušaju da potakne rast gospodarstva nakon krize. Analizirati će se također prednosti i nedostatke nominalnog ciljanja BDP-a kao jedne od potencijalnih monetarnih strategija koju se nakon krize predstavljalo kao moguću zamjenu za ciljanje inflacije te će se analizirati koliko je to realno i kakav je stav ekonomista po tom pitanju.

## **1.7. Doprinos istraživanja**

Doprinos istraživanja treba prvenstveno sagledati u okviru:

- sistematiziranja prednosti i nedostataka ciljanja inflacije u odnosu na druge strategije monetarne politike
- analize ograničenja strategije ciljanja inflacije u vrijeme krize i recesije
- analize kritika ciljanja inflacije kao monetarne strategije.
- davanja kritičkog osvrta na mnogobrojne rasprava o adekvatnosti ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike
- analiza potencijalne monetarne strategije nominalnog ciljanja BDP-a

## 2. STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE

U drugom poglavlju će se objasniti pojam strategija monetarne politike. Također će se detaljnije objasniti vrste strategije monetarne politike koje su se koristile prilikom vođenja monetarne politike. Posebno će se objasniti tri najpoznatije strategije monetarne politike koje se najčešće koriste od strane središnjih banaka. Definirat će se svaka od tih strategija te će se analizirati njihove prednosti te nedostaci u provođenju efikasne monetarne politike.

Korištenjem instrumenata monetarne politike središnje banke nastoje ostvariti svoj krajnji ili intermedijarni odnosno indirektni cilj. Prema Lovrinović i Ivanov (2009) krajnji ciljevi monetarne politike su najčešće definirani zakonom o središnjoj banci ili nekom drugom regulativom preko koje se određuje njezina odgovornost kao nositelja te politike i javno su objavljeni. Najpoznatiji ili najrašireniji krajnji cilj monetarne politike je svakako stabilnost cijena.

Prema Lovrinović i Ivanov (2009) uloga intermedijarnih ciljeva je povećanje učinkovitosti monetarne politike pri ostvarenju krajnjih ciljeva. Još se mogu koristiti kao sredstvo za provjeru je li nastale promjene vode ka ostvarivanju tih ciljeva. Najčešće su javno objavljeni kako bi se povećale vjerodostojnost te transparentnost politike koju provodi središnja banka.

Osim ova dva oblika ciljeva, Lovrinović i Ivanov (2009) navode kako postoje i operativni ciljevi koji se ugrađuju u strategiju provođenja monetarne politike iz razloga što su visoko osjetljivi na instrumente te politike. To je moguće samo ukoliko se prilikom vođenja monetarne politike instrumentima izravno djeluje na operativne ciljeve, kasnije se preko operativnih ciljeva djeluje na intermedijarne ciljeve te oni na kraju nastoje ostvariti svoj krajnji cilj.

Učinkovitost monetarne politike u ostvarivanju krajnjeg cilja može biti ugrožena neadekvatnim te vremenski nekonzistentnim podacima o čimbenicima promjene cijena potrošačkih dobara ili realne proizvodnje, unutar razdoblja između implementacije instrumenata monetarne politike i ostvarenja krajnjeg cilja.

Strategija monetarne politike u užem smislu može se definirati kao skup propisa i mjera, te odraz kako kreatori politike zapravo skupljaju informacije o stanju i radu gospodarstva prilikom donošenja svojih odluka u cilju ostvarivanje ciljeva koji su zadani.

Strategija monetarne politike u širem smislu je zapravo sustavni okvir za organiziranje, strukturiranje informacija i analizu.

## **2.1. Vrste strategija monetarne politike**

Kako bi uspješno vodila monetarnu politiku središnja banka primjenjuje određene strategije. Uporabom tih strategija se određuju nominalna sidra, kojima se postiže stabilnost cijena koja je jedan od glavnih ciljeva svih središnjih banaka. Tri strategije monetarne politike koje su najpoznatije i najviše korištene su:

1. monetarna strategija ciljanja deviznog tečaja,
2. monetarna strategija ciljanja monetarnih agregata,
3. monetarna strategija ciljanja inflacije.

### **2.1.1. Monetarna strategija ciljanja deviznog tečaja**

Kada govorimo o monetarnim strategijama jedna od najstarijih, odnosno strategija s jako dugom poviješću korištenja je strategija ciljanja deviznog tečaja. U samim začetcima njezine primjene, vrijednost domaće valute je bila fiksirana za vrijednost određene robe. Primjerice, glavno obilježje razdoblja zlatnog standarda je bilo fiksiranje vrijednosti domaće valute s vrijednošću zlata.

Kroz vrijeme je strategija ciljanja deviznog tečaja evoluirala odnosno doživjela promjene te se u novija vremena vrijednost domaće valute fiksira s vrijednošću valute zemlje u kojoj je inflacija stabilna i na niskim razinama, te se tako uvozi inflacija iz zemlje za koju su očekivanja usidrena. Kao alternativu tom načinu sidrenja očekivanja Mishkin (1999) navodi mogućnost određivanja određenog cilja odnosno raspona unutar koga je valuti te zemlje ostavljena mogućnost depreciranja po stopama koje su određene i stalne. Time se ostavlja prostor za mogućnost da stopa inflacije u toj zemlji bude veće od stope inflacije u zemlji za koju su očekivanja usidrena.

Prema Mishkin (1999) brojne su prednosti ciljanja deviznog tečaja kao monetarne strategije:

- nominalno sidro ciljanja deviznog tečaja fiksira stopu inflacije za robu koje je predmetom međunarodne trgovine te tako pomaže u održavanju inflacije pod kontrolom,
- u situaciji kad je ciljanje tečaja vjerodostojno, povezuje očekivanja inflacije sa stopom inflacije u zemljama za čiju je valutu vezana,
- ciljanje tečaja osigurava automatsko pravilo vođenja monetarne politike kojim se izbjegava problem vremenske nedosljednosti, u situaciji kada je izgledno da će domaća valuta deprecirati ono prisiljava na zatezanje monetarne politike, dok u situaciji kad je izgledna aprecijacija domaće valute ono opušta politiku,
- jednostavnost i jasnoće što ga čini lako razumljivim javnosti.

Kada vidimo prednosti ove strategije ne može nas iznenaditi njezina uporaba za uspješno kontroliranje inflacije u industrijskim zemljama. Neke od zemalja, primjerice Francuska i Velika Britanija koje su uspješno koristile ciljano usmjeravanje tečaja na niži inflaciju i tako na način da su svoju valutu vezale odnosno usidrile za valutu Njemačke marku (DEM). Stopa inflacije u Francuskoj je 1987. godine bila 3% i bila je za dva postotna poena viša od inflacije u Njemačkoj. U pet godina stopa inflacije u Francuskoj je pala na 2%, a do 1996. godine stope inflacije u Njemačkoj i Francuskoj u bile konvergirane i tona razini malo nižoj od 2%. Velika Britanija je 1990. godine vezala svoju valutu za valutu Njemačke te je stopa inflacije do 1992. snižena s 10% na 3%.

Mishkin (1999) smatra kako se ciljanje tečaja također može učinkovito koristiti za brzo smanjenje stopa inflacije u zemljama u razvoju. Jedan od primjera je svakako Argentina u kojoj je 1990. osnovan valutni odbor kojim je određeno da središnja banka mijenja američke dolare za nove pesose po fiksnom tečaju 1 za 1. Valutni odbor je predan transparentnosti odnosno zahtijeva da središnja banka ili vlada mijenjaju domaću valutu za deviznu valutu prema tečaju koji je određen i to u bilo kojem trenutku u kojem to javnost od nje zahtijeva. U samim počecima primjenjivanja valutnog odbora bilo je iznimno uspješno jer je inflacija s razine od tisuću posto 1989. i 1990. godine pala na razinu manju od 5% do kraja 1994. godine, a prosječne godišnje stope raste u tom razdoblju su bile na razini negdje oko 8%. Još neki od primjera valutnog odbora su svakako u Bugarskoj te u Bosni i Hercegovini gdje je prvo njihova valuta konvertibilna marka bila vezana za njemačku marku te kasnije odnosno i sada vezana za valutu eurozone, euro.

Međutim unatoč određenim prednostima strategija ciljanja deviznog tečaja također se suočava s problemima i kritikama. Mishkin (1999) smatra kako su problemi i kritike ciljanje deviznog tečaja:

- ciljanje deviznog tečaja rezultira gubitkom neovisnosti monetarne politike,
- ciljanje deviznog tečaja ostavlja zemlje otvorene špekulativnim napadima na njihove valute.

Prema Mishkin (1999) prvi problem je posebno vidljiv u situaciji otvorenih tržišta kapitala gdje se ciljanjem tečaja uzrokuje bliska povezanost domaćih kamatnih stopa s kamatnim stopa iz zemlje za koju se sidrimo. Time se gubi mogućnosti neovisnog korištenja monetarne politike prilikom odgovora na domaće šokove koji su nastali neovisno o šokovima s kojima se susreće zemlja za koju se sidrimo. Također, ciljanjem tečaja se šokovi iz zemlje za koju se sidri izravno prenose u onu zemlju koja cilja devizni tečaj jer se promjene kamatnih stopa u zemlji za koju se sidri prelijevaju u zemlju koja cilja devizni tečaj.

Jedan od najboljih primjera tih problema je iz 1990. godine kada se ponovno spajala Njemačka. Potreba za velikim fiskalnim trošenjem kako bi se obnovila Istočna Njemačka te povećana zabrinutost zbog inflacijskih pritisaka koji su proizašli iz ponovnog ujedinjenja rezultirali su povećanjem dugoročnih kamatnih stopa do veljače 1991. godine te povećanjem kratkoročnih stopa do prosinca 1991. godine u Njemačkoj. Ovaj šok u zemlji koja je bila sidro u Europskom tečajnom mehanizmu je prenesen i u ostale zemlje koje su se nalazile unutar Europskog tečajnog mehanizma čije su valute bile vezane za njemačku marku jer su njihove kamatne stope porasle isto kao i kamatne stope u Njemačkoj. Smatra se kako je monetarna politika u zemljama kao što su Francuska i Ujedinjeno Kraljevstvo bila mnogo zategnutija i stroža nego što bi to bio slučaj u situaciji da se monetarna politika vodila prema domaćom okolnostima u tim zemljama. Posljedica pridržavanja ciljanja deviznog tečaja je bilo značajno usporavanje gospodarskog rasta i porast nezaposlenosti.

Kao drugi problem ciljanja deviznog tečaja često se smatra to što ta strategija ostavlja zemlje otvorene za napada špekulanata na njihove valute (Obstfeld i Rogoff, 1995). Kao što je spomenuto ranije devizna kriza koje pogodila zemlje koje su se nalazile u Europskom tečajnom mehanizmu uzrokovana je bila ujedinjenje Njemačke. Ujedinjenje Njemačke je obilježeno uskom monetarnom politikom te su zemlje u ERM-u bile podložne negativnom šoku na strani potražnje što se kasnije manifestiralo u porastu nezaposlenosti te padu gospodarskog rasta. Mishkin (1999) tvrdi kako su u toj situaciji nositelji monetarne politike

tih zemalja su mogli nastaviti dalje sa svojom politikom fiksiranja tečajeva za njemačku marku, ali špekulanti su počeli raspravljati hoće li se nositelji monetarnih politika držati i dalje svoje predanosti fiksiranja tečaja ili će ih porast nezaposlenosti natjerati da drže kamatne stope dovoljno visoke kako bi spriječili napade na njihove valute. Špekulantima je prodavanje tih valuta izgledalo kao prilično dobra prilika za zaradu s vrlo malom mogućnošću rizika te su počeli špekulativni napadi na te valute 1992. godine. Reakcije nositelja monetarne politike na to su bile su različite. Neke od zemalja poput Španjolske, Italije, Velike Britanije i Švedske nisu htjele braniti svoje valute pod svaku cijenu te su dopuštale devalvacije svojih valuta dok je jedina zemlja koja je dovoljno snažno branila svoju valutu da ne devalvira i u tome bila uspješna bila Francuska. Međutim, Mishkin (1999) ističe kako nastojanja nositelja monetarnih politika u tim zemljama da obrane svoje valute nije prošlo lako i zahtijevalo je veliku potrošnju novca. Za sanaciju negativnih učinaka branjenja od špekulativnih napada francuske, švedske, britanske, španjolske i talijanske su potrošile oko 100 milijardi USD, a njemačka središnja banka Bundesbank je predvidjela oko 50 milijardi USD za intervenciju. Iznos koji su platili porezni obveznici te koji su navedene središnje banke izgubile, kao posljedicu svoje intervencije na tečaju u krizi iznosi od 4 do 6 milijardi USD. Na slučajevima različitih odgovora na posljedice krize možemo vidjeti i različit trošak tečaja. Primjerice, Francuska koje je nastavila držati tečaj čvrsto vezanim za njemačku marku ostala je bez mogućnosti da neovisnim korištenjem monetarne politike odgovori na domaće šokove te je ustanovila da je nakon 1992. godine došlo do usporavanja gospodarskog rasta i povećanja nezaposlenosti. Za razliku od Francuske, Velika Britanije je odustala od ERM tečaja odnosno nije držala tečaj fiksiranim za njemačku marku te je bila mnogo uspješnija, stopa nezaposlenosti je pala te je gospodarski rast bio veći, ali je stopa inflacije bila mnogo lošija odnosno viša od stope inflacije u Francuskoj.

Prema Mishkin (1999) još jedan od problema kod ciljanja deviznog tečaja u zemljama u razvoju je to što se tom strategijom promiče krhkost financijskog ustava i povećava se mogućnost pojava financijskih kriza koje bi mogle jako štetno djelovati za gospodarstvo zemalja u razvoju. Nerazvijenost financijskih tržišta u tim zemljama te neizvjesnost vezana uz vrijednost domaće valute dovode do toga da je bankama, nefinancijskim tvrtkama i vladama mnogo lakše zadužiti se u valuti neke strane razvijene zemlje nego u vlastitoj valuti. Kod ciljanja deviznog tečaja u razvijenim zemljama devalvacija valute ima slab utjecaj na bilance poduzeća, banaka i kućanstava jer su njihovi dugovi denominirani u domaćoj valuti. Kod zemalja u razvoju je kao što smo već prije to spomenuli situacija dijametralno suprotna te

financijska kriza može dovesti do velikih problema za njihova gospodarstva. Uz to dolazi i do velikih pogoršanja u bilancama poduzeća i pada neto vrijednosti jer je imovina pretežito denominirana u domaćoj valuti te se ne povećava dok su obveze denominirane u stranim valutama te se one povećavaju. To dovodi do povećanja rizika za zajmodavce da neće moći naplatiti svoja potraživanja te oni smanjuju ukupni obujam kreditiranja i to vodi do smanjenja ulaganja te pada gospodarske aktivnosti.

Kao potencijalnu opasnost ciljanja deviznog tečaja u zemljama u razvoju svakako je važno istaknuti i mogućnost da nakon uspješnog ciljanja inflacije i snižavanja njezine stope, špekulativni napad može vratiti tu inflaciju na stare razine.

### **2.1.2. Monetarna strategija ciljanja monetarnih agregata**

S obzirom na probleme i kritike s kojima se suočavala strategija ciljanja deviznog tečaja određene zemlje su odlučile primjenjivati drukčiju strategiju monetarne politike. To je posebno došlo do izražaja u velikim zemljama jer su te zemlje imale problema u pronalasku zemalja za koje bi fiksirali svoj tečaj te su se oni odlučili primjenjivati strategiju ciljanja monetarnih agregata. Prema Ivanov (2012) ciljanje monetarnih agregata uključuje službenu objavu i ciljanje stope rasta određenog monetarnog agregata M0, M1, M2 i M3. Tijekom 1980- tih ciljanje monetarnih agregata je uvedeno u nekoliko zemalja, većinom razvijenih, ali taj se oblik razlikovao od originalnog pravila koji je predložen od strane ekonomista Milтона Friedmana.

