Република Македонија
Универзитет „Св. Кирил и Методиј“
Економски факултет – Скопје

Игор Силјаноски

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА И МАКРОЕКОНОМСКАТА СТАБИЛНОСТ: ТЕОРИЈА И ИСКУСТВА ОД РАЗВИЕНИТЕ ЗЕМЈИ

MONETARY POLICY AND MACROECONOMIC STABILITY: THEORY AND EXPERIENCE OF THE INDUSTRIALIZED COUNTRIES

(докторска дисертација)

Ментор
Проф. д-р Горан Петревски

Скопје, јуни 2014

АПСТРАКТ

Во периодот помеѓу 1973 и 2008 година науката и практиката на монетарната политика еволуира. Резултатот е поефикасен механизам за постигнување ценовна стабилност која значајно придонесе за постигнување генерална макроекономска стабилност. Во смисла на монетарната политика, колапсот на финансискиот систем на Соединетите Американски Држави и клучните индустриски земји на Европскиот континент во 2008 година ги истакнува некои фундаментални прашања за улогата на монетарната политика во спречувањето на рецесијата: „Дали монетарната политика не успеа да дејствува во спречувањето на економската криза и рецесија? Дали монетарната политика може да ги контролира факторите што доведоа до финансиската криза во 2008 година? Која е улогата на монетарната политика во постигнувањето макроекономска стабилност? Дали монетарната политика може да спречи значајна финансиска криза?“ Во потрага на одговори на овие прашања дисертацијата ја испитува монетарната теорија и практика во периодот што почнува 35 години пред финансиската криза од 2008 година.

Заклучоците на студијата ја илустрираат комплексноста на улогата на монетарната политика и исто така нејзините акутни институционални и теоретски лимитации. Дисертацијата открива дека монетарната политика ја постигна својата цел изразена како ценовна стабилност, но не ги постигна и не ги зачува другите важни макроекономски цели. Постојат институционални и теоретски причини за овој неуспех. Централните банки исто така беа мошне успешни во поставувањето на вредноста на парите како фокус на монетарната политика. Нивниот истакнат фокус на ценовната стабилност под инфлациското таргетирање, колку и да е ефективно во постигнување ценовна стабилност, можеби пропушти да го спречи прогресот на сериозна финансиска и економска стабилност.

Консензусот дека монетарната политика е подобра во справување со последиците на кризата отколку во спречување на кризата од страна на немонетарните фактори сè уште треба да биде испитана во однос на актуелната криза. Конечно, дисертацијата дава преглед на теоријата и практиката на монетарната политика, давајќи идеи и решенија кои можат да бидат применети во сегашниот и некој иден предизвик за монетарната политика.

Клучни зборови: Монетарна Политика, Централно Банкарство, Монетарно Таргетирање, Инфлациско Таргетирање, Монетарна Теорија, Режими на Монетарната Политика, Монетарната Политика во Индустриските Земји.

ABSTRACT

Over the time period between 1973 and 2008 the science and practice of monetary policy has evolved. The result is a more efficient mechanism of achieving price stability that has greatly contributed to the achievement of overall macroeconomic stability. In terms of monetary policy, the near collapse of the financial system in the United States and the key industrial countries on the European continent in 2008 highlights some essential questions about the role of monetary policy in preventing the recession: has monetary policy failed to act to prevent the economic crisis and a prolonged recession? Can monetary policy control the factors that led to the financial crisis in 2008? What is the role of monetary policy in achieving macroeconomic stability? Can monetary policy prevent significant financial crisis? In search for answers to these questions the dissertation examines monetary policy theory and conduct some 35 years prior to the financial crisis of 2008.

The conclusions of the study illustrate the complexity of the role of monetary policy as well as its acute institutional and theoretical limitations. The dissertation finds that monetary policy achieved the goal of price stability but failed to achieve or preserve other important macroeconomic goals. There are institutional and theoretical reasons for its failures. Central banks have also been very successful at placing the value of money as a focus for monetary policy. Their pronounced focus on price stability under the inflation targeting, however effective in achieving price stability, may have missed the mark on preventing a serious financial and economic crisis in the making.

The consensus that monetary policy is better in dealing with the consequences of the crisis than preventing a crisis caused by other non-monetary factors is yet to be tested regarding the latest crisis. Finally, the dissertation provides an overview of monetary policy theory and conduct that provides ideas and solutions that can be reapplied to current and future monetary policy challenges.

Key Words: Monetary Policy, Central Banking, Monetary Targeting, Inflation Targeting, Monetary Theory, Monetary Policy Regimes, Monetary Policy in Industrialized Countries.

СОДРЖИНА

ВОВЕД **1**

ДЕЛ 1: ТЕОРИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА **6**

ВОВЕД 6
ЦЕЛИТЕ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА 7
ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА 12
Правила наспроти дискреција *13*
Независноста и одговорноста на централната банка *27*
СТРАТЕГИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА 31
Каналите на трансмисија во монетарната политика *32*
Правилата во монетарната политика *49*
Таргетните режими на монетарната политика *72*
Спроведувањето на монетарната политика *108*
ЗАКЛУЧОЦИ ОД ТЕОРИЈАТА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА 122

ДЕЛ 2: МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО **127**

РАЗВИЕНИТЕ ИНДУСТРИСКИ ЗЕМЈИ: **127**

ОД 1973-2008 ГОДИНА **127**

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА СОЕДИНЕТИТЕ АМЕРИКАНСКИ ДРЖАВИ **128**

ВОВЕД 128
ИНСТИТУЦИОНАЛНА РАМКА НА ФЕДЕРАЛНИОТ РЕЗЕРВЕН СИСТЕМ НА САД 130
ХРОНОЛОГИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА САД 133
Големата инфлација од 1973-1979 година *134*
Турбуленција во монетарната политика: 1979–1980 ..... *138*
Почетокот на големата умереност: 1981–1986 година *143*
Монетарната политика во ерата Гринспен: 1987–2001 ..... *148*
Монетарната политика во периодот од 2001 до 2007 година и финансиската криза во 2008 година *154*
МЕТОДОЛОГИЈА НА АМЕРИКАНСКАТА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА 160
Монетарно таргетирање и американската монетарна политика *161*
Таргетирање на инфлацијата и американската монетарна политика *175*
ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА САД 186
ЛЕКЦИИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА 190
НА САД ..... **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО **196**

ВОВЕД 196
ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БАНКАТА НА АНГЛИЈА 198
Банката на Англија *199*
Советот на директори и гувернерот на *199*
Банката на Англија *199*
Комитетот за монетарна политика (КМП) *200*
МОНЕТАРНАТА ИСТОРИЈА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО 201
Од политика на доходот до монетарно таргетирање од 1973 – 1979 година *201*
Владата на Маргарет Тачер и монетарната политика *204*
од 1979 – 1987 година *204*
Таргетирање на девизниот курс од 1987 – 1992 година *205*
Инфлациско таргетирање од 1992 – 2008 година *206*
МЕТОДОЛОГИЈА НА БАНКАТА НА АНГЛИЈА 207
Монетарното таргетирање во Обединетото Кралство *208*
Таргетирање на девизниот курс *221*
Инфлациско таргетирање во ОК *232*
ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО 255

ЛЕКЦИИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО 258

МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА НА ГЕРМАНИЈА 264

ВОВЕД 264
ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БУНДЕСБАНКАТА 267
ГЕРМАНСКАТА МОНЕТАРНА ИСТОРИЈА 268
Одбегнувањето на големата инфлација: 1973 – 1983 269
Постигнување на ценовна стабилност: 1983 – 1993 271
Од германската реунификација до ЕМУ: 1993 – 1999 272
МЕТОДОЛОГИЈА НА БУНДЕСБАНКАТА 275
Монетарното и инфлациското таргетирање 276
во Германија 276
ЗАКЛУЧОЦИ ОД ГЕРМАНСКАТА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА 287

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЕВРОЗОНАТА 290

ВОВЕД 290
ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА 292
Мандатот на Европската централна банка според институционалната рамка 292
Целите на монетарната политика 294
Одговорноста, транспарентноста и комуникацијата на Европската централна банка 295
МЕТОДОЛОГИЈА НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА 297
ЕЦБ и водењето на монетарната политика во Еврозоната: од 1999-2008 година 299
Двата столба на монетарната политика на ЕЦБ 302
Реакциски функции на монетарната политика на ЕЦБ 308
Спроведувањето на монетарната политика на Еврозоната 318
ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕВРОЗОНАТА 327

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЈАПОНИЈА 331

ВОВЕД 331
ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БАНКАТА НА ЈАПОНИЈА 332
Банката на Јапонија 332
Ценовна стабилност како цел 333
Независност и јавната одговорност на Банката на Јапонија 334
ЈАПОНСКАТА МОНЕТАРНА ИСТОРИЈА 336
Јапонската економија и нафтената криза: 336
од 1970-1980 година 336
Од економска експанзија до економскиот меур: 337
од 1980 – 1990 година 337
Рецесијата и опоравување: од 1990 – 2008 година 338
МЕТОДОЛОГИЈА НА БАНКАТА НА ЈАПОНИЈА 340
Стратегијата на монетарната политика на Јапонската централна банка 340
Анализа на јапонската монетарна политика 352
Големата рецесија и јапонската монетарна политика 354
Спроведувањето на монетарната политика на Јапонија 362
ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЈАПОНИЈА 366

ЗАКЛУЧОЦИ 369

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА 377

АНЕКСИ 393

ВОВЕД

Практиката на монетарната политика на индустријализираните држави, поточно западните демократии на Евроатланската заедница, политичката заедница поврзана со кралството Велика Британија и други индустријализирани држави, како што е Јапонија, дава добро оформен модел за многу други економии низ светот. Нивното искуство и стручност во областа на монетарната политика се незаменливи во креирање на теоретската рамка и водечките принципи за тоа што се нарекува оптимална монетарна политика.

Дисертацијата претставува анализа на монетарната теорија и практично спроведување на монетарната политика во пет индустријализирани земји кои служат како основа на монетарната политика. Дисертацијата ги испитува примарно практичните примени на монетарната политика на Соединетите Американски Држави и Обединетото Кралство на Велика Британија, додавајќи покондензирана анализа на Германија, Еврозоната и Јапонија.

Дисертацијата ќе ги испита и забележи тенденциите за време на долг, но сепак ограничен период од некои триесет и пет години, од крајот на аранжманот на Бретон Вудс до сегашната турбулентна финансиска криза во Соединетите Американски Држави и Европа, која кулминираше во есента 2008 година. Изборот на периодот од 1973 до 2008 година не е произволен. Тој е одреден со почетокот на новата институционална и новата теоретска ера што се случи помеѓу 1971 и 1973 година и со крајот на ерата позната како „ера на големата умереност“ во 2008 година, ера на релативен економски просперитет. Во 1973 година, договорот од Бретон Вудс пропадна откога САД ја напушти стратегијата на врзување на својата валута со вредноста на златото (номинално сидро од 1945 година). До 1973 година, валутите поврзани со американскиот долар (по скоро 30 години) влегоа во слободен или раководен механизам за кој беше потребна поактивна монетарна политика (Макалум, 1999, стр. 1). Второ, постоеше напредок во монетарната теорија која почна со развивањето на таканаречената „револуција на рационални очекувања“ водена од неколку економисти, вклучувајќи го и Лукас (1972, 1973 и 1976). Крајот на периодот, 2008 година, го обележува почетокот на финансиската криза што ќе ги воведе економиите на индустриските земји во подолготрајна економска рецесија со далекусежни последици. Целта на дисертацијата е да се постават прашања релевантни за вистинските економски проблеми со кои се соочуваме и да ги открие сознанијата базирани на монетарната наука. Дисертацијата е лимитирана во однос на два параметри:

тезите се неминовно лимитирани со посебноста на монетарната политика како дисциплина (во која науката е важно, но не и ексклузивно влијание) и со изборот на тезите (кои даваат одговори само на некои аспекти од прашањата). Да се постават најважните и сегашните прашања во монетарната политика не значи да се фокусира на кризата и нејзиното значење во овој момент, тоа не е целта. Дисертацијата, наместо тоа, се фокусира на акумулираното знаење во монетарната политика како наука која може да се примени или да се користи за проучување на кризата. Но, изучувањето на кризата е надвор од опсегот на дисертацијата. Со дефинирањето на лимитите и суштината на дисертацијата следно е да се формулираат тезите, прашањата и исказите.

Во времетраењето на периодот помеѓу 1973 и 2008 година науката и практиката на монетарната политика значително еволуираа. Резултатот е поефикасен механизам за постигнување ценовна стабилност кој придонесе за постигнување на севкупна макроекономска стабилност. Во однос на монетарната политика, потресите на финансиските системи на Соединетите Американски Држави и на клучните индустриски земји на Европскиот континент во 2008 година истакнуваат барем три фундаментални прашања за улогата на монетарната политика во спречувањето на рецесијата:

1. Ако монетарната политика, како што еволуираше од 1973 година, има капацитет да ги контролира флуктуациите на клучни варијабли за монетарната и макроекономската стабилност - ценовната стабилност, производната стабилност и стабилноста во вработеноста, зошто не успеа да дејствува во спречувањето на опаѓањето на економската активност, проследена со продолжена рецесија?

2. Ако имаше пропуст во дејствувањето, дали монетарната политика беше лимитирана од страна на институционалните цели, вклучувајќи го фокусот на ценовната стабилност или некој друг фактор?

3. Дали постојат важни влијателни фактори, вклучувајќи ги неефикасностите во финансискиот и другите пазари, кои носителите на политиките едноставно не ги земале или не можеле да ги земат во предвид и кои се причините за таквите одлуки?