Za razliku od strategije ciljanja deviznog tečaja koja nije učinkovita u situaciji kada šokovi nastaju na domaćem tržištu, strategija ciljanja monetarnih agregata je puno učinkovitija u takvim situacijama i to se smatra njenom najvećom prednošću (Mishkin, 1999). To znači da ona ostavlja mogućnost nositeljima monetarne politike da se prilagode domaćim šokovima te uspješno odgovore na njih. Također im omogućuje da odaberu ciljeve za postizanje određene razine inflacije koji se mogu razlikovat od ostalih zemalja, odnosno pruža im određenu mogućnost neovisnog vođenja monetarne politike. Prednost je i to što će javnost vrlo brzo imat informacije o tome hoće li središnja banka uspjeti postići svoj cilj. Time se omogućuje javnosti da jasno odredi stav i namjere nositelja monetarne politike o budućim inflatornim očekivanjima.



Kao i svaka strategija, strategija ciljanja monetarnih agregata je imala probleme od kojih Mishkin (1999) posebno ističe dva. Prvi, mora postojati pouzdan i snažan odnos između ciljane varijable, npr. zaposlenosti, stabilnosti cijena i ekonomskog rasta, te ciljanog agregata (M0, M1 ili M3). Ukoliko taj odnos nije snažan i pouzdan, ciljanje monetarnih agregata neće biti učinkovito u ispunjenju svojih ciljeva. Drugi, središnja banka mora imati jaku kontrolu nad monetarnim agregatom kojeg se cilja. U protivnom, signali o namjerama nositelja monetarne politike neće biti dovoljno jasni te se tako otežava kontrola njihove odgovornosti. Ovaj problem se posebno ističe u situaciji ciljanja monetarnih agregata M2 ili M3. Posljedica ova dva problema je to što čak i zemlje koje su bile najpredanije ovoj strategiji nisu držale svoje ciljane raspone rigidno već su im omogućavale vremenska razdoblja fluktuiranja.

Prema Bernanke i Mishkin (1992) u svim tim zemljama banke se zapravo nisu strogo pridržavale pravila o monetarnom rastu te je u nekim od tih zemalja ciljanje monetarnih agregata bilo prilično neozbiljno provođeno. To se smatra jednim od razloga zašto se ciljanje monetarnih agregata nije pokazalo učinkovitim u kontroli inflacije u SAD-u te Velikoj Britaniji. Drugi razlog je to što je porast nestabilnosti odnosa između monetarnih agregata i varijabli ciljanja značio kako je strategija osuđena na propast.

Razlog zbog kojih je ciljanje monetarnih agregata imalo snažne zagovornike te je bilo i službeni režim ECB-a je svakako njegova prilično uspješna uporaba u Njemačkoj. Njezina središnja banka, Bundesbank je uzeta kao temelj za uspostavljanje ECB, odnosno vođenje monetarne politike i način djelovanja ECB-a. Jedan od razloga za to je taj što su ostale zemlje često sidrile svoje valute za njemačku marku i tako se vezivale za monetarnu politiku koju je vodio Bundesbank i koja se pokazala prilično učinkovitom u borbi s inflacijom. Bundesbank je provođenje strategija ciljanja monetarnih agregata započeo negdje krajem 1974. godine. Kao i kod ostalih zemalja, i u Njemačkoj se pravilo vođenja ove strategije razlikovalo od načelnog pravila koje je odredio Friedman, da se monetarni agregat mora držati na putu konstantnog rasta te je kao takav primarni cilj monetarne politike. Najbolji komentar na uspjeh Njemačkog ciljanja monetarnih agregata je svakako dao Otmar Issing: „ Jedna od tajni uspjeha njemačke politike ciljanja novčane mase je bila...da često nije bila vezana uz ortodokсна razmišljanja monetarista, posebno po pitanju tehničkih detalja“ (Mishkin, 1999).

**Grafikon 1. Kretanje inflacije od 1970. – 2000. u odabranim zemljama**



Izvor: Izrada autora prema World Bank

Strategija ciljanja monetarnih agregata u Njemačkoj se pokazala vrlo uspješnom u održavanju inflacije na niskim razinama što je bio jedan od razloga “zavisti“ nositelja monetarnih politika koji nisu bili toliko uspješni pa su se vezivali za njemačku marku (DEM) i uvozili monetarnu politiku Njemačke. Iz grafikona 1. je vidljivo kako su u vrijeme uvođenja ove strategije fluktuacije inflacije su bile velike i sama inflacija je bila na visokim razinama u nekim zemljama, kao recimo u Francuskoj i SAD-u. Nažalost nema podataka za Njemačku do 1990. godine, ali vidljivo je kako se inflacija smanjivala nakon 1980.-tih te kako je u 1990. -tima došlo do stabilizacije inflacije i smanjenja fluktuacije te je inflacija uvelike pratila razine inflacije u Njemačkoj za čiju valutu su se neke od zemalja usidrile. Najveći dokaz uspjeha te strategije je svakako bio 1990. godine nakon ujedinjenja Njemačke. Posljedica ujedinjenja je bila privremeni porast inflacije, a proizašla je iz zahtjeva za visokim plaćama i fiskalnom ekspanzijom zbog obnove istočnog dijela Njemačke. Međutim, unatoč tim pritiscima Bundesbank je uspio spriječiti te jednokratne šokove od utjecaja na inflaciju te je čak do 1995. godine smanjio inflaciju ispod cilja kojeg je odredio, od 2%. Jedna od kritika njemačkog ciljanja monetarnih agregata je objašnjena u Clarida et al. (1997), koji smatraju kako je Bundesbank različito reagirala na propuste u ciljanju odnosno kao odgovor na prekoračenje ciljanog rasta novčane mase je povećavala kamatne stope dok u situaciji kad je novčana masa bila ispod očekivane razine nije snižavala kamatnu stopu. Time je pokazala

kako nije previše zabrinuta u situaciji kad je inflacija ispod cilja kojeg je odredila. Smatra se kako je to dovelo do zatezanja monetarne politike od strane Bundesbanka sredinom 1990-tih, u situaciji pada inflacije u Njemačkoj ispod zadanog cilja od 2%. To je za posljedicu imalo nepotrebno povećanje nezaposlenosti u samoj Njemačkoj, ali i u svim ostalim zemljama koje su u tom razdoblju imale svoju valutu vezanu za njemačku marku.

Kao ključni razlog uspjeha ove strategiju u Njemačkoj, unatoč čestim promašajima ciljanja, smatra se aktivna komunikacija strategije monetarne politike Bundesbanka prema javnosti čime je povećala transparentnost monetarne politike te odgovornost središnje banke. Bernanke i Mishkin (1997) tvrde kako je strategija ciljanja monetarnih agregata u Njemačkoj više sličila ciljanju inflacije nego ciljanju monetarnih agregata prema Friedmanu te se smatra "hibridnim" ciljanjem inflacije.

MMF u svojoj klasifikaciji iz 2011. godine tvrdi kako je strategija ciljanja monetarnih agregata danas prisutna u slabije razvijenim zemljama, zemljama u razvoju i nekim zemljama tržišta u nastajanju, a koje ujedno karakterizira nerazvijen ili slabo razvijen financijski sustav.

### **2.1.3. Monetarna strategija ciljanja inflacije**

Jedna od tzv. monetarnih shema, koja spaja navedene ovlasti središnje banke s pragmatičnom upotrebom instrumenata politike, je strategija ciljanja inflacije. Mishkin (2006) smatra kako je ciljanje inflacije razvijeno iz monetarnog ciljanja usvajanjem najuspješnijih elemenata kao što su institucionalna posvećenost prema stabilnosti cijena kao primarnom, dugoročnom cilju monetarne politike i ostvarivanju ciljane stope inflacije te veće transparentnosti putem komunikacije s javnošću o ciljevima monetarne politike i planovima za ostvarivanje navedenih ciljeva.

U prosincu 1989. godine, parlament Novog Zelanda usvojio je Zakon o Središnjoj banci kompletirajući tako prvo preciznije objašnjenje ciljanja inflacije kao okvira za vođenje i procjenu monetarne politike. Vlasti Novog Zelanda su, do travnja 1988. godine, tragale za određenim okvirom monetarne politike u kojem su ciljevi politike dobro definirani, a središnja banka i njen guverner su odgovorni za ostvarivanje ciljeva koji su određeni. Nakon Novog Zelanda, uslijedila je najava prihvaćanja ciljanja inflacije od strane Kanade (u veljači 1991. godine), Izraela (u siječnju 1992. godine), Ujedinjenog Kraljevstva (u kolovozu 1992.

godine), Švedske (u siječnju 1993. godine), i Finske (u veljači 1993. godine) (Čile je usvojio mekši oblik ciljanja inflacije u siječnju 1991. godine). Od samog početka, više od dvadeset zemalja je usvojilo ciljanje inflacije.

Murić (2013) ističe da kada govorimo o samom nastanku koncepta ciljanja inflacije, važno je pažnju posvetiti i intelektualnom porijeklu ciljanja inflacije. Intelektualno porijeklo ciljanja inflacije kao primijenjenog okvira monetarne politike čini šest različitih mišljenja i dokaza kao što su tradicionalni argumenti ekonomista o ekonomskim troškovima inflacije, statistička demonstracija i političko priznanje da je viša inflacija povezana sa nižom, prije nego višom stopom privrednog rasta u srednjem roku, traganje za novim sidrom monetarne politike kada druga sidra nisu imala uspjeha, istraživanje alternativnih režima monetarne politike, povoljno globalno makroekonomsko okruženje te rastuća svijest o koristi ciljanja inflacije kao obrane protiv rastućih rizika od deflacije. Murić (2013) smatra kako se intelektualno porijeklo ciljanja inflacije kao okvira za provođenje i ocjenu monetarne politike može pronaći u brojnim “nitima” koje su satkane od iskustva, analize i rasprava tijekom proteklih nekoliko desetljeća. Najvažnija “nit” je bila traganje za boljim i učinkovitijim sidrom monetarne politike u uvjetima u kojima su se srednjoročni ciljevi pokazali kao nepouzdana, režimi bazirani na deviznom tečaju pokazali su se nepouzdana, a povećanje transparentnosti o namjerama politike je dobilo rastuću analitičku i političku podršku.

Svensson (2002) tvrdi kako u vrijeme uvođenja monetarne politike ciljanja inflacije, početkom devedesetih godina 20. stoljeća, nije bilo konkretnih akademskih istraživanja o toj politici. Smatra kako je postojala velika hrabrost administracije u središnjim bankama i pojedinih dužnosnika zaduženih za financije, pa inicijativa za uvođenje monetarne politike ciljane inflacije pripada njima.

Smatra se kako za uvođenje monetarne politike ciljanja inflacije postoje sljedeći razlozi (Jonas i Mishkin, 2003):

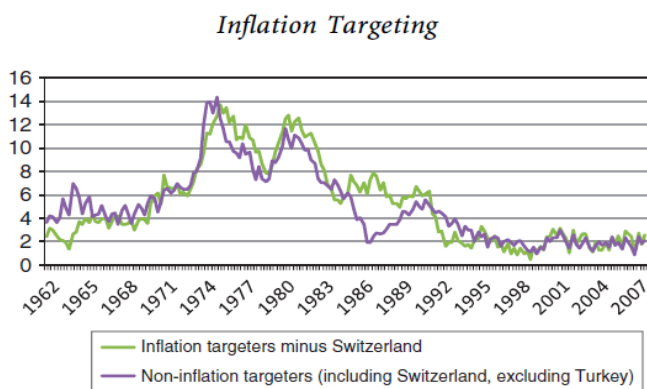
- omogućavanje središnjoj banci neovisnog instrumenta monetarne politike, uz zadržavanje pune odgovornosti za svoje poteze,
- osiguranje kredibilne monetarne politike,
- smanjenje društvenih i ekonomskih troškova smanjenja stope inflacije, smanjujući inflatorna očekivanja u realnom i financijskom sektoru,
- zbog stabiliziranja razine outputa na način da jaz između potencijalnog outputa «prirodne razine zaposlenosti i outputa» i stvarnog outputa bude što manji.

Prema Žigman i Lovrinčević (2005) preduvjeti za uvođenje monetarne politike ciljane inflacije su:

- održive javne financije,
- veoma dobro poznavanje transmisijskog mehanizma između instrumenata monetarne politike i inflacije,
- razvijeni financijski sustav,
- neovisnost središnje banke s naglaskom na očuvanju stabilnosti cijena kao glavne zadaće,
- sposobnost monetarnih vlasti da dobro projiciraju i predviđaju kretanje inflacije,
- nepostojanje svih drugih nominalnih sidara, osim inflacije (posebice tečaja, monetarnih agregata i slično),
- transparentna i vjerodostojna monetarna politika.

U stvarnosti nikada ne dolazi do ostvarenja svih navedenih preduvjeta, zemlje obično ostvaruju određeni stupanj, veći ili manji, u kojem zadovoljavaju navedene uvjete.

## **Grafikon 2. Kretanje inflacije u zemljama OECD-a koje su prihvatile ciljanje inflacije i one koje nisu prihvatile ciljanje inflacije**



Izvor: Izrada autora prema OECD, [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Na grafikonu 2. vidimo prosječnu inflaciju za zemlje koje su uvele ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju i za one koje nisu uvele. Vidimo kako su 1970-ih i 1980-ih zemlje koje su kasnije uvele ciljanje inflacije imale više stope inflacije od prosjeka OECD-a koje je relativno manji u tom razdoblju. Jaz između te dvije grupe bio je jasniji sredinom 1980-ih malo prije razdoblja kad je ciljanje inflacije usvojeno kao strategija. To je možda potaknulo neke zemlje članice OECD-a da početkom 1990-ih uvedu ciljanje inflacije, to su učinile Novi Zeland, Kanada, Velika Britanija, Australija i Švedska. U tom razdoblju došlo je do strmoglavog pada prosječne inflacije između zemalja koje su ciljale inflaciju i onih koje nisu. Vidljivo je kako su niže stope inflacije bile karakteristične za zemlje koje su usvojile ciljanje inflacije.

Prema Žigman i Lovrinčević (2005) načela ciljanja inflacije koja pomažu središnjoj banci da postigne svoj cilj su:

1. omogućujući nominalno sidro za vođenje monetarne politike,
2. omogućuju bolju transparentnost i odgovornost monetarne politike prema ekonomskim subjektima i
3. povećavajući kredibilitet središnje banke u borbi protiv inflacije.

Prvo načelo je postojanje nominalnog sidra koje nositeljima monetarne politike služi za vođenje monetarne politike. Žigman i Lovrinčević (2005) smatraju kako u situaciji odsustva takvog nominalnog sidra monetarna politika može pasti pod utjecaj kratkoročnih ekonomskih poremećaja, što za posljedicu u krajnjem roku može imati nekonzistentnost s dugoročnim ciljevima, odnosno pojavu niske inflacije. Prije pojave ciljanja inflacije kao najčešći oblici nominalnoga sidra koristili su se devizni tečaj i monetarni agregati.

Drugo je načelo transparentnosti i odgovornosti. Uvođenjem monetarne politike ciljanja inflacije postiže se veća transparentnost središnje banke i monetarne politike te povećanje odgovornosti kreatora monetarne politike. Razlog transparentnosti ciljanja inflacije je u tome što se pred javnost izlazi s preciznim i razumljivim ciljem monetarne politike. Primjerice, Žigman i Lovrinčević (2005) tvrde da ukoliko se središnja banka obveže održati godišnji rast cijena između jedan i tri posto godišnje i to jasno javno objavi da će održavati do kraja 2013. godine, tada je to jasan signal javnosti za kratkoročno i dugoročno planiranje. Što je taj cilj precizniji, lakše je objaviti je li on dostignut ili je promašen. Zagovaratelji monetarne politike ciljanja inflacije tvrde da se na taj način povećava transparentnost rada središnje banke, a to

dovodi do rasta i odgovornost za održavanje cijena unutar raspona koji je određen. To omogućuje javnosti da na relativno jednostavan način odredi je li cilj promašen ili dostignut. U slučaju da je cilj promašen, od kreatora monetarne politike može se tražiti objašnjenje zbog čega je cilj promašen. Primjerice, ukoliko je došlo do značajnog i neočekivanog rasta cijena energenata (npr. nafte), kreatori monetarne politike bit će nemoćni u prevenciji inflacije jer se tu radi o vanjskim šokovima na koje oni mogu relativno slabo utjecati. U slučaju da je razlog promašivanja cilja pogrešno vođena monetarna politika, parlament može dovesti u pitanje odgovornost kreatora monetarne politike, te može uskratit povjerenje guverneru, smijeniti ga, ili narediti restrukturiranje rada središnje banke. Kao praksa se u većini slučajeva koristi zahtijevanje poboljšanja rada od središnje banke, te prijetnja sankcijama ukoliko do poboljšanja rada ne dođe.