Следните тези се делумни одговори на овие три прашања:

1. Монетарната политика ја постигна целта на ценовната стабилност, но не успеа да ги постигне или да ги зачува другите макроекономски цели како што докажува целосниот крах на берзата и рецесијата.

2. Неуспехот на монетарната политика можеби беше само делумно предизвикан поради неактивност или спроведување на активна монетарна политика поради постоењето на други фактори кои не беа во состав на мандатот и целите на монетарната политика како што се дефинирани од страна на централните банки во индустриските земји. Во овој однос, ограничувањето беше институционално. Исто така, можеме да забележиме дека постојат теоретски или практични причини поради кои монетарната политика не беше во состојба да ги постигне релевантните цели поврзани со другите фактори или практични причини за нивното исклучување како цели на монетарната политика.

3. Во годините пред финансиската криза во 2008 година имаше консензус помеѓу централните банки во индустриските земји поврзани со улогата на монетарната политика во постигнувањето на макроекономската стабилност. Главниот аргумент во консензусот е дека монетарните власти се ограничени во своето знаење во однос на факторите кои влијаат врз финансиската стабилност. Според оваа теза, централните банки имаат контрола над вредноста на парите, но не и над другите области на макроекономската стабилност.

Ако, до одредена мерка, монетарната политика придонесе кон финансиската криза, што доведе до рецесија, тоа беше заради двојниот и хиерархиски мандат. Кога ценовната стабилност беше осигурена, централната банка можеше да практикува краткорочна експанзивна монетарна политика за да ги постигне другите цели на монетарната политика, притоа неосврнувајќи се на последиците од таквата акција. Една од можностите е дека централната банка е во опасност од создавање економски меури. Ценовната стабилност е важна цел за монетарната политика, меѓутоа, ценовната стабилност не беше проблемот што доведе до кризата во 2008 година и последиците од таа криза.

Придружните тези ќе бидат изложени во клучните теории, примени и заклучоци, кои ќе придонесат значаен увид, знаење и перспектива за монетарната политика. Врз основа на неколку значајни трудови од монетарната политика кои ги тестираат горните тези со помош на градење на теоретски модели и испитување на практиката во дисертацијата се прави обид да дојдеме до заклучоците кои ќе ги потврдат или ќе ги оспорат горните тези.

Дисертацијата се однесува на повеќе генерални тези, наспроти трудовите кои испитуваат специфични правила и теории во монетарната политика, т.е. таа испитува пообемен збир на теории и содржи генерално и подетално истражување на монетарната политика во одбраните индустриски земји. Резултатот е сеопфатен поглед на практиката на монетарната политика во испитуваните земји. Научниот придонес, освен во докажувањето на трите главни тези, се наоѓа и во деталниот опис на стратегиите, таргетите и тактиките во спроведувањето на монетарната политика во тие земји.

Во смисла на структура, дисертацијата има два генерални дела. Првиот дел ја испитува теоријата на монетарната политика, вклучувајќи ги целите и стратегиите за нивното постигнување. Главниот заклучок поврзан со стратегијата на монетарната политика е дека размислувањето за неа се промени со текот на времето. Еволуцијата на монетарната стратегија користена во индустриските земји доведе до повеќе или помалку униформна приврзаност на стратегијата кон инфлациското таргетирање. Како стратегија, инфлациското таргетирање е добро усогласено со моделите поврзани со макроекономската теорија позната како „нов кејнзијанизам.“ Додатна карактеристика на стратегијата е дека дозволува либерална доза на дискреција, нешто што е во согласност со теоретските модели кои ги нагласуваат ограничувањата на монетарните правила. Сепак, самите правила на монетарната политика се научната база за спроведување на монетарна политика и остануваат вградени во разбирањето на функционирањето на економијата. Макроекономските модели се широко користени од страна на централните банки со цел предвидување и поставување на политиката. Опсегот на нивното користење и нивната релативна важност за генералните режими на таргетирање, како што е инфлациското таргетирање, е помалку транспарентно. Тоа ќе се одрази и во наодите кои неопходно ќе бидат помалку конечни.

Вториот дел од дисертацијата се фокусира на практичното спроведување на монетарната политика од страна на централните банки на индустриските земји во одделни делови. Теоријата и праксата на монетарната политика ќе биде споредени и односот помеѓу теоретските концепти или модели и нивните практични примени (каде

што е можно) ќе бидат студирани со цел да се дојде до додатно знаење добиено од дисертацијата. Секој дел содржи лекции од спроведувањето на монетарната политика што би ги потврдило, или би ги разликувало, од сознанијата добиени од теоријата.

Во историска смисла, можеби е прерано да се тврди дефинитивно дали финансиската криза што почна во Соединетите Американски Држави во 2008 година и се прошири низ светот во следните години е клучен историски момент во монетарната теорија и пракса. Едно клучно прашање од оваа смисла би било: „дали еволуцијата во монетарната теорија и пракса до 2008 е потполно релевантна под променетите услови на рецесијата? Второ, дали постои причина да се сомневаме во периодот пред 2008 година кој се базира главно на стратегија на инфлациско таргетирање и каматните стапки како најсоодветен оперативен таргет за монетарната политика? Трето, дали ценовната стабилност доведува до, или вистински ги овозможува, долгорочните цели како што се националниот производ или вработеноста? Четврто, која е улогата на централните банки во постигнувањето макроекономска стабилност?“ Целта на дисертацијата е да ги одговори овие прашања. Одговорите се длабоко вкоренети во студијата на монетарната политика пред случувањата во 2008 година.

Случувањата во актуелната економска рецесија и продолжената криза во финансискиот систем на западните индустриски земји, најверојатно, ги урна некои од нормите поставени во претходните 35 години. Во оваа смисла, монетарната политика како дисциплина можеби се движи кон значајна промена на парадигмата која ќе потврди дека праксата не беше ефективна во момент кога ефективноста на монетарната политика ни е најпотребна.

Можеме да предвидиме, со одредено ниво на сигурност, дека новите приоди во монетарната теорија и праксата имаат корени во тоа што сме го научиле досега за монетарната политика. Со други зборови, еволуцијата на монетарната политика во декадите по договорот во Бретон Вудс, најверојатно, ги содржи решенијата на нашите сегашни проблеми. Проблемите што зависат од монетарната политика, можеби, треба да се постават повторно и целите на монетарната политика, можеби, треба да се ревидираат, но можеме да претпоставиме дека законите и принципите на економијата не се промениле толку многу. Со тоа дисертацијата претставува стекнато знаење кое самото треба да се испита во однос на релевантноста на студијата и со цел да се подобри монетарната политика. Тезите во дисертацијата се рано и делумно изучување на ова значајно испитување.