Treće je načelo povećanja kredibiliteta središnje banke. Žigman i Lovrinčević (2005) tvrde kako je za proširivanje kredibiliteta središnje banke najvažnije održavanje i povećavanje transparentnosti i odgovornosti kreatora monetarne politike. Važnost kredibiliteta je u tome što ekonomskim subjektima omogućuje da kreiraju svoja očekivanja o budućoj inflaciji. Ukoliko poslodavci, sindikati i potrošači imaju povjerenje u središnju banku, odnosno vjeruju postavljenim ciljevima središnje banke, prihvatiti će zaustavljanje rasta plaća i u cijene će ukomponirati niže inflatorne premije rizika.

#### **2.1.4. Prednosti i nedostaci ciljanja inflacije**

Ivanov (2012) tvrdi kako strategija ciljanja inflacije u usporedbi s ciljanjem deviznog tečaja ima niz prednosti od kojih posebno ističe uspješno suzbijanje inflacijskih očekivanja, uz istodobno relativno fleksibilan devizni tečaj, održiv ekonomski rast te aktivnije vođenje monetarne politike unatoč slobodi međunarodnih tokova roba, novca i kapitala.

Prema Mishkin (2006) prednost ciljanja inflacije je to što omogućava monetarnoj politici da se fokusira na probleme s kojima se suočava domaće gospodarstvo te da ponudi odgovore za rješavanje tih problema. Također daje mogućnost nositeljima monetarne politike da prilikom određivanja najboljeg smjera za vođenje monetarne politike koriste sve raspoložive podatke, te se fokusiraju na širi spektar kanala monetarne transmisije i varijabli, a ne na samo jednu varijablu kao kod ostalih strategija. Mishkin (2006) također tvrdi kako je strategija ciljanja

inflacija vrlo dobra za one zemlje koje je provode, jer su uspjele smanjiti dvije stvari istodobno, stopu inflacije te inflacijska očekivanja.

Jedna od najvećih prednosti ciljanja inflacije je svakako i transparentnost, jer javnost razumije ciljeve i može procijeniti jesu li oni ostvareni te je li središnja banka transparentna ili nije. Time se postiže veća predanost središnjih banaka ostvarenju zadanih ciljeva i ne odstupanja od njih jer ukoliko jednom odstupe time ruše svoju transparentnost i gube povjerenje građana, a predanošću potvrđuju svoju kredibilitet. Murić (2013) ističe da središnje banke koje ciljaju inflaciju mnogo više komuniciraju s javnošću i vladama kako bi što većem broju ljudi približili ciljeve i način vođenja monetarne politike. To postižu redovitim izdavanjem izvještaja, koji se izdaju najčešće kvartalno, te na taj način smanjuju neizvjesnost. Smanjenje neizvjesnosti najviše pomaže privatnom sektoru kako bi mogli preciznije procijeniti kamatne stope i inflaciju i ugraditi ih u svoja poslovanja.

Martinez (2008) ističe 3 prednosti ciljanja inflacije:

1. ciljanje inflacije uspješno snižava inflaciju i smanjuje njenu fluktuaciju,
2. ciljanje inflacije smanjuje stvarne troškove dezinflacije,
3. ciljanje inflacije pomaže da dugoročna inflacijska očekivanja budu relativno blizu zadanog cilja inflacije.

Truman (2003) navodi koje su prednosti strategije ciljanja inflacije u odnosu na druge strategije:

1. ciljanje inflacije može pomoći da se brže i trajnije izgradi kredibilitet politike i usidre inflacijska očekivanja,
2. ciljanje inflacije omogućava puno veću fleksibilnost.
3. niža ekonomska cijena u slučaju neuspjeha monetarne politike.

Bernanke et al (1996) kao nedostatke inflacije ističu to da ciljanje inflacije može dovesti do neadekvatnog odgovora središnje banke iz razloga što inflaciju nije lako kontrolirati i postoji vremenski jaz između odluke o primjenjivanju određenih instrumenata do trenutka njihovog djelovanja, što se posebno manifestira u zemlja u razvoju. Uz to smatra kako fiskalna dominacija ne može biti spriječena primjenom ciljanja inflacije te da fleksibilnost deviznog tečaja može dovesti do financijske nestabilnosti u zemlja u razvoju.



Mishkin (2006) kao najveće nedostatke ciljanja inflacije ističe kašnjenje u signaliziranju, prevelika rigidnost, mogućnost povećanja fluktuacija u proizvodnji i slab privredni rast.

Kašnjenje u signaliziranju je problem jer ciljanje inflacije nije lako za kontrolirati. Utjecaj monetarne politike na inflaciju bude vidljiv tek nakon prolaska određenog vremena. To znači da pomoću ciljanja inflacije ni javnosti ni ostali sudionici na tržištima ne mogu odrediti smjer monetarne politike. Murić (2013) smatra kako se problem prevelike rigidnosti najbolje manifestira kroz ograničavanje primjenjivanja diskrecijskih mjera u slučaju iznenadnih šokova. Kao primjer navode se zemlje koje su usvojile ciljanje monetarnih agregata, ali nisu previdjele raskid veze između monetarnih agregata i ciljanih varijabli. U takvoj situaciji u kojoj se nositelji monetarne politike strogo pridržavaju zadanih pravila za vođenje monetarne politike raskid te veze može imati negativne posljedice. Međutim, način na koji se danas provodi ciljanje inflacije je sve samo ne strogo i rigidno. Razlog za to je, kao što je i ranije spomenuto, mogućnost središnjih banaka da ne koriste samo jednu varijablu prilikom ciljanja inflacije već sve raspoložive podatke i varijable. Time se omogućava središnjoj banci da koristi više sredstava kako bi odgovorila na problem fluktuacije outputa.

Kritika koja se odnosi na mogućnost povećanja fluktuacija outputa počiva na tvrdnji kako preveliko fokusiranje samo na inflaciju uzrokuje strogu monetarnu politiku, kada je inflacija iznad razine koja je predviđena ciljanjem te time dolazi do povećanje fluktuacija outputa.

U stvarnosti većina nositelja monetarnih politika se fokusiraju i na fluktuacije u proizvodnji. To se smatra jednim od razloga zbog kojih se u većini zemalja inflacija cilja na razinama višim od 0%, većinom oko 2%. Preniska inflacija se može manifestirati vrlo negativno na ukupnu ekonomsku aktivnost te također može dovesti do pojave deflacije koja je mnogo opasnija i štetnija za ekonomiju.

Nemogućnost odgovora na mjehuriće na tržištu imovine se smatra najvećom manom ciljanja inflacije. Još jedan od velikih koraka unazad je bio nepripremljen odgovor na šokove na strani ponude i šokove uvjeta razmjene. Gospodarstvo se lakše prilagođava ako monetarna politika odgovara na povećanje svjetskih cijena svojih izvoznih proizvoda zatezanjem dovoljno da se sačuva vrijednost valute. Međutim ciljanje indeksa potrošačkih cijena nam pokazuje kako središnje banke to više cijene kao odgovor na povećanje svjetske cijene uvezene robe, što je upravo suprotno od štetne promjene u pogledu trgovine.

### 2.1.5. Kritika ciljanja inflacije

Međutim nisu sve zemlje bile oduševljene, te imale blistav pogled na inflaciju, kao recimo Kanada i ostale razvijene zemlje koje su prihvatile ciljanje inflacije, te one nisu prihvatile ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju svojih centralnih banaka. U SAD-u je rasprava o uvođenju ciljanja inflacije bila zasjenjena pojavom financijske krize na subprime tržištu hipoteka i produbljuvanjem recesije. Cijela ta rasprava se temeljila na stajalištu da se stavljanje prevelikog naglaska na inflaciju potencijalno može štetno odraziti na neke druge ciljeve monetarne politike.

U to vrijeme posebno su se pojačale kritike i napadi na ciljanje inflacije od strane brojnih ekonomista. Među njima se posebno isticao Joseph Stiglitz (2008) koji je u svom komentaru istaknuo kako su središnji bankari nakon odbacivanja ciljanja monetarnih agregata tražili novu strategiju za vođenje monetarne politike. Bit strategije ciljanja inflacije, kako je on opisuje kaže da kad god porast cijena premaši razinu koja je ciljana, trebalo bi reagirati podizanjem kamatnih stopa. Stiglitz (2008) tvrdi kako se ova teorija zasniva na slabim empirijskim dokazima i slaboj ekonomskoj teoriji te ne postoji razlog da se očekuje kako je najbolji odgovor, bez obzora na izvor inflacije, povećanje kamatnih stopa. Razlog zašto je to tako je u tome što se zemlje u razvoju suočavaju s visokim stopama inflacije zbog visokih cijena hrane i nafte, a to otpada većina kućnog budžeta. Možemo zaključiti kako su zemlje u razvoju zapravo uvoznice inflacije iz razvijenih zemalja. Iz toga proizlazi kako reakcija u vidu podizanja kamatnih stopa u zemljama u razvoju neće imati skoro nikakav utjecaj na cijene nafte i hrane na međunarodnom tržištu. Prema Stiglitzu (2008) veći utjecaj na cijene na globalnom tržištu bi imalo povećanje kamatnih stopa u SAD-u, zbog veličine i značaja njene ekonomije, nego podizanje u svim ostalim zemljama u razvoju. Podizanje kamatnih stopa može uzrokovati smanjenje agregatne potražnje i tako dovesti do usporavanja ekonomije i obuzdavanja povećanja cijena određenih roba i usluga, a posebno onih kojima se ne trguje. U slučaju da dođe do rasta kamatnih stopa na razine koje nisu podnošljive neće se moći dovesti inflaciju na razine koju je ciljana. Ali, to podrazumijeva nešto puno gore, porast nezaposlenosti i usporavanje gospodarskog rasta. Kao završna Stiglitzova misao (2008) posebno se ističe to kako je najvažnije da sve zemlje napuste ciljanje inflacije jer je borba protiv rasta cijena energenata i hrane prilično teška te nedovoljna. Ciljanje inflacije prate slaba ekonomija i veća stopa nezaposlenosti te neće imati utjecaja na inflaciju, samo će učiniti preživljavanje još težim, odnosno otežat će uvjete preživljavanja. I kao najpoznatija i

najcitiranija Stiglitzova izjava iz 2008. koja glasi : „Danas je ciljanje inflacije stavljeno na test i gotovo je sigurno kako neće uspjeti“.

Naime, usvajanjem ciljanje inflacije došlo je do razdoblja dobre ekonomske ere koju su karakterizirali niska i stabilna inflacije te stabilan ekonomski rast. Gali i Gambetti (2009) u svom radu navode da je standardna devijacija u razdoblju od 1984. – 2005. godine pala na manje od polovice njene razine za razdoblje od 1948. – 1984. godine. Smanjenje makroekonomske volatilnosti koje je završilo 2007. godine pojavom krize nazive se još Great Moderation. Razlozi zbog kojih je došlo do Great Moderation-a nisu se mogli potpuno identificirati (Stock i Watson 2003; Gali´ i Gambetti 2009). Problem je to što se nije moglo točno odrediti je li jednostavno došlo do smanjenja makroekonomskih šokova te se radi o tzv. „hipotezi sreće“ ili je uvođenje boljih politika kao što je ciljanje inflacije dovelo do stabilnog rasta i niske inflacije, tzv. hipoteza dobre politike. Nedavna financijska kriza i recesija nam pokazuju da je možda sreća imala veću ulogu u pojavi Great Moderation-a nego što se prije mislilo. Ne može se poreći kako su mnoge zemlje, ne samo one koje su uvele ciljanje inflacije, uživale u puno boljim makro politikama u posljednjih dvadeset godina nego u dvadeset godine prije toga. S obzirom na to da je nemoguće utvrditi koliki je doprinos tomu imalo uvođenje ciljanje inflacije, a koliko sreća i mali makroekonomski šokovi ne može se precizno odrediti zasluga ciljanja inflacije u tome te tu dolazi do prijepora između zagovornika ciljanja inflacije i njihovih protivnika.

### **3. KARAKTERISTIKE STRATEGIJE MONETARNE POLITIKE CILJANJA INFLACIJE U EUROZONI**

#### **3.1. Monetarna politika ECB-a**

Prema članku 105. Sporazuma iz Maastrichta (1992), primarni cilj ECB je održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje cilj stabilnosti cijena, ECB će također nastojati podupirati opće gospodarske politike u EU s ciljem da doprinesu ostvarenju ciljeva kao što su skladan i uravnotežen razvoj gospodarskih djelatnosti, održiv i neinflacijski rast koji poštuje okoliš, visok stupanj konvergencije ekonomskih performansi, visoka razina zaposlenosti i socijalne zaštite, podizanje životnog standarda i kvalitete života, te gospodarske i socijalne kohezije i solidarnosti među državama članicama.

Uvođenje Eura kao zajedničke valute EMU 1998. godine je uzrokovalo značajne strukturne promjene u gospodarstvima EMU. Neke od posljedica za transmisijski mehanizam EMU su:

- smanjivanje uloge novca u transmisijskom mehanizmu,
- fokusiranje na kratkoročne realne kamatne stope te agregatnu ponudu i potražnju.

Zanimljivo je da pogled na transmisijski mehanizam ukazuje na smanjenje uloge novca u transmisijskom mehanizmu, a umjesto novca naglasak je stavljen na kratkoročne realne kamatne stope i agregatnu ponudu i potražnju. Ključni problem je onda u kojoj mjeri se mijenjaju odnosi između agregatne ponude i potražnje s uvođenjem nove valute odnosno eura.

S obzirom da je ECB nastala na temeljima Bundesbanka, njemačke središnje banke koja je bila veliki pobornik ciljanja monetarnih agregata, do 2003. godine je kao strategiju monetarne politike koristila ciljanje monetarnih agregata, preciznije najopširnijeg monetarnog agregata M3. Razlog zbog kojeg su se odlučili za ciljanje monetarnog agregata M3 je taj što se smatra da je u srednjem roku kompatibilan s cjenovnom stabilnošću. Ta strategija monetarne politike sastojala se od dva ključna elementa ili stupa. U prvom stupu je istaknuta uloga novca s referentnom vrijednošću za rast agregata M3, koji je iznosio 4,5% u prosincu 1998. Drugi stup je široko zasnovana procjena izgleda za kretanje cijena i rizika te za stabilnost cijena, pri čemu se procjena koristi širokim rasponom ekonomskih i financijskih varijabli kao pokazatelja budućih kretanja cijena.

Svensson (2000) u svom osvrtu na monetarnu politiku u Eurozoni tvrdi kako je prvi stup višak, ta kako bi kao temelj svog djelovanja ECB-a trebao biti drugi stup i da bi on trebao obuhvaćati procjene i sve relevantne informacije vezane uz monetarne agregate, odnosno treba napustiti zastarjelu strategiju dvaju stupova, uključiti prvi stup u drugi i usvojiti fleksibilno ciljanje inflacije.

Kao druga zamjerka ovoj strategiji monetarne politike, ciljanju monetarnih agregata ističe se to što su vlasti u EU i novo imenovani Izvršni odbor ECB na početku djelovanja ECB 1998. godine definirali stabilnost cijena kao stopu inflacije u rasponu od 0 do 2 posto godišnje. To se može tumačiti na dva načina, kao ciljani raspon za EMU inflaciju od 0,2% godišnje ili kao ciljna točka inflacije od 1% godišnje uz toleranciju u intervalu od  $\pm 1$  postotni poen. Prema Svenssonu (2000) i ostalim kritičarima to određivanje raspona ciljanja inflacije je bilo nedovoljno precizno, odnosno asimetrično i dvosmisleno. Kao primjer navodi to što nije postavljena donja granica inflacije, odnosno granica ispod koje inflacija ne može ići te se može protumačiti kako je za ECB prihvatljiva svaka razina inflacije koja je niža od 2%, odnosno da im je prihvatljiva i deflacija, koja je izuzetno opasna za svako gospodarstvo. Također se zamjeralo ECB-u da nije dovoljno transparentna odnosno zamjeralo joj se što ne izdaje zapisnike sa sastanaka kao ostale središnje banke čime bi povećala svoju transparentnost. Primjerice, ECB je imala interne financijske izvještaje koji često nisu bili predmetom komunikacije s javnošću te nisu bili javno dostupni, čime bi javnost imala uvid u inflacijska očekivanja.