ДЕЛ 1: ТЕОРИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

ВОВЕД

Теоријата на монетарната политика во оваа дисертација се однесува на теоретските концепти и правила на водењето на монетарната политика за селектирана група на индустриски земји. Наместо комплетна студија на монетарните теории и нивната историја, овој дел се стреми да објасни специфичен збир на теории кои се основа на многу од стратегиите и техниките на спроведување користени во праксата на овие земји. Опсегот на теории е компромис со цел истражувањето да се насочи кон главната цел: подоброто разбирање на водењето на монетарната политика и нејзиното место во макроекономијата.

Концептуално, по избор, овие теории се поделени во неколку секции кои ги прикажуваат целите на монетарната политика, нејзините институционални димензии, монетарните стратегии и монетарното спроведување. Во однос на трансмисиониот систем на монетарната политика, правецот на истражувањето е со следниот редослед: крајната цел, финалните таргети, посредните таргети, оперативните таргети и инструментите. Причината за следењето на оваа поделба е едноставна. Прво, монетарната политика, како што е водена од централните банки на индустриските земји, е фокусирана на постигнувањето на финалните таргети на монетарната политика. Приодот концентриран на целите ја одредува улогата и формата на институционалната рамка на централната банка. Второ, зависно од специфичниот аранжман, централните банки или монетарните власти воспоставуваат монетарна стратегија базирана на нивното гледиште на разните оперативни и средни таргети, променливите (варијаблите) и шоковите поврзани со финалните таргети низ согледаниот трансмисиски механизам. Конечно, централната банка формира рамка базирана на таргетните правила кои се совпаѓаат со одредената стратегија и поставува соодветни средни и оперативни таргети. Спроведувањето на монетарната политика е начин на кој централните банки ги постигнуваат финалните таргети на монетарната политика со помош на оперативните таргети.

Во овие неколку концепти (целите, институциите, монетарните стратегии и спроведувањето на монетарната политика) можеме да ги сместиме сите теории кои се важни за водењето на монетарната политика и би требало да можеме да ги следиме и да ги оцениме специфичните политики на земјите во другите делови од дисертацијата употребувајќи ја истата концептуална рамка.

Првите два дела вклучуваат цели на монетарната политика и теории поврзани со институциите, вклучувајќи ја дебатата на „правила наспроти дискреција“, теоријата на временската недоследност, како и независноста и одговорноста на централните банки. Делот за стратегија ги содржи најчесто употребуваните стратегии во монетарната политика, среднорочните таргети и показните или индикативни варијабли. Овој дел се стреми да ги објасни правилата кои го водат механизмот на трансмисија на монетарната политика, како и монетарните правила кои се користени за градење стратегија или за да се одреди правецот на монетарната политика во пракса. Последниот дел содржи дискусија за инструментите на монетарната политика и оперативните цели.

Теоријата на монетарната политика може да биде комплексна поради тоа што економијата во суштина е општествена наука. Моделите базирани на реалноста се потпираат на многу претпоставки за однесувањето на луѓето кое е тешко да се предвиди. Науката на монетарната политика се потпира на монетарните правила изведени со помош на економетриски и статистички методи кои самите имаат свои ограничувања. Овој теоретски дел треба да овозможи подобро разбирање на податоците и аналитичките алатки користени од индустриските земји.

ЦЕЛИТЕ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

Стартната точка за описот на монетарната теорија може да бидат целите на монетарната политика и институционалната рамка формирана да ги поддржи. Крајната цел на монетарната политика е разбрана како максимална општествена благосостојба или минимизирање на генералната функција која ја опишува загубата на таа благосостојба (Бофингер, 2001, стр. 128, Свенсон, 1998). За поопишна илустрација можеме да ја искористиме следната функција од Свенсон (1998, стр. 14):

$$L_t = \frac{1}{2}[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda y_t^2] \qquad (1)$$

Каде што π_t е инфлацијата во периодот t, π^*е инфлацискиот таргет (или средната точка на таргетниот опсег), y_t е разликата од актуелното и потенцијално производство (таканаречениот производствен јаз) и $\lambda \geq 0$ е релативната тежина за стабилизирање на производствениот јаз. Ако $\lambda = 0$, централната банка води грижа само за инфлацијата. Ако $\lambda = 1$, производот и инфлацискиот таргет имаат иста тежина во одлуките на централна банка. Производствениот јаз исто така (по дефиниција) може да биде напишан како разлика од актуелниот производ Y од потенцијалниот производ Y^* поделен со потенцијалниот производ (Бофингер, 2001, стр. 128):

$$L_t = \frac{1}{2}\left[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda\left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}\right)^2\right] \qquad (2)$$

Квадрирањето на девијациите (разликите) во општествената благосостојбена функција укажува дека позитивните и негативните девијации имаат поголема тежина од малите. Исто така, укажува дека разликите помеѓу реалните вредности на варијаблите и нивните таргетни вредности се третираат симетрично, т.е. централните банки се еднакво загрижени со надминувањето и со потфрлувањето на таргетите. Сепак, како што забележува Цукерман (2002, стр. 22-23), функцијата на загуба може исто така да биде несиметрична, што може да се одрази на однесувањето на одлуките во реалноста.

Приодот со функцијата на загуба е често користен во равенките поврзани со монетарните правила со употреба на оптимална монетарна политика. Меѓутоа, во 1990-те години централните банки во индустриските земји (со исклучок на САД) ја прифатија ценовната стабилност како своја најважна монетарна цел. Другите цели на монетарната политика, како што се целосната вработеност, стабилноста на девизниот курс, економскиот раст (производот), итн., го дефинираат правецот на монетарната политика од 1973 година, но тие цели, исто така, понекогаш водат до „збунета“ политика која не е усогласена со крајната цел на ценовната стабилност.

Во овој дел можеме да ги поставиме целите на монетарната политика како мерка за постигнување макроекономска стабилност во три манифестации: цената, производот и финансиската стабилност. Централните банки секако се занимаваат со сите три вида стабилност, но како што ќе биде често аргументирано, тие ја гледаат ценовната стабилност како примарна цел во монетарната политика.

Понатаму, можеме да кажеме дека централните банки обично ги двојат своите функции помеѓу водењето на монетарната политика и поддржувањето на финансиските институции и пазарите. Дисертацијата се фокусира примарно на функцијата на централните банки како изведувач на монетарната политика и тоа во индустриските

земји. Дискусија за финансиските пазари и улогата на монетарната политика е сепак неопходна и се наоѓа во делот за трансмисиониот механизам, како и во делот за искуството на САД со монетарната политика. Со тоа вниманието го префрламе на целите во монетарната политика или најдобрата институционална рамка за постигнување на целите.

Ценовна стабилност како примарна цел на монетарната политика

Целите на монетарната политика можат да се поделат на долгорочни и краткорочни цели. Во долг рок, централните банки се фокусираат на целта на ценовната стабилност затоа што се смета дека постигнувањето на другите монетарни цели, како што се номиналниот доход или производ, не се продуктивни во подолг рок. Поради среднорочната до долгорочната ориентација на монетарната политика, целта на ценовната стабилност е често опишувана како главната цел на монетарната политика. Исто така, треба да ги разликуваме целите и таргетите на монетарната политика. Целите (како ценовната стабилност или полната вработеност) се често поставени надвор од централната банка, финалните таргети на монетарната политика се економски варијабли кои се често одредени од централната банка за постигнување на целите на монетарната политика. Во таа смисла, оперативните, посредните и финалните таргети не се ништо друго освен средства за постигнувањето на финалниот таргет без своја специфична вредност. Финалниот таргет има близок однос со крајните цели на монетарната политика. Илустративно, со постигнувањето на инфлациски от таргет централната банка ја постигнува целта на ценовната стабилност. Дискусијата позната како цел наспроти таргет може да доведе до теоретска и практична конфузија. Како опис на главната разлика може да се земе дека целта е одредена со статутот на централната банка или од страна на институционалната рамка, а таргетите во монетарната политика се одредени од страна на самата централна банка без мешање од владата.

Теоретската причина за изборот на ценовната стабилност како крајната цел на монетарната политика се наоѓа во концептот на неутралноста на парите и претпоставката дека во долг рок економијата ќе се урамнотежи (ќе се врати) на своето природно ниво на производ. Парите, и како продолжување на монетарната политика, не можат да влијаат врз производот затоа што долгорочно понудата на пари може само да доведе до соодветни промени на цените. Според оваа теорија, одржливиот економски раст не може да биде долгорочна или финална цел на монетарната политика. Ценовната

стабилност е, на ист начин, опишана како монетарен феномен во смисла дека не постои неутрално ниво на инфлација и единствениот решавачки фактор за инфлацијата е паричната понуда. Затоа што централните банки можат да ја контролираат понудата на пари, постигнувањето на ценовна стабилност преку контролата на инфлацијата е легитимна и важна цел на монетарната политика. Накратко, монетарната политика не ги менува вистинските вредности како што е производот. Затоа од монетарната политика беше побарано да ја одржува вредноста на парите во својата главна функција или да ја одржува вредноста на парите.

Причината за усвојувањето на вредноста на парите како единствена цел на монетарната политика е поддржана со верувањето дека таа функција е (1) единствената вредност која може успешно да се заштити во долг рок со монетарна политика и (2) дека ако е постигната, ценовната стабилност ги предодредува сите аспекти на макроекономската стабилност. Оспорувањето на второто верување почнува да се појавува кога некои политичари и јавноста според кои централните банки и монетарната политика не успеваат да ги решат најважните економски проблеми во продолжената рецесија, кога ценовната стабилност не е во прашање, бараат нова парадигма за монетарната политика. Меѓутоа, од гледна точка на централните банки и нивната законска улога, денес ценовната стабилност е најблиската крајна цел на монетарната политика. Описот на целите на монетарната политика од страна на централна банкана Австрија е добар опис на аргументите за ценовна стабилност како цел на монетарната политика:

> „Главната цел на монетарната политика е ценовна стабилност, што претставува клучна рамка и услов за економска активност. Ценовната стабилност осигурува дека потрошувачите и бизнисите можат да ги донесат своите економски одлуки во стабилни и предвидливи услови и со тоа има позитивно влијание врз економската активност и вработеноста. За да се дојде до ценовна стабилност и да се процени дали е или не е таа постигната потребна е јасна дефиниција на ценовната стабилност“ (од веб-страницата на централна банка на Австрија).

Другите цели на монетарната политика

Краткорочно, и под одредени услови, монетарната политика може директно да влијае врз вистинските варијабли кои се важни за економијата. Овие вистински цели на

монетарната политика се дефинирани како други цели освен ценовна стабилност и вклучуваат: економски развој, девизна стабилност, полната вработеност, кредитна контрола, намалување на нееднаквостите во доходот и богатството, формирање и експанзија на финансиските институции. Во следните потточки, другите цели на монетарната политика најмногу се сведуваат на економскиот раст и полната вработеност. И двете варијабли главно се движат во иста насока.

Ефектите на монетарната политика во краток рок се привремени. За овие цели, како што се повисоката вработеност или производ, да бидат постигнати во краток рок можно е да има долгорочна цена обично изразена како повисока инфлација подоцна. Со други зборови, секогаш има привремена размена помеѓу инфлацијата и невработеноста (производот), но нема перманентна размена. Фридман (1968, стр. 11) вели:

> „Привремената размена не доаѓа од самата инфлација, туку од неочекуваната инфлација која, генерално, зависи од растењето на стапката на инфлација. Распространетото верување дека постои постојана размена е софистицирана верзија на конфузијата помеѓу „висок“ и „растечки“ што сите го препознаваме во поедноставни форми. Растечката стапка на инфлација може да ја намали невработеноста, високата стапка не.“

Некои од монетарните цели можат да станат подостижни во смисла на економски пораст затоа што каматните стапки можат да се кренат. Ефектите на повисоките каматни стапки се намалениот притисок врз инфлацијата и се поволни за ценовна стабилност. За време на економски кризи, во спротивно, намалувањата на клучните каматни стапки можат да помогнат при стимулирање на инвестициите и потрошувачката.

Друга дебата која е често употребувана е во врска со односот помеѓу двете цели за стабилноста: ниската инфлација и економскиот раст. Имено, економистите се сложуваат дека овие две цели имаат позитивна долгорочна поврзаност и негативна поврзаност во краток и среден рок. Таргетирањето на двете цели истовремено е сметано за непродуктивно затоа што се сметаат за взаемно **е**ксклузивни цели; ако едната е постигната, тешко е можно во исто време да се постигне другата цел. Во САД, каде што Статутот на Федералниот резервен систем (ФРС) експлицитно ги именува економскиот пораст (изразен преку вработеноста) и ценовна стабилност (ниска инфлација) како монетарни цели, има изненадувачки малку дискусија во јавноста (или од страна на стручните лица од ФРС) за тоа кој од овие цели се главни во водењето на монетарната

политика. Другите централни банки преферираат да ја именуваат ниската инфлација како нивниот краен таргет и цел додека во исто време водат сметка за економскиот пораст во нивните секојдневни операции. Европската централна банка (ЕЦБ) едноставно ја негира разликата во својата главна цел со усвојување на приодот познат како „поглед на сè," каде што ценовната стабилност е само една од многуте варијабли.