S obzirom na prilično tvrdoglav stav ECB-a i uporno branjenje svoje strategije te načina svog djelovanja, neočekivan je bio istup predsjednika ECB-a Willem-a Duisenberg-a koji je na ECB-ovoj konferenciji iz prosinca 2002. najavio da će ECB poduzeti ozbiljnu procjenu svoje strategije monetarne politike te načina svog djelovanja. Ta se procjena može smatrati reakcijom na snažnu i gotovo jednoglasnu kritiku strategije ECB-a od strane ekonomista iz akademske i neakademske zajednice. U svibnju 2003. godine glavni ekonomisti ECB-a Duisenberg i Otmar Issing predstavili su rezultate procjene i odluke Upravnog vijeća o strategiji ECB-a. Najvažniji rezultati su bili:

1. zadržavanje malo manje, ali još uvijek pomalo dvosmislene definicije stabilnosti cijena mijenjanjem postojećeg raspona, na ciljanje razine inflacije ispod, ali blizu 2%,

2. zadržavanje strategije dvaju stupova, ali smanjivanje istaknutosti prvog stupa stavljajući ga na drugo mjesto i raspravljajući o monetarnom stupu kao sredstvu provjere ekonomske analize.

Brojni ekonomisti su pozdravili ovu promjenu, odnosno rezultate procjene, međutim smatrali su kako to nije dovoljno. Paul de Grauwe (2007) tvrdi kako je ECB propustila priliku da temeljito modernizira svoju strategiju, ukloni dvosmislenost, te eksplicitno i transparentno usvoji fleksibilno ciljanje inflacije. Ističe kako je jasno iz transkripta tiskovne konferencije da Issing čak negira da postoji promjena strategije. Issing (2003), u svom izlaganju i odgovorima na postavljena pitanja, tvrdi kako je to je samo detaljnije pojašnjenje strategije, dok de Grauwe smatra kako je ovo potpuno drugačije od onoga što se obično smatra ciljanjem inflacije.

Jedno od pitanje koje se pojavilo među ekonomistima, nakon predstavljenih promjena, je zašto se nije odredila pobliže inflacija kako bi se uklonila sva moguća dvosmislenost, te koja je svrha dvosmislenosti i korištenja termina blizu 2%. Svensson (2003) ističe kako bi svatko trebao znati da određivanje preciznog cilja inflacije, bilo da se radi o ciljanoj točki ili ciljanom rasponu, nema negativan utjecaj. Ne samo da nema negativan utjecaj, nego ima pozitivan utjecaj jer omogućuje lakše razumijevanje inflacijskih očekivanja od strane javnosti, te pomaže gospodarskim subjektima da budu precizniji u svojim projekcijama i tako im olakšava poslovanje. Također, tvrdi kako bi svatko trebao znati kako je ciljanje inflacije u stvarnom svijetu uvijek u praksi fleksibilno srednjoročno ciljanje inflacije. Nije potrebno naglašavati srednji rok, jer je svako fleksibilno usmjeravanje inflacije srednjoročno.

Skromne promjene u ECB-ovoj deklaraciji, po pitanju dvaju stupova ili elemenata, daju ECB-u neku fleksibilnost kako bi smanjili isticanje monetarnih agregata u svojoj analizi i izvješćivanju. Svensson (2003) smatra kako promjene u nazivima dvaju stupova, ekonomska analiza i monetarna analiza, nisu najbolje rješenje. Postavlja pitanje je li ekonomska analiza, koja bi uključivala izgradnju projekcija inflacije, kamen temeljac monetarne politike usmjerene na nisku i stabilnu inflaciju, doista nemonetarna analiza? Te možda još preciznije pitanje je li monetarna analiza, koja bi uključivala izgradnju projekcija inflacije uz pomoć monetarnih agregata, doista nekonvencionalna analiza? Ostaje kod svoje tvrdnje, od ranije, kako bi mnogo bolje rješenje bilo kombinirati sve podatke sa svih pokazatelja umjesto da ih se umjetno razdvaja u dva stupa.

### **3.2. Fleksibilno ciljanje inflacije kao strategija ECB-a**

Slijedeći većinu središnjih banaka ECB je, od 2003. i reforme svoje strategije monetarne politike, odabrala fleksibilno umjesto strogog ili direktnog ciljanja inflacije. Fleksibilno ciljanje inflacije je kada središnja banka, uz stabilnost cijena, u određenoj mjeri također brine zbog drugih stvari, npr. stabilnosti kamatne stope, deviznim tečajevima, proizvodnji i zaposlenosti (Svensson, 1997).

Svensson (1997) smatra kako su razlozi za odabir fleksibilnog ciljanja inflacije umjesto direktnog ti, što pojava preaktivne politike, pogotovo rezanja kamatnih stopa ili deviznog tečaja, može biti kontraproduktivna te dovesti do tzv. problema nestabilnosti instrumenata monetarne politike, te sve veća potreba za promjenama u kamatnoj stopi i deviznom tečaju može destabilizirati inflaciju više nego stabilizirati ju, a da ne govorimo koje se sve posljedice mogu javiti u ostatku gospodarstva u krajnjem roku. Dodatni razlozi koje Svensson (1997) navodi su postojanje određene nesigurnosti o djelovanju gospodarstva, te o parametrima transmisijskih mehanizama za monetarnu politiku; postojanje neizvjesnosti o trenutnom stanju gospodarstva te o prirodi šokova koje pogađaju gospodarstvo; postojanje velikih te učestalih preokreta u monetarnoj politici što će za posljedicu imati smanjenje razumijevanja, predvidivosti i vjerodostojnosti monetarne politike od strane javnosti.

Prema Mishkin (2007) jedna od važnijih prednosti fleksibilnog ciljanja inflacije je i veća mogućnost djelovanja monetarnih vlasti u slučaju šokova i fluktuacija na domaćem tržištu. Primjerice, kod direktnog ciljanja inflacije u slučaju visoke stope nezaposlenosti i pada ukupne proizvodnosti, monetarne vlasti odnosno, središnja banka ne mogu nikako utjecati na promjenu tog negativnog trenda te nemaju mogućnost pomoći političarima u toj situaciji jer su prvenstveno fokusirani na stabilnost cijena, uz potpuno zanemarivanje ostalih faktora. U situaciji fleksibilnog ciljanja inflacije monetarne vlasti imaju mogućnost pomoći u zaustavljanju tog negativnog trenda vodeći brigu i o ostalim varijablama kao što su zaposlenost, kamatna stopa i ukupna proizvodnja, uz jedan vrlo važan uvjet, a to je da ne ugrožavaju ciljanju razinu inflaciju u dugom roku. Kao primjer, Svensson (1997) navodi, slučaj egzogenog šoka, odnosno rasta svjetske cijene nafte u državi koja uvozi naftu, kada dolazi do sukoba varijabilnosti proizvodnje i zapošljavanja s jedne strane te varijabilnosti inflacije s druge strane. Naime rast cijena nafte dovodi do rasta inflacije te smanjenja zaposlenosti i proizvodnje. Ako bi monetarna politika na taj šok odgovorila čvrsto, primjenjujući direktno ciljanje inflacije, kako bi se inflacija vratila na zadane razine došlo bi

do daljnjeg smanjenja zaposlenosti i proizvodnje. Ukoliko bi na taj šok odgovor bio vođen postupnim pristupom, odnosno po pravilima fleksibilnog ciljanja inflacije, povratak inflacije na prijašnje razine bi išao sporijim stopama, primjerice u razdoblju od 6-8 kvartala umjesto 2-3, međutim stope pada zaposlenosti i proizvodnje bi bile ublažene.

Ostali razlozi za primjenjivanje fleksibilnog ciljanja inflacije prema Mishkin (2007) su postojanje prilično velikog broja raspoloživih varijabli koje utječu na monetarnu politiku, a koje moraju biti uzete u obzir kod kreiranja monetarne politike; zadovoljstvo javnosti razinom transparentnosti i načinom komunikacije, koja je karakteristična za fleksibilno ciljanje inflacije; povećanje razine odgovornosti središnje banke zbog visoke razine transparentnosti, redovite javne komunikacije svojih poteza te varijabli koje su utvrđene kvantitativno; pozitivna iskustva zemalja koja već primjenjuju fleksibilno ciljanje inflacija, a u kojima je došlo do smanjenja inflacije te učvršćivanja inflacijskih očekivanja.

Negativne karakteristike fleksibilnog ciljanja inflacije, ili preciznije razlozi protiv njegove primjene prema Mishkin (2007) su slab utjecaj promjene kamatne stope na efekte inflacije; mogućnost pojave šire novčane mase koju je kasnije mnogo teže kontrolirati; nepovoljan utjecaj restriktivne monetarne politike na efekt investicija te obujam kapitala; nedovoljna potražnja jače utječe na stopu nezaposlenosti od samog načina funkcioniranja tržišta te visine nadnica.

Fleksibilno ciljanje inflacije danas primjenjuje sve veći broj zemalja, iako tek dio njih zaista predstavlja razvijene ekonomske i financijske sustave u kojima nije naglašen problem financijske dolarizacije ili euroizacije i/ili ovisnost financijske stabilnosti o očuvanju stabilnosti tečaja, a o čemu uvelike ovisi kontinuitet i uspješnost primjene strategije ciljanja inflacije.

U tablici 1. vidimo podatke za neke zemlje koje su uvele ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju te kako se nakon toga kretala inflacija u svakoj od njih i je li ostvarena ciljana stopa inflacije. Možemo vidjeti kako se većina zemalja susretala s relativno visokim stopama inflacije prije uvođenja ciljanja inflacije. Sve su zemlje uspjela sniziti stopu inflacije, neke čak i više nego što su prognozirale. Primjerice, Češka i Mađarska su bile zemlje koje su se prije uvođenja strategije ciljanja inflacije suočavale s prilično visokom inflacijom na razini oko 10%. Uvođenjem strategije ciljanja inflacije cilj je bio u Češkoj inflaciju spustiti na razinu između 5,5% - 6,5%, a u Mađarskoj na razinu od razinu od (-/+ ) 7%. Dvanaest mjeseci nakon uvođenja ciljanja inflacije stopa inflacije u Češkoj je bilo 3,5%, a u Mađarskoj 4,9% te vidimo



kako su obje zemlje ostvarile bolje rezultate od ciljanih. Vidimo i kako je inflacija u obje zemlje nakon 24 mjeseca ostala na sličnih razinama kao i nakon 12 mjeseci te možemo zaključiti kako je ciljanje inflacije u tim zemljama pomoglo u snižavanju stope inflacije te zadržavanju tih stopa na nižim razinama. S druge strane imamo Poljsku koja je također imala visoku stopu inflacije kad se odlučila za uvođenje ciljanja inflacije 10,4% i ciljana razinu inflacije joj je bila  $\leq 9,5\%$ . Nakon 12 mjeseci od uvođenja razina inflacije se smanjila na 8,8% te vidimo kako nije došlo do velikog smanjenja inflacije kao u ostalim zemljama. Dvadeset i četiri mjeseca nakon uvođenja ciljanja inflacije, stopa inflacije je bila 9,9% što je više nego je ciljanja razina inflacije te je uz to riječ o prilično visokoj stopi te možemo zaključiti kako uvođenje ciljanja inflacije u Poljskoj nije bilo uspješno u snižavanju inflacije kao u ostalim zemljama. Švedska i Velika Britanije su u usporedbi s ovim zemljama imale već prilično niske stope inflacije prilikom uvođenja ciljanja inflacije, Švedska 1,8% te Velika Britanija 3,6%. Dvanaest mjeseci nakon uvođenja te dvadeset i četiri mjeseca nakon, vidimo kako je razina inflacije unutar ciljanog raspona ili ciljane točke te je stabilna pa možemo zaključiti kako je ciljanje inflacije uspješno stabiliziralo inflaciju u navedenim zemljama te je držalo u ciljanim okvirima.

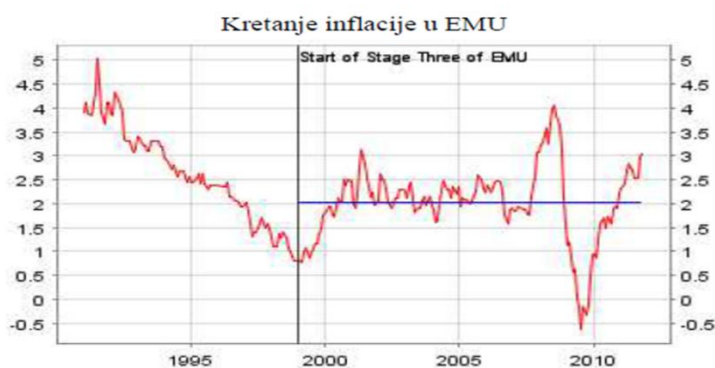
**Tablica 1. Kretanje inflacije prije i nakon uvođenje ciljanja inflacije**

Zemlje	Datum uvođenja CI	Prvi cilj (%)	Inflacija prije uvođenja (%)	Inflacija 12 mjeseci nakon uvođenja	Inflacija 24 mjeseca nakon uvođenja
Češka	siječanj 1998.	5,5%-6,5%	10%	3,5%	3,4%
Poljska	listopad 1998.	$\leq 9,5\%$	10,4%	8,8%	9,9%
Mađarska	lipanj 2001.	7% (-/+ 1%)	10,8%	4,9%	4,3%

Velika Britanija	listopad 1992.	1% - 4%	3,6%	1,4%	2,4%
Švedska	siječanj 1993.	2% (-/+ 1%)	1,8%	1,7%	2,5%

Izvor: Izrada autora prema podacima ECB-a

### Grafikon 3. Kretanje inflacije u EMU

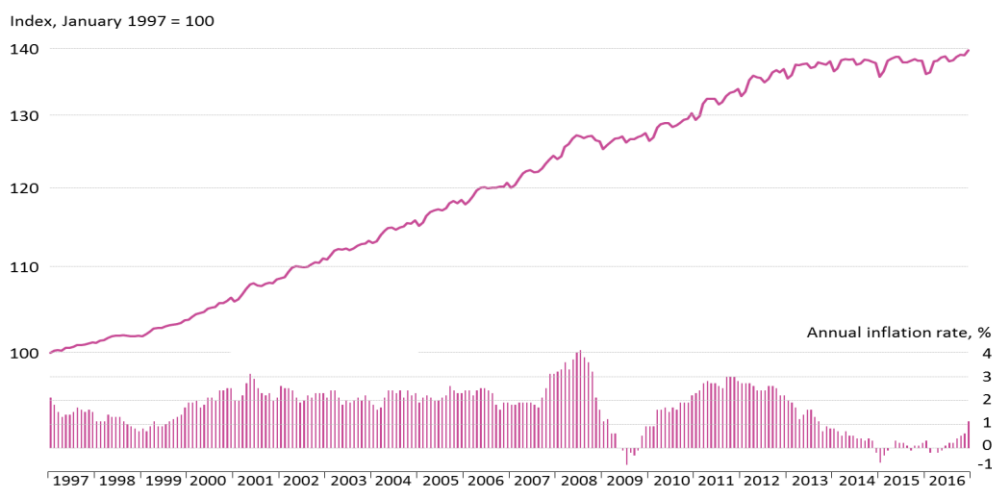


Izvor: Ball Lawrence, Sheridan Niamh “Does Inflation Targeting Matter?”, in Ben Bernanke and Michael Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, University of Chicago Press, 2005.