Во многу генерална смисла, тогаш, целта на монетарната политика е макроекономската стабилност. Изборот на ценовната стабилност претставува теоретска и практична примена на економското совпаѓање кое може да се изнесе на следниот начин: централната банка, во својата функција на реакција се стреми да постигне ценовна стабилност, што е теоретски возможно и исто така очекувано, според дизајнот на институционалната рамка за да го даде својот придонес кон макроекономската стабилност. Со други зборови, институциите кои ја диктираат улогата на централните банки во монетарната политика исто така веруваат дека ценовната стабилност е клучна за макроекономска стабилност. Оваа двојна случајност, дека централните банки ја сметаат целта на ценовната стабилност како возможна, и дека јавноста, низ институциите, исто така, бара централната банка да постигне ценовна стабилност, е причината за важноста на ценовната стабилност како цел на монетарната политика.

ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

Институционалниот аранжман, или рамка, во кој централната банка дејствува е од клучна важност за водењето на монетарната политика поради две поврзани наоди кои ќе бидат разгледани во овој дел. Прво, централната банка извршува клучна функција на спроведувањето на монетарната политика и снабдувањето на економијата со пари и кредит. Оваа контрола е важна во постигнувањето на главната цел на монетарната политика, ценовната стабилност. Второ, каналот на очекувањата е важен исто толку, колку и спроведувањето на монетарната политика преку контролирањето на оперативните таргети, како што се каматните стапки или понудата на пари. Ставајќи ги настрана другите фактори и теории за очекувањата за момент, можеме разумно да изјавиме дека институционалната рамка е потенцијално еден од важните фактори кои влијаат врз очекувањата.

Со цел да се добие теоретска основа за описот на институционалните рамки на одбраните индустриски земји можеме да избереме четири меѓусебно поврзани теории за изборот на институционалната рамка: традиционалната дебата за правилата наспроти дискрецијата, проблемот со временската непостојаност, независноста и одговорноста на централните банки. Правилата наспроти дискрецијата е всушност рамка која може да се најде во две различни теории, традиционалната теорија и теоријата на временската непостојаност. Независноста и одговорноста на централните банки се разработени во иста потточка затоа што двете се поврзани со изборот направен од општеството за структурата на средината во која се наоѓа централната банка базирано на двете претходни теории. Централните банки беа тесно поврзани со финансискиот сектор во кој тие имаат важни одговорности. Улогата на централната банка, како издавач на парите, е главно надвор од опсегот на овој дел. Таа улога ќе биде до некаде произнесена во деловите на индивидуалното водење на монетарната политика во индустриските земји. Овде издавањето на парите е важно само како начин на контрола над варијаблите од значење за монетарната политика.

Правила наспроти дискреција

Дебатата позната како правила наспроти дискреција го дава одговорот на важно прашање за монетарната политика: дали централната банка самата треба да одлучи за правецот на монетарната политика, без надворешна контрола или вмешување, или дали општеството (или владата) треба да има стриктни процедурални правила вградени во статутот на централната банка. Со други зборови, која треба да биде правилната структура на институционалната рамка за монетарната политика? Одговорот на прашањето ќе ни овозможи да одлучиме која е најдобрата институционална рамка за оптимална монетарна политика.

Пред да ја дефинираме дебатата низ призмата на двете теории, мора прво да ги дефинираме фундаменталните проблеми или аномалии кои се наоѓаат во теориите. Тие ги вклучуваат проблемот помеѓу главниот или надреден елемент и подредениот агент („принципал-агент“), дискрециона инфлациска склоност и стабилизациската склоност. Второ, потребно е да се одвојат два клучни односи. Односите помеѓу принципалот (владата) и агентот (централната банка) и второ, помеѓу централната банка и поширокаата јавност (често опишани како агенти во приватниот сектор или едноставно како економски агенти освен централната банка и владата).

Според проблемот таканаречен „принципал-агент“, принципалот е општеството, претставено со владата, а агентот е централната банка (Фратиани, Вон Хаген и Валер, 1997). Се претпоставува дека приоритетот на владата во врска со монетарната политика е ниската стапка на инфлација (ценовна стабилност). Должностите на централната банка за постигнување на оваа цел се опишани во законите како што се законите за централната банка. Последната претпоставка е за односите помеѓу принципалот и агентот и е претпоставка на несиметрични информации. Ова ѝ дава можност на централната банка да настојува да оствари цели различни од оние што се формално поставени. Нема потреба агентот да биде лишен од сите права на одлука или да биде ограничен со крути правила. Наместо тоа, принципалот и агентот имаат договор кој нуди предности за агентот кој ги користи дискреционите права во интерес на принципалот (Бофингер, 2001, стр. 168-169). Импликациите на овој модел ќе бидат подетално објаснети во дискусијата за независноста на централната банка. Овде можеме да заклучиме дека принципалот ги одредува надворешните правила кои владеат со водењето на монетарната политика на централната банка. Тогаш останува да се дефинира што се мисли со правилата наспроти дискрецијата кога е во прашање институционалната рамка.

Во овој дел, правилото значи надворешно правило (направено од владата) или регулација која е наметната на централната банка од страна на владата и содржана во институционалната рамка. Целта на таквото правило е на некој начин да се ограничи дискрецијата на централната банка. Најчестиот збир на правила во овој контекст е поврзан со крајните цели на монетарната политика, како што е ценовната стабилност. Иако целта на ценовната стабилност е изразена како ниво на цените, опсег или точка врзана со инфлацијата, често во монетарната политика нема стриктен надворешен таргет. Под инфлациското таргетирање целта може да биде поставена од владата, но централната банка ги избира посредните и оперативните таргети.

Традиционално постоеја два таргети кои беа поставени во индустриските земји: монетарните таргети и таргетите за девизниот курс. Со монетарното таргетирање централната банка е обврзана да го одреди таргетот, но таргетот не е специфициран од страна на владата. Меѓутоа, таргетите во девизниот курс беа спроведени со поголема дисциплина наметната од институционалната рамка. Златниот стандард, аранжманот од Бретон Вудс (1946-1973) и Европскиот монетарен систем (ЕМС) се примери на надворешни правила. Во врска со оперативните таргети, единствените стриктни

примери се рестрикциите за позајмување пари директно на владата и одредбите поврзани со валутните бордови (Бофингер, 2001, стр. 169-174).

Во делот за монетарните правила, фокусот ќе биде на правилата кои се користат од страна на централната банка во постигнувањето на нејзините монетарни цели, во кој случај правило може да значи математичка равенка која помага во одредувањето на секојдневната политика, во среден или во подолг рок, а во смисла на нејзиниот оперативен таргет. Овде, оптималните правила се дефинирани во смисла на постигнувањето на задачите како што се ценовната стабилност или стабилност на производот/вработеноста. Во областа на монетарните правила, оптимално правило, како што ќе видиме, значи најдобро можно правило за постигнување на таргетот или целта во модел кој тесно ги пресликува условите во реалниот свет. Дискреција едноставно значи слобода да се оптимизира политиката секој пат кога се има нова информација, отфрлајќи го или неспроведувајќи го оригиналното правило. Со други зборови, оригиналното правило со нови информации не е повеќе оптимално. Условите за неследење на правилото кога нова информација е достапна е дефиниција на временската непостојаност.

Конечно, треба да дефинираме две ситуации во кои дискрецијата доведува до несогласување врзано за долгорочниот таргет на монетарната политика познато како инфлациска склоност и стабилизациска склоност. Разликата (несогласувањето) помеѓу актуелната просечна инфлација предизвикана од акциите на централната банка преземени поради временската непостојаност и инфлацискиот таргет се нарекува *инфлациска склоност*. Кога централната банка ветува подолгорочно да одржува ниска инфлација со спроведување на рестриктивна монетарна политика, ефектот е намалување на инфлацијата, но и пониска идна инфлација. Со дискреција, кога е осигурена пониската инфлација централната банка нема силен поттик да ја спроведува ветената рестриктивна политика. Ако таа политика е отфрлена, (и е прекршено правилото) се појавуваат повисоки инфлациски очекувања кои имаат влијание врз барањето на домаќинствата и бизнисите за повисоки плати и цени. Тоа води до невработеност и нестабилност. Ефектот на временската непостојаност која води до повисока инфлациска варијабилност се вика стабилизациска склоност затоа што централната банка ја губи својата способност да влијае врз инфлациските очекувањата и во краен случај инфлацијата (Денис, 2003, стр. 1-3).

Правила наспроти дискреција: традиционалната теорија

Објаснувањето на традиционалната теорија за дебатата помеѓу правилата и дискрецијата е пократко поради дистанцата од сегашното подразбирање на проблемите со временската непостојаност и таа дебата. Во едноставни термини, главната поента на традиционалната теорија е неверувањето во институцијата на централната банка. Базирана е на претпоставка дека креаторите на политиката не се добро квалифицирани или не се заинтересирани за максимизирање на општествената благосостојба. Старата литература опишува недостаток на знаење (економско знаење), влијание на заинтересираните групи и јавното мислење кое ги мати одлуките на централната банка. Решението за таквиот ризик е опишано како почитување на правилата поставени од страна на централната банка. Ако тоа е случај, овие правила мора да бидат мошне едноставни, стабилни и доволно флексибилни да се справат со разните шокови (Бофингер, 2001, стр. 166-167). Решенијата од традиционалниот приод, најпознати по Милтон Фридман, се да се воспостави автоматски механизам во нерегулираната економија.

Алтернативата е дискрециски избор на политика од страна на централната банка кој во овој поглед ќе донесе инфериорни резултати. Причината е дека креаторите на политиката немаат доволно знаење (на пример: за трансмисиониот механизам), компетентност, или нема да ги подобрат резултатите на автоматскиот механизам (Блиндер, 1999). Очигледно, решението на таквиот проблем, освен со надворешни правила, е да се има адекватен статут или закон за централната банка. Модерните централни банки користат многу монетарни правила, едноставни или поинакви, кои можат да се остават настрана ако постојат непредвидени шокови во економијата. Оваа флексибилност и дава на централната банка доверба дека нивното водење на монетарната политика е базирано на задоволувачко ниво на научно знаење да се избегнат проблемите кои доаѓаат со употреба на дискреција. Штом традиционалните претпоставки беа доволно оспорени, нови теории ја доведоа дебатата на правилата наспроти дискрецијата повторно во фокус, но овој пат базирано на нови теоретски претпоставки.

Теоријата на временската непостојаност

Проблемот со временска непостојаност стана повидливо студиран со доаѓањето на револуцијата на рационалните очекувања во 1970 година следејќи ги теориите на Лукас (1976). Главните извори за теоријата на временската непостојаност во монетарната политика се Кидланд и Прескот (1977), Калво (1978) и Баро и Гордон (1983). Тие ја развиваат идејата дека монетарната политика треба да има спремна реакција за промените во информативните варијабли кои го прават монетарните правила активни. Други извори за теориите поврзани со временската непостојаност ги вклучуваат: Фишер (1988), Стокеј (2003), Крочет (1994), Атеј ет ал. (2005), Бофингер (2001), Мишкин (2009) и Тејлор (1993). Други додатни извори кои се искористени за подобро разбирање на проблемот и решенијата кои се понудени се текстовите на Енгландер (1991), Денис (2003) и Блиндер (1999).

Со теоријата на временската непостојаност, основната претпоставка на традиционалната дебата повеќе не е валидна. Претпоставките на приодот со временската непостојаност се дека постои перфектно знаење од сите страни (потполни информации се достапни за сите) за начинот на кој економијата оперира и дека владата, централната банка и јавноста имаат истоветни цели (вклучувајќи ги социјалните цели). Третата претпоставка е дека сите имаат рационални очекувања (види во Кидланд и Прескот, 1977, Баро и Гордон, 1983, Блинтер, 1999). Аргументот на теоријата е дека дури и со овие претпоставки (кои во суштина ги задоволуваат поговорите од традиционалната теорија) дискрецијата треба да биде ограничена поради можноста за временска непостојаност.

Во смисла на формална дефиниција, временската непостојаност опишува ситуација каде што со текот на времето политиките кои беа одредени како оптимални вчера не се повеќе перципирани како оптимални денес. Важен аспект на дефиницијата е дека овие, сега неоптимални политики, не се спроведуваат (Денис, 2003, стр. 1). Проблемот како што е опишан во литературата е дека монетарната политика водена по основа на дискреција доведува до слаби долгорочни резултати, имено, повисока инфлација. Накратко, временската непостојаност лесно може да створи висока инфлација. Исто така, инфлацијата не е единствената варијабла кој е под влијание на временската непостојаност. Временската непостојаност, исто така, може да влијае врз одлуките поврзани со шокови и како ресурсите се алоцирани во времето (Денис, 2003,

стр. 1). Овој дел ќе покаже како, според теоријата, временската непостојаност го стеснува опсегот на опции за централната банка.

Оптималната монетарна политика, според Мишкин (2009, стр. 9), не треба да се обидува да ја експлоатира краткорочната размена помеѓу вработеноста и инфлацијата со поставување на прекумерно експанзивна политика затоа што одлуките за платите и цените ги отсликуваат очекувањата за политиката од страна на работниците и на претпријатијата. Кога тие ќе согледаат дека централната банка води експанзивна политика, работниците и претпријатијата ќе ги зголемат своите очекувања за инфлацијата и ќе ги придвижат платите и цените врз таа основа. Цената на работната сила во тој случај има потенцијал да влијае врз генералното ниво на цените доведувајќи до инфлација без придобивка од зголемено производство. Аргументот на временската непостојаност е дека централната банка со тек на време ќе води експанзивна монетарна политика и тоа над очекувањата да го зголеми националниот производ во краток рок. Оригиналниот план, опишан како оптимален, е временски непостојан во смисла дека централната банка не може да го следи поради тенденцијата да ја менува својата политика, промените во економијата, економските услови итн. Во теорија, решението за временската непостојаност е постоењето на долгорочен план за стабилност и централна банка која е обврзана да спречи краткорочна експанзивна политика. Пред да разгледаме некои од проблемите со теоријата и да можеме да донесеме заклучоци за истата потребно е да ја сумираме теоријата според литературата.