Na grafikonu 3. vidimo kako je inflacija u zemljama, koje su kasnije bile dio Eurozone (EMU), prije njihovog ulaska u Eurozonu, odnosno 1990.-tih, bila visoka te se kretala na razinama oko 4% te 5%. Te stope su blago padale pa se inflacija spustila na razinu manju od 1% prilikom uspostave ili preciznije rečeno pokretanja treće faze Eurozone (EMU). Nakon uspostave EMU vidljivo je kako je razina inflacije blago rasla prema ciljanoj razini oko 2% te je nakon toga bila puno stabilnija i nije bilo većih fluktuacija sve do razdoblja pred kraj 2007. i početak 2008. godine. U tom periodu je vidljiva veliku fluktuacija u kojoj je razina inflacije prvo naglo porasla na razinu od 4%. Reakcija ECB-a na tu situaciju je bila povećanje razine kamatnih stopa kako bi suzbila rast inflacije koji je bio uzrokovan naglim porastom cijena nafte. To je naišlo na velike kritike većine ekonomista koji su ECB-u zamjerali takvu reakciju jer je bila neprimjerena trenutku u kojem se tada nalazio cijeli svijet koji se suočavao s

najgorom krizom i recesijom još od Velike depresije iz 1930.-tih. Naravno riječ je o velikoj financijskoj krizi koja je pogodila cijeli svijet te tako i EMU i koja je imala za posljedicu veliko povećanje nezaposlenosti te smanjenje ukupne proizvodnje, pad bruto društvenog proizvoda i životnog standarda. U takvoj situaciji kad je europsko gospodarstvo bilo uzdrmano globalnom financijskom krizom i ulazilo u recesiju taj potez mnogi smatraju kao dodatan poticaj za širenje recesije jer je potez ECB-a imao utjecaj na smanjenje ionako malih investicija i dodatno se odrazio na skuplje kreditiranje banaka što je otežalo dobivanje kredita mnogim ekonomskim subjektima i gurnulo ih u još dublje probleme te produbilo postojeću recesiju. Međutim, ECB je time pokazala svoju vjerodostojnost i transparentnost jer je nastojala održati ciljanu inflaciju na razini na kojoj ju je odredilo odnosno oko 2% bez obzira na posljedice.

#### **Grafikon 4. Inflacija u Eurozoni u razdoblju od 1997. – 2017. mjerena HICP (harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena)**



Izvor: Eurostat, dostupno na <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/20170331-EDN-1>

Na grafikonu 4. vidimo kretanje inflacije u Eurozoni u razdoblju od 1997. – 2017. godine. Vidljivo je kako je razina inflacije u promatranom razdoblju bila prilično stabilna te u granicama koje su određene kao cilj ECB-a. To se najbolje vidi iz grafa koji prikazuje indeks kretanja inflacije jer se vidi kako krivulja raste jednakim tempom odnosno nema nekih velikih fluktuacija tog grafa. Jedina odstupanja koja se vide su primjetna tijekom 2008. pa sve do

2010. godine kada je Eurozona bila suočena s krizom i recesijom koju smo ranije spomenuli. Drugo odstupanje koje vidimo na grafikonu su iz razdoblja od 2013. – 2016. godine kada dolazi do snižavanja razine inflacije ispod 1% te čak i negativnih stopa inflacije odnosno pojave deflacije koja je iznimno opasna za gospodarstvo. Odgovor ECB-a na pojavu deflacije je povijesno niska razina nominalnih kamatnih stopa po kojima ECB daje zajmove kontrapartijama, kamatne stope se kreću oko 0%, te se nastoji potaknuti investicije kako bi povećala BDP te razinu zaposlenosti i suzbiti deflaciju te vratiti inflaciju na razine koje su predviđene od strane ECB-a, na razine koje su blizu 2%. Iz toga primjera je vidljivo kako ECB –a osim stabilnosti cijena veliku pažnju pridaje ostalim faktorima te kako ECB provodi monetarnu politiku fleksibilnog ciljanja inflacije.

### **3.3. Ciljanje inflacije i financijska stabilnost**

U vremenima prije globalne financijske krize, većina središnjih bankara je zagovarala stav kako financijska stabilnost ne bi smjela imati nikakvu ulogu u donošenju odluka o monetarnoj politici. Prema tom konvencionalnom stavu ne postoji trade off između monetarne i financijske stabilnosti. Razlog tog njihovog stava je taj što inflaciju smatraju jednim od glavnih čimbenika za stvaranje financijske nestabilnosti. U obrani tog svog stava koristili su različite argumente.

Woodford (2012) kao najjednostavniji argument navodi to da koliko god bi bilo poželjno poduzimati korake za sprječavanje financijske krize, takve krize jednostavno nisu dovoljno predvidljive te da nema uopće smisla pokušati boriti se s razvijajućim rizicima financijskog sektora. Argument je posebno dobio na vjerodostojnosti u situaciji kada se kao problem pokazalo korištenje monetarne politike za sprječavanje ili ublažavanje mjehura na tržištu imovine. Mjehur na tržištu je definiran kao situacija u kojoj je tržišna cijena neke imovine znatno veća od njezine fundamentalne vrijednosti. Pitanje koje se postavljalo je kako bi središnje banke trebale znati točnu procjenu vrijednosti imovine ako ni sudionici na tržištu nisu uspjeli u tome. S obzirom na to da je teško identificirati mjehuriće prije nego se rasprsu, smatralo se kako je za središnju banku najbolje da planira na koji način će se suočiti s posljedicama mjehura nego kako da spriječi njihov nastanak. Woodford (2012) ističe kako je važno shvatiti kako pravi problem nije identifikacija je li neka vrsta imovine ili nečeg drugo trenutno precijenjena. Umjesto toga po njemu bi središnje banke i ostali makroprudencijalni

regulatori trebali pratiti stupanj do kojeg pozicija utjecajnih institucija predstavlja rizik za financijsku stabilnost.

Drugi argument o važnosti financijske stabilnosti u monetarnoj politici temelji se na sumnji o tome koliko monetarna politika može utjecati na podizanje rizika za financijsku stabilnost, čak i prihvaćajući da se ti rizici mogu identificirati u realnom vremenu. Woodford (2012) smatra kako usklađivanje kamatnih stopa, koje su pod kontrolom središnje banke, neće imati značajan utjecaj na burzovna tržišta ili mjehuriće na tržištu nekretnina. Često se tvrdi da ukoliko su kamatne stope relevantne za takve procjene, potrebna promjena monetarne politike bi trebala biti veoma ozbiljna da bi bilo razlike. Međutim, s obzirom da je evolucija mjehura na tržištima nepredvidljiva, vrlo je teško predvidjeti kakvi bi bilo učinci iznenadnih i oštrih promjena monetarne politike. Iz toga možemo zaključiti kako je lakše suočiti se s posljedicama mjehura kad se on raspru nego ga pokušati spriječiti u trenucima njegovog nastajanja.

Kao treći argument za skepticizam, Woodford (2012) navodi da čak i ako se prizna kako monetarna politika može utjecati na pojavu financijskih kriza, nužno bi bilo imati učinkovitije alate u tu svrhu. Ukoliko bi se usmjeravali na dodjeljivanje samo jednog cilja svakom raspoloživom instrumentu monetarne politike Woodford (2012) smatra kako bi tada mnogi tvrdili da monetarna politika nije pravi alat za osiguravanje financijske stabilnosti. Ukoliko se pita središnje bankare, oni će reći kako bi to trebao biti zadatak supervizorske politike ili novih instrumenata makroprudencijalne politike.

Woodford (2012) se slaže kako bi ti drugi aspekti politike morali imati bitnu ulogu u osiguravanju financijske stabilnosti. Dodaje, kako je vjerojatno da monetarna politika može utjecati na rizik od financijskih kriza, međutim teško da bi kamatna politika središnjih banaka mogla ili trebala pružiti potpuno rješenje tog problema.

Svensson (2011) smatra kako postoji opasnost od konceptualne i praktične konfuzije između monetarne politike i politike financijske stabilnosti. Na primjer, ponekad se navodi da se ciljevi monetarne politike trebaju proširiti kako bi uključili financijsku stabilnost te da se monetarna politika i politika financijske stabilnosti trebaju integrirati i provoditi zajedno. Takvi su prijedlozi nedvojbeno neprikladni jer ne uzimaju u obzir činjenicu da su monetarna politika i politika financijske stabilnosti različita i zasebna politika.

Svensson (2011) ističe kako su stabilnost financijske politike i politika monetarne politike dvije različite politike s različitim ciljevima i različitim instrumentima. Štoviše u mnogim zemljama za njih su odgovorna različita tijela vlasti, na isti način kao što su monetarna politika i fiskalna politika različite politike koje imaju različite ciljeve i instrumente te su različita tijela odgovorna za njih. Fiskalna politika ima svoje ciljeve, monetarna politika ima svoje ciljeve te politika financijske stabilnosti ima svoj cilj, financijsku stabilnost, i njene instrumente, prvenstveno mikro i makroprudencijski nadzor i regulaciju. Uz to i učestalost odluke je drugačija, kod monetarne politike odluke se često poduzimaju 6-8 puta godišnje, kod fiskalne politike te politike financijske stabilnosti odluke se obično poduzimaju 1-2 puta godišnje.

Svensson (2011) navodi kako se monetarna politika provodi uzimajući u obzir vođenje fiskalne politike, i obratno. Vjeruje da bi se tako trebala provoditi monetarna politika, uzimajući u obzir vođenje politike financijske stabilnosti te kaže da bi se politike trebale provoditi tako bez obzira na to je li središnja banka jedina ovlaštena za provođenje politike financijske stabilnosti ili su ovlasti podijeljene između nekoliko institucija.

Issing (2003) smatra kako stabilnost cijena i monetarna politika koja je usredotočena na taj cilj imaju važnu ulogu za stabilna financijska tržišta. Prema mišljenju velikih zagovaratelja tog stajališta stabilnost cijena je gotovo dovoljan uvjet za financijsku stabilnost. Oni koji su oprezniji tvrde da će stabilnost cijena težiti promicanju financijske stabilnosti. Issing (2003) smatra kako je teško tvrditi protiv njihovog stajališta te dodaje kako se stabilnost cijena i financijska stabilnost još i međusobno pojačavaju. Postoje empirijski dokazi kojima su potkrijepljena stajališta kako su mnoge financijske krize uzrokovane velikim fluktuacijama u razinama cijena. Gledajući kroz povijest većina bankovnih kriza se dogodila tijekom recesija koje su često nastajale nakon razdoblja visoke inflacije.

Svensson (2011) naglašava činjenicu kako je važno da se monetarna politika i politika financijske stabilnosti ne zbunjuju, jedna s drugom. Smatra kako bi pokušaj korištenja monetarne politike za postizanje financijske stabilnosti doveo do slabijih rezultata monetarne politike i da to nije učinkovit način za postizanje i održavanje financijske stabilnosti. Tvrdi kako bi monetarna politika trebala biti posljednja linija obrane financijske stabilnosti, a ne prva linija.

Woodford (2012) smatra kako je pitanje koje se postavlja, hoće li biti sukoba između upotrebe monetarne politike kako bi se kontrolirao rizik za financijsku stabilnost te njenog korištenja

da bi se održala stabilnost cijena i stabilna stvarna aktivnost. Misli kako je pojava tenzija između ovih alternativnih ciljeva neizbježna, ali tvrdi kako ta napetost nije drukčija od sukoba između stabilizacije inflacije i stabilizacije jaza outputa iz konvencionalne teorije fleksibilnog ciljanja inflacije. Kao rješenje tog problema, Whelan (2013) predlaže jasniju definiciju ovlasti središnjih banaka kojima bi bile pokrivena financijska stabilnost, makroekonomska stabilnost te cilj stabilnosti cijena.

Pojavom financijske krize je postalo jasno kako se financijska stabilnost ne može promatrati ili tretirati odvojeno od stabilnosti cijena. Posljedica toga je reakcija velikog broja ekonomista, koji su doveli u pitanje jednu od glavnih teza strategije ciljanja inflacije, njezin konvencionalan stav, prema kojem središnja banka koja primjenjuje strategiju ciljanja inflacije ne treba obraćati pažnju na financijska kretanja, već se treba fokusirati samo na inflaciju.

Woodford (2012) ističe kako, unatoč tome što stav o potpunom ignoriranju financijskih kretanja ne spada u jedan od glavnih aspekata definicije ciljanja inflacije, je to bio zajednički stav mnogim zagovornicima ciljanja inflacije. Prema njima alati koje koriste središnje banke prvenstveno utječu na ponudu novca, što čini stabilnost cijena njihovim prirodnim ciljem. Zagovaratelji tog konvencionalnog stava, svoje su uporište pronašli u sustavnoj definiciji financijske stabilnosti koja sugerira da glavnu ulogu u cilju postizanja financijske stabilnosti treba imati korištenje mikroprudencijalnih alata, kao što su nadzor te regulacija banaka.

Woodford (2012) smatra kako je važno razmotriti koliko je taj stav moguće braniti i može li se konvencionalni stav i dalje zadržati nakon negativnog iskustva iz nedavne recesije. Financijska kriza dovela u pitanje konvencionalni stav kojeg je zagovarala većina zagovornika ciljanja inflacije te odgovornih ljudi i središnjim bankama. Ukazala je na postojanje slabosti regulatornih i nadzornih režima u mnogim zemljama te istaknula važnost posvećenosti središnjih banaka nadzoru i regulaciji financijskih tržišta te provođenju makroprudencijalnih mjera. Prema Wyplosz (2013) tri su razloga za to:

1. disfunkcionalnost financijskih tržišta može narušiti učinkovitost monetarne politike,
2. za vrijeme financijskih kriza dolazi do pojave moralnog hazarda zbog zahtjeva za intervencijom središnjih banaka u vidu pružanja posljednjeg utočišta,
3. velike financijske krize vode do velikih ekonomskih šokova koji onda otežavaju posao središnjim bankarima.

Prema Woodfordu (2012) središnje banke bi umjesto da se pretvaraju da pitanje financijske stabilnosti ne bi trebalo biti njihova odgovornost jer nemaju nikakvog utjecaja na nju, trebale priznati da monetarna politika može imati utjecaja na financijsku stabilnost. Morale bi pozdraviti i podržati razvoj novih alata koji bi mogli pomoći u osiguravanju financijske stabilnosti jer bi im to olakšalo njihove djelovanje, a dok očekuju nove alate za rješavanje tih problema, svakako bi trebale povesti računa o tome kako one mogu svojim akcijama pomoći u održavanju financijske stabilnosti.

Reakcija na ukazane slabosti te brojne kritike je bila rasprava o mogućim strukturama i instrumentima koji bi mogli biti učinkoviti u osiguravanju financijske stabilnosti. Nakon krize, središnje banke su implicitno ili eksplicitno prihvatile i cilj financijske stabilnosti. To je značilo prihvaćanje novih alata kako bi se taj cilj ostvario, na primjer, korištenje makroprudencijalnih politika kao jednog od alata u provođenju monetarne politike, ili inovacija po pitanju korištenja bilanci središnjih banaka, ne za stvaranje novca već za intervencije u ključnim segmentima financijskih tržišta.

Na osnovu gore navedenih teorijskih podataka te analize različitih stavova ekonomista po pitanju odnosa strategije ciljanja inflacije i financijske stabilnosti, a posebice uzimajući u obzir recesiju; za vrijeme koje je došlo do pojave velike financijske krize te problema s financijskom stabilnošću, te inflacijskim očekivanjima koja su unatoč recesiji ostala prilično stabilno usidrena, možemo zaključiti kako se prihvaća hipoteza ***H1: Ciljanje inflacije je učinkovita strategija za sidrenje inflacijskih očekivanja, ali ne i za postizanje financijske stabilnosti.***



#### **4. POGODNOSTI CILJANJA INFLACIJE U EUROZONI ZA VRIJEME KRIZE I RECESIJE**

Posljednjih godina vidljiva je pojava novog okruženja koje predstavlja veliki izazov za središnje banke. Tijekom 2008. godine značajni poremećaji na financijskom tržištu i povećanje inflacije zbog relativnog porasta cijena hrane i energenata prijetilo je teško dobivenoj bitci protiv inflacije iz 1980-ih i 1990-ih. Cijene energenata su pale do kraja 2008. godine, financijska kriza se dodatno pogoršala 2008. godine te se nastavila i 2009. godine, a SAD su ušle u razdoblje recesije u prosincu 2008. godine. Također su i mnoge ostale zemlje bile pogođene ostrim padom gospodarskog rasta 2008. i 2009. godine te je cijeli svijet bio na rubu recesije koja je, kasnije će se pokazati, dobro uzdrmala cjelokupnu svjetsku ekonomiju.

U većini zemalja došlo je do pada inflacije, a zabrinutost se prebacila od izbjegavanja inflacije do sprječavanja nastanka deflacije koju se smatra još opasnijom pojavom od inflacije. Takva kretanja su podsjetnik da su stare lekcije i dalje relevantne kako za zemlje koje ciljaju inflaciju tako i za one koje je ne ciljaju. Podsjećaju kako financijska stabilnost mora biti važan makroekonomski cilj i aktivna monetarna politika i tzv. politika popuštanja koje se provode kako bi osigurale likvidnost može biti kritična u osiguravanju da tržište funkcionira savršeno.

Kriza na financijskim tržištima smanjila je dostupnost kredita i negativno se odrazila na bogatstvo, što je dovelo smanjenja realne aktivnosti na tržištima i inflacije te ceteris paribus predstavlja alarm za korištenje ekspanzivnije monetarne politike. Tako se reagirajući na nestabilnost na financijskim tržištima utječe na kretanje politike kamatne stope u skladu s ciljanjem inflacije, ali ti ciljevi ne utječu na sposobnost banka da se uspješno nose s financijskim krizama. U većini slučajeva odgovor na financijske krize će biti u skladu s ciljevima fleksibilnog ciljanja inflacije. Ozbilnost recesije i strah od pojave deflacije samo je pojačala argumente u prilog ciljanja inflacije. Naime, kad politika kamatne stope središnje banke dosegne nulu, očekivanje deflacije može poslužiti za povećanje realne kamatne stope pojačavajući kontrakcijske pritiske na gospodarstvo. Ciljanje inflacije sprječava inflaciju da padne prenisko kao i da naraste previsoko. Dakle, ono automatski traži veće korištenje ekspanzivne politike kako bi se suprotstavilo kontrakcijskim poremećajima gospodarstva. U situaciji kad se središnja banka zalaže za nisku, ali pozitivnu stopu inflacije mala je vjerojatnost da će javnost očekivati pojavu deflaciju. Sidrenjem inflacijskih očekivanja u okviru koji su prezentirani javnosti te vjerodostojnom predanošću ostvarenja pozitivnog cilja inflacije može se izbjeći pojava deflacije.

Pojava šokova na strani ponude, odnosno šokovi koji su povezani s cijenom energenata i hrane predstavljaju različite i teže izazove za zemlje koje ciljaju inflaciju. Pojava pozitivnih šokova na strani cijena energenata i cijena hrane koji su se pojavili 2007. godine značilo je da su središnje banke nekih zemalja koje su odredile granice ciljanje inflacije u opasnosti da prekrše te granice odnosno da im stopa inflacije bude veća od gornje granice. Na primjer, inflacija u Novom Zelandu i Izraelu se kretala oko 4%, a procijenjeni raspon kretanja je bio od 1-3%. Guverner Bank of England je morao objasniti ministru financija prekoračenje ciljane razine. Mnoga razvijena gospodarstva koja su koristila ciljanje inflacije bila su suočena s velikim problemom, a to je značajno povećanje stopa inflacije. Na primjer, u Čileu je raspon za ciljanje inflacije bio procijenjen od 2-4% dok je stvarna stopa inflacije bila 9% što je dvostruko više od procijenjenog. Središnjoj banci u Čileu je posao dodatno otežavala i automatska indeksacija plaća.

Najveća prepreka koja je pogodila ciljanje inflacije se dogodila u rujnu 2008. godine, kada je postalo jasno da središnje banke koje se oslanjaju na ciljanje inflacije nisu pridavale dovoljno pažnje mjehuru na tržištu imovine čije pucanje je imalo vrlo teške posljedice za gospodarstvo. Središnji bankari smatraju da su tržištima imovine dali svu pažnju koju zaslužuje, preciznije tvrdeći kako se cijene stanova i kapitala mogu uzeti u obzir samo u mjeri u kojoj se u obzir uzimaju informacije vezene uz inflaciju roba, ali to se pokazalo nedovoljnim. Kad je globalna financijska kriza pogodila u retrospektivi vidimo kako je monetarna politika u razdoblju od 2003.-2006. godine bila prelabava, te joj nije prethodio niti ju je pratio porast inflacije. Ciklus od boom-a ka krahu se mogao odvijati i bez inflacije te nije trebao doći kao iznenađenje (White i Borio, 2004). Ista situacija se dogodila kad je došlo do rasta i pucanja mjehura na tržištu imovine u SAD-u 1929. godine za vrijeme Velike depresije, u Japanu 1990. godine te u Tajlandu i Koreji 1997. godine. Također se pokazalo kako je nadanje da će popuštanje monetarne ekonomije očistiti taj nered bilo u krivu. Gerlach (2013) smatra kako, iako je šok za vrijeme ove krize bio puno složeniji od onog za vrijeme Velike depresije, pad proizvodnje je bio puno slabiji, te smatra kako je tome pomoglo sidrenje očekivanja.

Problem koji trenutno zabrinjava političare, komentatore i akademike nije toliko razina zabilježene inflacije, koja je zapravo dobra, nego problem s nedovoljnim ekonomskim rastom. Razvijene zemlje još nekako i uspijevaju postići stabilnosti cijena, međutim stopa nezaposlenosti je i dalje visoka te je i dalje prisutan veliki pad ukupne proizvodnje. Postavlja

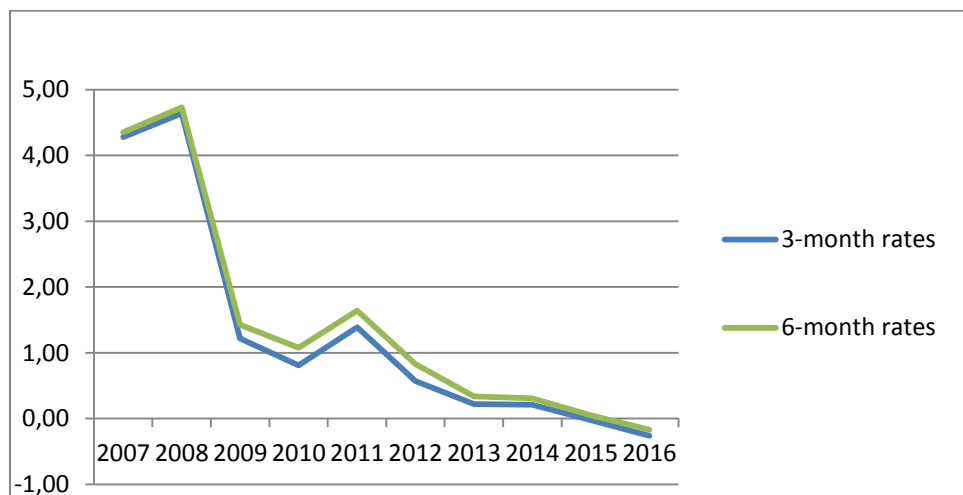
se pitanje može li monetarna politika učiniti nešto po tom pitanju te ukoliko može, može li se to postići pod strategijom ciljanja inflacije?

Odgovor ECB-a na recesiju koja je pogodila cijelu Europsku uniju pa tako i zemlje Eurozone je bio sljedeći. S obzirom da je zbog krize, na financijskim tržištima došlo do smanjenja kapitala te samim time i do pada ekonomske aktivnosti ECB je pokušala potaknuti banke da tržištu ponude ili možda bolje rečeno stave na raspolaganje veće količine kapitala za zajmove. Način na koji je to pokušala napraviti je vidljiv iz grafikona 5. Na njemu vidimo kako je razina kratkoročnih kamatnih stopa u EMU od pojave krize 2007. godine, kada su se kretale između 4 – 5% pala na negativnu razinu između 2015. i 2016. godine te se i danas tu nalazi. Iz toga možemo zaključiti kako je ECB kao odgovor na krizu počela provoditi izrazito ekspanzivnu monetarnu politiku, odnosno snizila je kratkoročne kamatne stope na prilično niske razine. Možemo reći kako je na taj način nastojala motivirati banke da stavljaju veću količinu novca u optjecaj jer im se ne isplati novac držati, već im je isplativije plasirati ga kako bi uz višu kamatnu stopu prilikom plasiranja novca ostvarile veći profit. Smanjivanje kratkoročnih kamatnih stopa se odrazilo i na kamate na štednju koje su banke plaćale građanima, odnosno došlo je također do njihovog pada. ECB se nadala kako će time potaknut stanovništvo da novce sa štednje povuče i krene trošiti kako bi se povećala potrošnja ili investirati što bi rezultiralo povećanjem investicija. Ista očekivanja su bile i od ostalih ekonomskih subjekata, kako će se povećati razina zajmova te se usmjeriti u investicije što bi rezultiralo većom realnom aktivnošću.

Međutim, realna situacija se ipak pokazala nešto drukčijom od one koju je očekivala ECB. U krizi je porastao broj nesigurnih potraživanja za banke te su se suočile s problemima jer nisu mogle naplatiti određena potraživanja. Kako bi se zaštitile banke su pooštrile kriterije za odobravanje novih zajmova te nisu bile voljne povećati svoje kreditne plasmane unatoč niskim kamatnim stopama. Taj problem je ECB pokušala svladati uvođenjem negativnih kamatnih stopa, što je vidljivo iz grafikona 5., međutim ni to se nije pokazalo previše uspješno. Kao najvažniji razlog za to se ističe činjenica da su ekonomski subjekti koji su uspijevali se zadužiti po nižim kamatnih stopa tu mogućnost iskoristili kako bi refinancirali stara dugovanja umjesto da su ih investirali. Možemo zaključiti kako pokušaj ECB-a da potakne rast ekonomske aktivnosti nije bio loš, dapače bio je dobar međutim, njegovom ostvarenju na put su stali određeni čimbenici na koje ECB jednostavno nije mogla odgovoriti, kao što su poticanje ekonomskih subjekata da povećaju svoje investicije ili potrošnju. U počecima se kao razlog može istaknuti još i strah od velike neizvjesnosti koja se pojavila s

ekonomskom krizom te je donekle i razumljivo što se ekonomski subjekti koji su se odlučivali te uspijevali zadužiti nisu odvažili na povećanje investicija. Kasnije kad se situacija na tržištima smirila kao što smo i naveli već povoljno financiranje je bilo iskorišteno prvenstveno na razduživanje te restrukturiranje, a tek onda na kraju za povećanje investicija ili potrošnje, odnosno realne ekonomske aktivnosti.

**Grafikon 5. Kratkoročne kamatne stope u EMU u razdoblju od 2007. – 2016. godine**



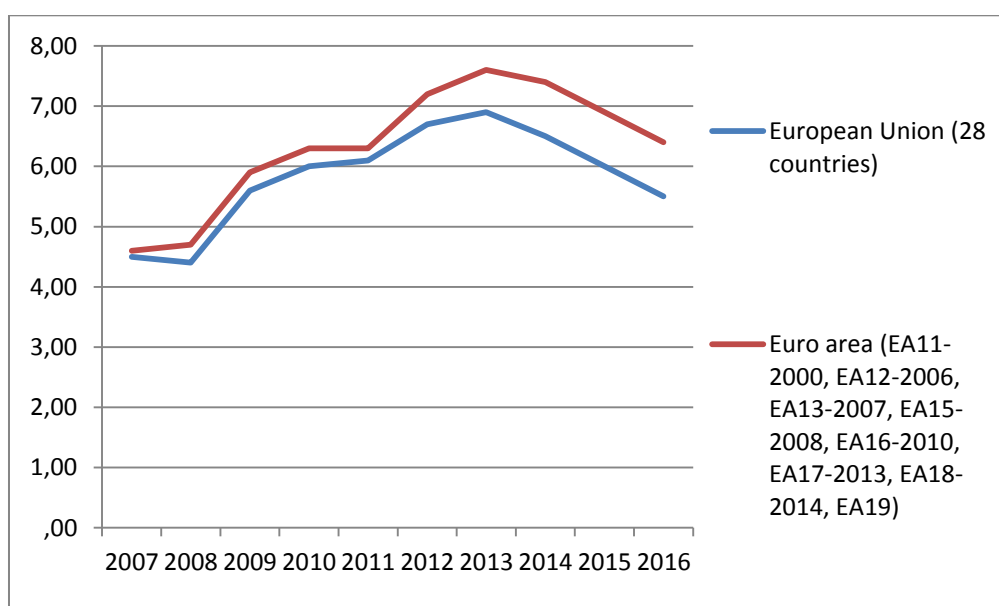
Izvor: Izrada autora prema Eurostat dostupno na:  
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>

Na grafikonu 6. vidimo još jedan od razloga zbog kojeg nije došlo do povećanja realne ekonomske aktivnosti, a to je rast stope nezaposlenosti odnosno pad zaposlenosti. Iz grafikona 6. je vidljivo kako je prosječna stopa nezaposlenosti prije krize bila na razini oko 4,5% i za zemlje EMU kao i za ostale zemlje EU koje nisu bilo dio EMU. S pojavom krize 2008. godine vidljivo je kako dolazi do rasta stope nezaposlenosti koji je došao do 6% te nakon toga, tijekom 2010. i 2011. godine malo usporio svoj rast, da bi od sredine 2011. došlo do ponovnog rasta nezaposlenosti. Vrhunac nezaposlenosti je bio negdje početkom ili sredinom 2013. godine kada je u zemljama EU prosječna stopa iznosila malo manje od 7% dok je prosječna stopa za EMU zemlje iznosili nešto više od 7,5%. Nakon toga vidljiv je pad obje prosječne kamatne stope uz daljnje zadržavanje razlike od negdje oko 1%.

Ovi podaci su samo još jedan razlog zašto nije došlo do povećanja ekonomske aktivnosti unatoč prilično ekspanzivnoj monetarnoj politici. Naime, u situaciji rasta nezaposlenosti te javljanja prilične neizvjesnosti razina opreznosti kod većine ekonomskih subjekata raste te se oni odlučuju na štednju, ili bolje rečeno smanjenje svoje potrošnje kako bi u slučaju gubitka

posla i ostanka bez prihoda imali određena novčana sredstva na raspolaganju za eventualnu buduću uporabu. Smanjenjem potrošnje oni dodatno utječu na porast nezaposlenosti jer padom potrošnje dolazi i do pada prihoda određenog subjekta koji se onda suočava s problemom kako podmiriti svoje rashode te imaju opciju smanjivanja plaća ili u krajnjem slučaju otpuštanja radnika što će rezultirati dodatnim padom ekonomske aktivnosti. Iz ovoga je vidljivo kako ECB nema instrumente kojima može direktno utjecati na zaposlenost ili nezaposlenost, već može pokušati posrednom povećanjem novčane mase.

**Grafikon 6. Stopa nezaposlenosti u zemljama EMU i EU u razdoblju od 2007. – 2016. godine**

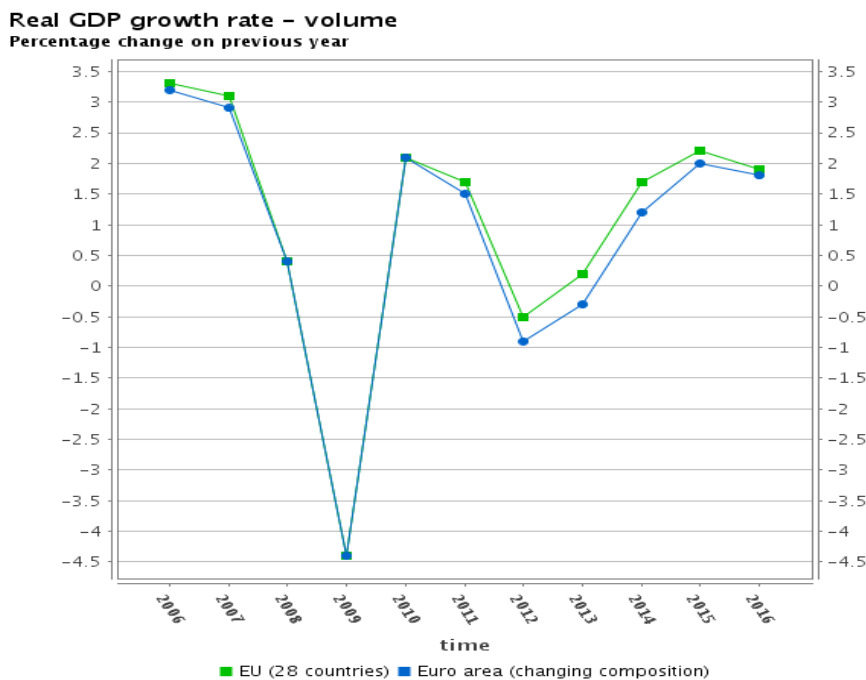


Izvor: Izrada autora prema Eurostat, dostupno na: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsdec450>

Kao što smo to i naglasili već analizirajući prethodna dva grafikona za vrijeme ekonomske krize je došlo do pada ukupne ekonomske aktivnosti. Na grafikonu 7. vidimo kako je rast BDP-a u razdobljima prije krize bio na razinama većim od 3% skoro i 3,5%. Pojavom krize 2007. godine dolazi do velikog pada stope rasta realnog BDP, najprije na razinu od 0,5% 2008. te na razinu od -4,5% 2009. godine. Nakon toga dolazi do rasta realnog BDP-a na stopu od 2% te poslije opet do pada na stopu od -1% u 2012. godini. Vidimo kako je pad bio prilično jak i brz te da nakon toga uslijedio nagli rast te opet pad, te se može zaključiti kako je u tom razdoblju realni BDP bio prilično nestabilan, praćen ogromnim fluktuacijama u stopama rasta ili pada pa je logično da je razina neizvjesnosti bila vrlo visoka kod svih ekonomskih subjekata. Od 2012. godine do 2015. godine vidimo kako dolazi po postepenog

rasta do razine od 2% te nakon toga opet dolazi do blagog pada 2016. godine. Na osnovu tih podataka i grafikona 7. možemo zaključiti kako ECB nije uspjela u svojem pokušaju da povećanjem novčane mase potakne rast realnog BDP-a te ga vrati na razine prije krize te da je realni BDP od 2007. godine do 2016. godine podložan velikim fluktuacijama.

### Grafikon 7. Stopa realnog rasta BDP-a u razdoblju od 2006. – 2016. godine



Izvor: Izrada autora prema Eurostat, dostupno na: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

Bini Smaghi (2013) tvrdi, s obzirom da glavni razlozi lošeg gospodarskog rasta nisu povezani s monetarnom politikom, već sa strukturnim slabostima, prekomjernim zaduživanjem od strane finansijskih institucija i donosioca ekonomskih odluka u tim zemljama, glavna odgovornost za rješavanje tih problema se nalazi izvan središnjih banaka. Odgovornost vlada je provođenje strukturnih reformi na tržištima rada, roba i kapitala te dokapitalizacija banaka kako bi se poboljšala njihova likvidnosti te olakšalo i povećalo plasiranje kredita. Ograničenjem za te poteze ili promjene se smatra neodlučnost političara jer se radi o odlukama i potezima koji nisu popularni u javnosti te mogu ugroziti njihove izgleda za reizbor na postojeće funkcije.

Kao očigledan izbor prema Bini Smaghi (2013) nameće se napuštanje režima ciljanja inflacije jer bi se tako učinkovitije moglo postići veći ekonomski rast i manju nezaposlenost. Posljedice toga bi bile gubitak transparentnosti, neovisnosti i odgovornosti središnjih banaka

te bi ekonomisti to trebali vrlo jasno komunicirati s javnošću. Isto tako bi morali priznati da ne znaju koje bi bile moguće posljedice monetarne politike ukoliko bi se napustilo ciljanje inflacije. Postoji čak i mogućnost da takav postupak dovede do još većih i jačih kriza te se postavlja pitanje treba li se odbaciti ciljanje inflacije zbog nekih novih nepoznatih alternativa?

U situaciji kada je u Velikoj Britaniji gospodarski oporavak od krize bio spor, a daljnja fiskalna ekspanzija bila ograničena velikim razmjerom deficita javnog sektora i povećanja javnog duga/ BDP većina političara je zahtijevala od monetarne politike agresivniju ulogu kako bi pomogla gospodarstvu da izađe iz razdoblja stagnacije.

Na tom tragu je bio govor Marka Carneya iz 2012. godine koji je tvrdio da ukoliko bi nam trebao neki poseban stimulans za rast gospodarstva, najbolje bi bilo da se usvoji metoda privremenog ciljanja razine nominalnog BDP-a, dok su ostali zagovarali da se cilja stopa rasta nominalnog BDP-a.

Ideja o strategiji ciljanja nominalnog BDP-a nije nova, ona je bila aktualna i 1980-ih, kada su ju mnogi makroekonomisti smatrali logičnim rješenjem za poteškoće s kojima se suočavala strategija ciljanja monetarnih agregata. Razlog ponovnog oživljavanje te ideje je nastojanje da se ostvari veći rast u zemljama nakon recesije. Primjerice, prihvaćanje ciljanja nominalnog BDP-a bi za ekonomije, koje se nalaze negdje između oporavka i recesije značilo da bi ciljanje rasta nominalno BDP-a za 4-5% za sljedeću godinu imalo jednak efekt kao i ciljanje inflacije od 4%. U većini zemalja se nositelji monetarnih politika suočavaju s problemom nulte donje granice, odnosno kratkoročne nominalne kamatne stope ne mogu biti gurnute niže nego što trenutno jesu te im to smanjuje manevarski prostor kako bi potaknuli rast. Ciljanjem nominalnog BDP-a osigurava se ubrzanja realnog rasta ili automatsko smanjivanje realne kamatne stope postižući time poticanje potražnje. U svom govoru, Carney (2012) je istaknuo da ukoliko se želi naći daljnji poticaj da će vrlo vjerojatno morati doći i do promjena okvira politike. Tvrdi kako bi u situaciji kada su stope politika zapele na razini oko 0%, ciljanje nominalnog BDP-a bilo mnogo pogodnija strategija. Ona bi pomogla da politika bude vjerodostojnija te jednostavnija za razumijevanje s obzirom na nedostatke i ostale izvanredne okolnosti niskih kamatnih stopa. Carney (2012) dodaje kako bi se ipak trebalo napraviti analizu prednosti promjena strategije monetarne politike u odnosu na učinkovitost nekonvencionalni mjera monetarne politike koje su se dokazale unutar strategija fleksibilnog ciljanja inflacije.

Øistein Roisland, ekonomist Norges Banka, norveške središnje banke u svojoj prezentaciji „Flexible inflation targeting and alternative monetary policy targets – What does research tell us?“ navodi prednosti nominalnog ciljana nominalnog BDP-a. Tvrdi kako je ukoliko se primjenjuje ciljanje nominalnog BDP-a lakše izbjeći zamku likvidnosti te kako primjena te strategije dovodi do redukcije financijskog rizika. Dodaje, kako je veća korelacija s cijenama nekretnina i kreditima što znači manju potrebu za „leaning against wind“ nego u slučaju primjene ciljanja inflacije te dodaje kako podsjeća na optimalnu politiku po pitanju odanosti.

U slučaju da se nositelji monetarne politike odluče za promjenu monetarne strategije, te počnu primjenjivati strategiju ciljanja nominalnog BDP-a kao glavni problem se ističe proizvoljnost prilikom odabira početnog datuma za računanje nominalnog BDP te to ostavlja prostor za manipulacije i eventualne pogreške.

Kao drugi problem Ashworth, Baker i Goodhart (2013) ističu da bi uporaba ciljanja nominalnog BDP-a mogla biti operativno problematična jer ono ima nedostatke u odnosu na ciljanje inflacije. Podaci za indeks potrošačkih cijena (CPI) su dostupni u roku od tri tjedna do kraja mjeseca, dok su podaci o nominalnom BDP-u dostupni samo kvartalno i to s vremenskim odmakom od dva mjeseca do kraja tromjesečja. Uz to podaci CPI nisu revidirani nakon objavljivanja dok je kod nominalnog BDP-a često riječ o podacima koji su revidirani pa to može dodatno otežati posao nositeljima monetarne politike.

Ashworth, Baker i Goodhart (2013) smatraju da s obzirom na neizvjesnost po pitanju održivog rasta kao nedostatak ciljanja nominalnog BDP-a se ističe mogućnost da sigurnost, po pitanju buduće inflacije bude mnogo manja nego kod ciljanja inflacije i stavljanja fokusa na razinu cijena. Naime, ako želimo procijeniti stope inflacije u srednjem roku ili dugom roku moramo uzeti u obzir vjerojatne održive trendove u budućoj realnoj proizvodnji gospodarstva. Problem je što je to prilično teško raditi u najboljem vremenu, a sadašnjost nije najbolje vrijeme. Možemo zaključiti kako bi promjena monetarne strategije s ciljanja inflacije na ciljanje nominalnog BDP-a dovela do povećanja nesigurnosti o očekivanoj inflaciji te slabljenja utjecaja sidrenja inflacijskih očekivanja.

Frankel (2012) tvrdi kako je prijedlog za suočavanje s ciljanjem nominalnog BDP-a povećanje ciljane inflacije s 2% na 4%, čime bi se smanjila realna kamatna stopa međutim središnji bankari ne žele napustiti cilj inflacije od 2% za kojeg su se snažno borili. Iako bi promjena bila samo privremena, boje se kako bi to moglo narušiti njihovu vjerodostojnost. To se smatra jednim od glavnih razloga opreznosti središnjih bankara po pitanju ciljanja



nominalnog BDP-a. Zabrinuti su kako bi postavljanje cilja rasta nominalnog BDP-a od 5% ili više u sljedećoj godini moglo biti protumačeno kao postavljanje cilja inflacije iznad 2% čime bi se opet narušila vjerodostojnost sidra. Frankel (2012) smatra kako se obveza prema cilju od 2% ne treba napustiti. On predlaže dva koraka u uvođenju nominalnog cilja BDP-a. Monetarne vlasti bi trebale početi izostavljati javne projekcije za bliske rokove realnog rasta i inflacije držeći dugoročne projekcije kakve jesu. Uz to bi trebali dodati i dugoročnu projekciju za rast nominalnog BDP-a.

Posen (2013) kao svoju kritiku nominalnom ciljanju BDP-a navodi, kako je to zapravo jedna nepotrebna komplikacija, naročito u situaciji kad postoji fleksibilno ciljanje inflacije te ističe kako je spominjanje ciljanja nominalnog BDP-a, zapravo posljedica frustracije zbog sporog oporavka ekonomije nakon recesije. Kaže kako je skeptičan prema tome može li nominalno ciljanje BDP-a ostvariti neke od svojih prednosti u praksi. Dodaje kako promjena oznake politike neće pomoći u tome da politika bude vjerodostojnija po pitanju obveza na dugi rok. Kao razloge navodi to da su se ciljevi inflacije dobro razumjeli i nastojali su biti što više transparentni, dok će ciljevi nominalnog BDP-a biti vrlo krhki te se neće moći obuzdati u promjenama u vremenskom razdoblju jer će ovisiti o trenutku otkad odlučite da se primjenjuje te o broju revizija podataka u međuvremenu.

Osim toga, Posen (2013) navodi kako nominalni BDP nije nešto što se može logički komunicirati s javnošću. Ljudi ne mogu pratiti nominalni BDP kada idu u trgovinu, za razliku od stope inflacije koju mogu pratiti.

Posen (2013) tvrdi kako razlog neuspjeha kvantitativnog ublažavanja prilikom postizanja snažnog oporavka kako su se nadali ekonomisti nije ciljanje inflacije već određeni politički razlozi, odnosno nisu provedeni neki drugi oblici kvantitativnog ublažavanja koji bi pomogli njegovoj učinkovitosti.

Postavlja se pitanje je li ciljanje inflacije imalo negativan utjecaj na upravljanje krizom. Prema De Carvalho i Irineu (2011) empirijski dokazi pokazuju da su središnje banke koje su bile usmjerena na inflaciju nadmašile sve ostale središnje banke. Njihovo djelovanje je bilo brže, inflacijska očekivanja su bila bolje usidrena oko samog cilja ili razine prije krize te se nisu suočavali s ozbiljnim rizikom od pojave deflacije. Kad uzmemo u obzir fleksibilnost strategije ciljanja inflacije postaje nam jasna njezina veća učinkovitost u odnosu na ostale strategije.

Svensson (2010) smatra kako kriza i recesija nisu uzrokovane krivicom monetarne politike već da krivnju za nastanak financijske krize i recesije snose propusti u regulaciji i superviziji u kombinaciji s određenim specifičnim okolnostima. Ističe kako je fleksibilno ciljanje inflacije kada se primjenjuje na adekvatan način i ukoliko se koriste svi raspoloživi čimbenici koji su nužni za prognozu inflacije te korištenje resursa u bilo kojem razdoblju, najbolji oblik monetarne strategije prije, tijekom i nakon financijske krize. Svensson (2010) navodi kako prilikom primjene fleksibilnog ciljanja inflacije središnja banka koristi sve relevantne informacije koje utječu na prognoze inflacije i realnog gospodarstva, uzimajući u obzir i financijske uvjete kao što su rast kredita, cijene imovine, neravnoteže, potencijalni mjehuri cijene imovine, ali samo u onoj mjeri u kojoj oni utječu na prognozu inflacije i korištenja resursa. Iz toga proizlazi kako su inflacija i iskorištavanje resursa varijable koje središnja banka cilja, odnosno pokušava stabilizirati. Financijski uvjeti nisu ciljane varijable, već su oni samo indikatori. To znači da središnjoj banci pružaju informacije o stanju gospodarstva, transmisijskom mehanizmu te egzogenim šokovima. U takvoj situaciji financijski uvjeti imaju utjecaj na kamatne stope samo u onoj mjeri u kojoj imaju i utjecaj na prognozu inflacije i korištenja resursa.

Značaj fleksibilnog ciljanja inflacije se najbolje očituje u tome što daje nositeljima monetarne politike da se brinu i o stabilizaciji outputa. To je posebice došlo do izražaja za vrijeme zadnje krize jer se monetarna politika osim na stabilnost cijena mogla fokusirati i na stabilizaciju outputa, koja je za vrijeme recesije bila prilično uzdrmana.

Prema Svensson (2010) instrumenti koji su prikladni za korištenje u normalnom uvjetima su politika stopa te komunikacija, dok za vrijeme kriza fleksibilno ciljanje inflacije ostavlja mogućnost korištenja drugih nekonvencionalnih instrumenata, kao što je fiksna kamatna stopa s duljim rokovima dospjeća, kupnja imovine i devizne intervencije kako bi se spriječila aprecijacija valute.

Frankel (2012) tvrdi kako smo iz ove krize nešto naučili, jer ona mijenja razumijevanje kako se treba provoditi monetarna politika, te kako nema potrebe da se odbaci ciljanje inflacije kao monetarna strategija posebice zato što nema jasne alternative.

Na osnovu kritičkih mišljenja brojnih ekonomista o strategijama ciljanja nominalnog BDP-a i fleksibilnog ciljanja inflacije, pregleda prednosti i nedostataka za obje strategije te analize rasta prije recesije i poslije nje možemo zaključiti kako se odbacuje hipoteza ***H2: Ciljanje inflacije nije učinkovita strategija u poticanju rasta u recesijskoj situaciji.*** Iako rast nije

velik i razina proizvodnje se nije vratila na razine prije recesije fleksibilno ciljanje inflacije je dalo određenu razinu fleksibilnosti monetarnoj politici. Fleksibilnost se najbolje manifestira kroz činjenicu da su u vrijeme krize mnoge središnje banke koristile različite nekonvencionalne mjere i alate kako bi stabilizirale razinu proizvodnje.

## 5. ZAKLJUČAK

Vođenje monetarne politike je u većini zemalja zadaća i glavna funkcija središnjih banaka. Kako bi to odradile što uspješnije banke koriste različite strategije i instrumente monetarne politike. Pomoću njih nastoje ostvariti cilj ili više njih koji su im zadani. Glavni ili možda preciznije rečeno jedan od najpoznatijih ciljeva središnjih banaka je stabilnost cijena. Kako bi što uspješnije ostvarile taj cilj banke su koristile različite monetarne strategije. Jedna od najstarijih je strategija ciljanja deviznog tečaja. U samim počecima njenog primjenjivanja vrijednost valute se vezivala najčešće uz neku robu. Kasnije se to promijenilo te se vrijednost valute vezivala uz zlato ili daljnjom evolucijom se vezivala za vrijednost valute druge zemlje. Prilikom biranja zemlje za čiju će se valutu fiksirati ili vezati domaća valute posebno se pazilo da to budu zemlje s niskom i stabilnom inflacijom jer se tako uvozila deflacija iz te zemlje. S pojavom nedostataka ove strategije koji su se prvenstveno iskazali kroz gubitak neovisnost monetarne politike te ostavljanje prostora za špekulativne napade, središnje banke su se počele okretati novih rješenjima.

Novo rješenje je bilo strategija ciljanja monetarnih agregata koja je zamijenila dosadašnju strategiju ciljanja deviznog tečaja. Strategija ciljanja monetarnih agregata uključuje službenu objavu i ciljanje stope rasta određenog monetarnog agregata M0, M1, M2 i M3. Uvedena je pretežito u razvijenim zemljama jer one nisu imale zemlje za koje bi mogle vezati svoju valutu. Njezina najveća prednost je mogućnost utjecaja na šokove na domaćem tržištu te omogućavanje nositeljima monetarne politike da vode neovisnu monetarnu politiku. Problem je bio što je provođenje te strategije zahtijevalo čvrstu kontrolu nad monetarnim agregatom kojeg se cilja. Najpoznatija zemlja koje je provodila ovu strategiju je Njemačka koja je bila i prilično uspješna u stabilizaciji inflacije te su zemlje koje nisu bile toliko uspješne u stabiliziranju inflacije odlučivale za vezivanje svojih valuta za valutu Njemačke. Strategija ciljanja monetarnih agregata je početkom 1990. –tih zamijenjena novom strategijom monetarne politike, ciljanjem inflacije.

Smatra se kako je ciljanje inflacije nastalo kao skup svega najbolje iz ostalih monetarnih strategija, a karakterizirali su ga manji troškovi borbe s inflacijom, neovisna monetarna politika za čije provođenje je u potpunosti odgovorna središnja banka, visoka razina transparentnosti i kredibilitnosti središnjih banaka.

U Eurozoni je do 2003. godine strategija monetarne politike bila strategija ciljanja monetarnih agregata. Glavni razlog tomu je to što je Bundesbank kao najpoznatija središnja banka koja je zagovornik ciljanja monetarnih agregata bila temelj prilikom osnivanja ECB. Razlozi za promjenu strategije ECB-a su prvenstveno mogućnost ciljanja inflacije, preciznije rečeno fleksibilnog ciljanja inflacije, da osim stabilnosti cijena, pažnju posveti i ostalim faktorima kao što su realna proizvodnja, zaposlenost, kamatne stope. Kako je Sporazumom iz Maastrichta navedeno da osim stabilnosti cijena ECB-a mora voditi računa i o ostalim faktorima fleksibilno ciljanje inflacije je prihvaćeno kao strategija monetarne politike. Dodatni razlog prihvaćanju te strategije je bi i to što je ECB često bila izložena kritikama zbog svoje nedovoljne transparentnosti, a ciljanje inflacije karakterizira visok stupanj transparentnosti zbog izdavanja izvještaja te aktivne komunikacije s javnošću. Nakon uvođenja fleksibilnog ciljanja inflacije inflacija je u Eurozoni bila na stabilnim razinama, odnosno oko 2% koliko je i određeno od strane ECB-a bez pretjeranih fluktuacija. Pojavom krize dovodi se u pitanje i adekvatnost ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike eurosistema. U radu su shodno tome postavljene dvije hipoteze:

***H1: Ciljanje inflacije je učinkovita strategija za sidrenje inflacijskih očekivanja, ali ne i za postizanje financijske stabilnosti.***

Pregledom radova i istraživanja brojnih ekonomista o strategiji ciljanja inflacije, analizom teorijskih podataka o kretanjima inflacije u periodu od njenog uvođenja do danas možemo zaključiti kako se ona pokazala prilično uspješnom u sidrenju inflacijskih očekivanja. Na osnovu posebnog osvrta na kritiku ciljanja inflacije po pitanju financijske stabilnosti vidljivo je kako većina zagovaratelja ciljanja inflacije smatra kako financijska stabilnost ne bi trebala biti brigom monetarne politike već brigom nadzornih i supervizijskih tijela. Za vrijeme krize se pokazalo kako ignoriranje financijske stabilnosti od strane središnjih banaka može imati velike posljedice po cjelokupnu ekonomiju. Na osnovu gore navedenog možemo reći kako se ciljanje inflacije nije pokazalo učinkovitim u postizanju financijske stabilnosti s obzirom na to da ju je potpuno ignoriralo i da je u krizi došlo do velike financijske nestabilnosti te se hipoteza H1 prihvaća.

## ***H2: Ciljanje inflacije nije učinkovita strategija u poticanju rasta u recesijskoj situaciji.***

Nakon krize koja je uzdrmala cjelokupnu svjetsku ekonomiju došlo je do pojave recesije koja je postala glavna preokupacija nositelja monetarnih politika i političara. Glavni zadatak je bio, što prije stabilizirati proizvodnju te ju vratiti na razine prije krize i recesije. Primjena fleksibilnog ciljanja inflacije je omogućila središnjim bankama da pomognu vlastima u stabilizaciji proizvodnje, budući da su vlasti imale prilično mali ili možda bolje rečeno nikakav manevarski prostor jer je fiskalna politika bila ograničena velikim dugovima s kojima su se zemlje srele. Za poticanje rasta središnje banke su koristile nekonvencionalne mjere monetarne politike što im je omogućila fleksibilnost ciljanja inflacije. Neki ekonomisti su smatrali kako bi trebalo napustiti ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju te se okrenuti novoj strategiji ciljanja nominalnog BDP-a. Kao njenu prednost su isticali veću mogućnost djelovanja u situaciji kada su kamatne stope na niskim razinama i redukciju financijskog rizika. Protivnici te teorije i zamjene fleksibilnog ciljanja inflacije tvrdili su kako nema dokaza o nominalnom ciljanju BDP-a odnosno nema praktičnih dokaza već se ideja o njegovoj primjeni temelji na teorijskim pretpostavkama za koje su smatrali kako nije realno da se ostvare. Smatrali su kako nema potrebe za promjenom fleksibilnog ciljanja inflacije jer se njegova fleksibilnost smatrala ključnom u post-recesijskoj situaciji i mnogo je pomogla u stabilizaciji outputa odnosno proizvodnje. Na osnovu toga te analize radova možemo odbaciti hipotezu H2.

## 6. LITERATURA

1. Ashworth, J., Baker, M., Goodhart, C. (2013.): „Monetary targetry: Might Carney make a difference?“, Centre for Economic Policy Research, London
2. Bernanke, B. S., Mishkin, F. (1992): „Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations From Six Industrialized Countries“, NBER Working Paper No. 4082
3. Bernanke, B., Laubach, T., Frederic, M., Perry, G. (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp. 1 – 59.
4. Bernanke, B.S., Mishkin, F. (1997): „Inflation targeting: a new framework for monetary policy“, Journal of Economic Perspectives, 11(2), str. 97 - 116
5. Bernanke, S. B., Laubach, T., Mishkin, F.S., and Posen, S. A. (1999.): Inflation Targeting - Lessons From the International Experience, Princeton University Press, Princeton New Jersey
6. Bernanke, B.S. (2001): „Inflation targeting: Lessons from the international experience“, Princeton University Press, str. 10 – 16
7. Bini Smaghi, L. (2013): „Who killed the inflation target?“, Centre for Economic Policy Research, London
8. Carrasco, M., Hebbel, K. (2016): „The past and future of inflation targeting“, Catholic University of Chile
9. Carney, M. (2012): Speech presented to: CFA Society Toronto, in Toronto, Ontario, December 11.
10. Clarida, R., Gali, J., Gertler, M. (1997): „Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence“, NBER Working Paper No. 6254
11. Cour-Thimann, P. i Winkler, B. (2013): „The ECB’s non-standard monetary policy measures“, The role of institutional factors and financial structure, ECB
12. de Carvalho, F., Irineu, E. (2011): „28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession“, The B.E. Journal of Macroeconomics 11(1), article 22.
13. de Grauwe, P. (2007): „Problems and prospects for enlargement of the Eurozone“, In: SUERF Annual Lecture 2007, 22 June 2007, The European Money and Finance Forum, Vienna

14. Fraga, A., Minella, A. (2003): „Inflation Targeting in Emerging Market Economies“, NBER Working Paper No. 10019, str. 7
15. Frankel, Jeffrey (2012): „The Death of Inflation Targeting“, Project Syndicate, 16 May
16. Galí, J., Gambetti, L. (2009): „On the Sources of the Great Moderation“, AMERICAN ECONOMIC JOURNAL: MACROECONOMICS VOL. 1, NO. 1
17. Gerlach, S.(2013): „Is inflation targeting passé“, Centre for Economic Policy Research, London
18. Grenville, S. (2006): „The Evolution of Monetary Policy from Money Targets to Inflation targets“, RBA - Annual Conference Volume 1997-08, str. 127 - 131
19. Grgurek, M., Vidaković, N. (2008): „Uzroci nastanka inflacije u Hrvatskoj: Uloga posrednika“, EKONOMIJA / ECONOMICS, 15 (2), str. 263 – 280
20. Issing, O. (2003): „Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?“, Conference on “Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Bank for International Settlements
21. Ivanov, M., (2012): "Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima", HAZU i EFZG, str. 2 - 23
22. Jonas, J., Mishkin, F. (2003): „Inflation targeting in transition countries: experience and prospects“, National Bureau of Economic Research, Vol. 0-226-04471-8, str. 5-16
23. Jonas, J., Mishkin, F. (2004): „Inflation targeting in transition countries: experience and prospects“, Chicago University Press, str. 353 – 421 Economics, str. 100
24. King, M. (2002): „The Inflation Target Ten Years On“, London School of Economics, London
25. Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009): „Monetarna politika“, RRiF, Zagreb
26. Martinez, O. G. (2008): „Inflation Targeting, Bank of Canada“, A Festschrift in honor of David Dodge, pp 92 – 94.
27. Mishkin, S. F. (1996): „The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy, NBER Working Paper No. 5464, str. 6
28. Mishkin, S. F. (1999): „International experiences with different monetary policy regimes“, NBER Working Paper 6965
29. Mishkin, S., F. (2006): „Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?“, Columbia University
30. Mishkin F., (2007), “Monetary Policy Strategy”, MIT Press, str. 57.



31. Mishkin, F. (2008): „Issues in Inflation Targeting“, *Journal of Economic History* 38 (4): 918–37, str. 23 – 31
32. Mishkin, F. S. (2011.): „Monetary policy strategy: lessons from the crisis“, NBER Working Paper, no. 16755
33. Murić, L. (2013.): „Ciljanje inflacije - teorijski koncept i mogućnost opstanka u ekonomskim uslovima Srbije“, Volume 2. No.4. - December 2013
34. Obstfeld, M., Kenneth R. (1995): „The Mirage of Fixed Exchange Rates“, *Journal of Economic Perspectives* 9, no. 4: 73-96.
35. Pill, H. (2013.): „Central banking after the Crisis: Challenges for the ECB“, Centre for Economic Policy Research, London
36. Posen, S. A. (2013): „Cheap talk is no alternative to inflation targeting“, Centre for Economic Policy Research, London
37. Roger, S. (2009): „Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges“ IMF WorkingPaper 09/236 (Washington: International Monetary Fund)
38. Stiglitz, J. (2008): „The Failures of Inflation Targeting“, Project Syndicate, May.
39. Stock, H. J., Watson, W. M. (2003): „Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices“, *JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE* VOL. 41, NO. 3
40. Stone, R. (2003): „Inflation Targeting Lite“, IMF Working Paper 03/12, str. 17 – 22
41. Svensson, L. (1997): „Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?“, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, November
42. Svensson, L. (1998): „Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule“, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, str. 13 - 14
43. Svensson, L., (2000): „Open economy inflation targeting“, *Journal of International Economics*, 50, str. 155 - 183
44. Svensson, L. (2002): „Monetary policy and the interest rate path“, SNS - Centre for Business and Policy Studies, Stockholm, str. 3 - 6
45. Svensson, L. (2002): „A Reform of the Eurosystem’s Monetary-Policy Strategy Is Increasingly Urgent“, Princeton University, CEPR and NBER
46. Svensson, E.O. L. (2003): „The Inflation Forecast and the Loss Function“. In: Mizen, P. eds, *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honor of Charles Goodhart*, London, Edward Elgar.

47. Svensson, L. (2007): „Optimal Inflation Targeting: Further Development of Inflation Targeting“, Central Bank of Chile, str. 187 - 225
48. Svensson, L. (2009): „Inflation targeting in hard times“, International Journal of Central Banking 1(1), str. 46 – 50
49. Svensson, L. E. O. (2010.): „Inflation targeting after the financial crisis“, Speech by Prof. Lars E. O. Svensson (12 February 2010), Mumbai
50. Svensson, L.E.O. (2011): „Monetary Policy After the Crisis“, FED Bank of San Francisco, Speech, November.
51. Truman, M.E. (2003): „Inflation Targeting in the World Economy“, Washington D.C., Institute for International Economics.
52. Whelan, K. (2013): „A broader mandate: Why inflation targeting is inadequate?“, Centre for Economic Policy Research, London
53. White, W., Borio, C. (2004): „Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes“, BIS Working Papers No 147
54. Woodford, M. (2011): „Inflation Targeting and Financial Stability“, NBER Summer Institute, str. 1 – 3
55. Woodford, M. (2012): „Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound“, presented at the Jackson Hole Symposium, “The Changing Policy Landscape,” 31 August – 1 September 2012.
56. Wyplosz, C. (2013): „Will central banking change?“, Centre for Economic Policy Research, London
57. Žigman, A., Lovrinčević, Ž. (2005): „Monetarna politika ciljane inflacije i transmisijski mehanizam“, Ekonomski pregled, 56 (7-8), str. 433-457.

### **Internet izvori:**

1. Bank for International Settlements (BIS), dostupno na: <https://www.bis.org/>
2. Engleska središnja banka (Bank of England), dostupno na: <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>
3. Europska središnja banka (ECB), dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
4. Eurostat, dostupno na: <http://ec.europa.eu/eurostat>

5. Hrvatska narodna banka (HNB), dostupno na: <http://www.hnb.hr/>
6. Međunarodni monetarni fond (MMF/IMF), dostupno na:  
<http://www.imf.org/external/index.htm>
7. Svjetska banka, dostupno na: <http://www.worldbank.org/>
8. The National Bureau of Economic Research (NBER), dostupno na:  
<http://www.nber.org/>

## **SAŽETAK**

Tema ovog diplomskog rada je ocjena pogodnosti ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike tijekom krize i recesije u Eurozoni. U teorijskom dijelu rada objašnjen je značaj strategije monetarne politike, objašnjene su tri najkorištenije strategije s posebnim naglaskom na strategiju ciljanja inflacije. U nastavku rada napravljena je analiza karakteristika strategije monetarne politike ciljanja inflacije u Eurozoni. Strategija monetarne politike u Eurozoni od 2003. godine je fleksibilno ciljanje inflacije. U istraživačkom dijelu rada analizirana je kritika fleksibilnog ciljanja inflacije s aspekta financijske stabilnosti i učinkovitost fleksibilnog ciljanja inflacije u poticaju rasta u recesijskoj situaciji. Analizirana je i strategija ciljanja nominalnog BDP-a kao potencijalna monetarna strategija.

**KLJUČNE RIJEČI:** strategije monetarne politike, fleksibilno ciljanja inflacije, financijska kriza, ciljanje nominalnog BDP-a

## **SUMMARY**

The topic of this paper work is the assessment of the benefits of inflation targeting as a monetary policy strategy during the crisis and the recession in the Eurozone. The theoretical part of the paper explains the importance of the monetary policy strategy, the three most widely used strategies are explained with a special emphasis on the inflation targeting strategy. After that an analysis of the characteristics of the inflation targeting monetary policy strategy in the Eurozone has been made. The monetary policy strategy of the Eurozone since 2003. is a flexible inflation targeting. The research part of the paper analyzes the criticism of flexible inflation targeting from the aspect of financial stability and the effectiveness of flexible inflation targeting to stimulate growth in the recessionary situation. The nominal GDP targeting strategy as a potential monetary strategy was also analyzed.

**KEY WORDS:** monetary policy strategies, flexible inflation targeting, financial crisis, targeting nominal GDP

## POPIS ILUSTRACIJA

### GRAFIKONI:

1. Kretanje inflacije od 1970. – 2000.
2. Kretanje inflacije u zemljama OECD-a koje su prihvatile ciljanje inflacije i one koje nisu prihvatile ciljanje inflacije
3. Kretanje inflacije u EMU
4. Inflacija u Eurozoni u razdoblju od 1997. – 2017. mjerena HICP (harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena)
5. Kratkoročne kamatne stope u EMU u razdoblju od 2007. – 2016. godine
6. Stopa nezaposlenosti u zemljama EMU i EU u razdoblju od 2007. – 2016. godine
7. Stopa realnog rasta BDP-a u razdoblju od 2006. – 2016. godine

### TABLICE:

1. Kretanje inflacije prije i nakon uvođenja ciljanja inflacije