Моделот на Кидланд и Прескот (1977)

За Кидланд и Прескот (1977) политиката е постојана ако ги игнорира ефектите на (очекуваните) актуелни политики на одлуките од минатото, а ефектите од минатите одлуки врз функцијата на социјалните цели во било кое време. Постојана политика е оптимална само доколку двата ефекти кои се еднакви на нула (Кидланд и Прескот, 1977, стр. 475-476). Според Кидланд и Прескот (1977) постојана монетарна политика не е оптимална монетарна политика, и обратно, оптимална политика не е временски постојана. Сè додека централната банка има поттик да ги оптимизира своите одлуки во кое било време, и постои дискреција, одлуките ќе бидат помалку од оптимални.

Кидланд и Прескот (1977) го критикуваат користењето на теоријата на оптимална контрола и тврдат дека таа не може да биде соодветна алатка за економско планирање. Тие ја поистоветуваат оптималната контрола со дискрециска акција во која одлуките,

како и во теоријата на оптимална контрола, се избираат врз база на најдобрата акција соодветно со моменталната ситуација. За креаторите на политиката ова е оптималното решение. Проблемот, според Кидланд и Прескот (1977) е што ова оптимално временски непостојано решение ќе доведе до инфлација. Според нив, тоа може да се поправи со потпирање на некои од монетарните правила.

Причините зашто контролната теорија не е во согласност со динамичните економски системи според оваа теорија се дека таа зависи од сегашните и минатите одлуки и од сегашните услови. Меѓутоа сегашните одлуки на економските агенти зависат делумно од нивните очекувања за идните акции (Кидланд и Прескот, 1977, стр. 474). Аргументот е, според тоа, базиран на претпоставката дека очекувањата се до некој степен базирани на рационални очекувања. Второ, одлуките базирани врз оптимални правила варираат систематски со промените на релевантните информации. Во тој случај, која било промена во политиката ќе ја промени структурата на оптималните правила (види во Лукас, 1976). Во смисла на практиката на монетарната политика, она што изгледа разумна политика, базирана на сегашната ситуација, води до превисоки стапки на инфлација без какво било намалување на невработеноста. Специфично, инфлацијата е резултат на централната банка која не го зема предвид ефектот на нејзината политика врз сегашните одлуки на економските агенти (Кидланд и Прескот, 1977, стр. 481). Тие ги вклучуваат овие ефекти во нивните одлуки и ако се потсетиме дека политиката со потполни информации (без неочекувана инфлација) само го менува нивото на цените, ги прават ефектите на монетарната политика врз производот занемарливи.

Кидланд и Прескот дојдоа до следните заклучоци: (1) контролната теорија не е соодветна алатка за динамично економско планирање, затоа што сегашните одлуки на економските агенти зависат од очекуваната идна политика, а тие очекувања исто така зависат од одбраните политики. (2) Ние немаме добра економска теорија за флуктуациите така што активна стабилизација може да биде опасна. (3) Креаторите на политиката треба да ги следат правилата наместо да се раководат со дискреција затоа што тоа доведува до одлуки кои се најдобри за сегашната ситуација, но водат кон помалку од оптимално планирање или економска нестабилност. (4) Треба да избереме политика базирана на проценување на алтернативни правила со добри оперативни карактеристики базирани на економската теорија. (5) Најдобриот институционален аранжман за централната банка е да постои закон за монетарни правила кои се едноставни, лесни за разбирање и лесни за мерење. Непостојаноста на оптималната

теорија стана појдовна точка за понатамошно истражувања од кои Баро и Гордон (1983) се највлијателен сегмент од литературата.

Моделот на Баро и Гордон (1983)

Како и Кидланд и Прескот (1977), Баро и Гордон (1983) истакнуваат дека како оптимална опција, дискреционите креатори на политиката ќе изберат да создадат неочекувана инфлација која можеби ќе ја намали невработеноста и ќе ги зголеми владините приходи. Тие, исто така, претпоставуваат дека очекувањата се формираат рационално и наоѓаат дека резултатот е прекумерна стапка на монетарен раст и инфлација. Трето, тие веруваат дека резултатот од монетарната политика може да се подобри ако изборот во идната политика е водена соодветно на правилата.

Баро и Гордон (1983), исто така, додаваат дека овие стапки зависат од наклонот на Филипсовата крива, стапката на природна невработеност и други варијабли. Монетарните власти во нивната теорија се однесуваат контрациклично, а монетарната политика нема ефект врз невработеноста. Како Кидланд и Прескот, и Баро и Гордон нагласуваат дека обврските за политиката, што се сведуваат на долгорочни договори помеѓу владата и приватниот сектор, го оправдуваат аргументот за правилата над дискрецијата (Баро и Гордон, 1983, стр. 589).

Описот на моделот на Баро и Гордон (БГМ) содржи неколку други претпоставки. Централната банка е совршено способна да го менува економскиот процес и има исти социјални функции како другите економски агенти. Затоа што БГМ е базиран на теоријата на играта потребно е да ги дефинираме играчите и нивната слобода да дејствуваат. Под БГМ постојат два играчи, централната банка и економските агенти (приватниот сектор). Економските агенти имаат само еден акциски параметар, инфлациските очекувања. Централната банка има комплетна дискреција во својот избор на стратегија во кое било време. Претпоставката го вклучува начинот на кој моделот работи: централната банка ја објавува својата оптимална стратегија во одредено време t_0 (пред формирањето на очекувањата), а економските агенти ги формираат своите инфлациски очекувања и го заклучуваат изборот (претпоставката е дека ова е договор за номиналните плати). Двата играчи имаат перфектни информации за стратегијата на другиот играч. Поради тоа што централната банка оперира при дискреција, таа не е обврзана да ја следи иницијалната стратегија во времето t_1 откога економските агенти ќе одлучат за нивните очекувања. Временската непостојаност се случува ако

оптималната стратегија во времето t_0 не е повеќе оптимална во времето t_1 (Бофингер, 2001, стр. 177).

Моделот има три главни компоненти: општествената функција (Z), која треба да биде минимализирана, стапката на невработеност (U), која треба да биде под минималната природна стапка и инфлациската стапка (π), која во БГМ е секогаш позитивна при дискреција. Со други зборови, моделот ја вклучува Филипсовата крива (модифицирана за очекувањата) и содржи оптимална монетарна политика со дискреција. Тежината дадена на невработеноста е дадена со параметарот b. Општествената функција во поедноставениот БГМ модел, прикажана во Бофингер (2001), е следнава:

$$Z = b(U - U^*)^2 + \pi^2 \qquad \text{со} \quad b > 0 \tag{3}$$

Во функцијата, општествениот трошок е претставен како: (1) актуелната невработеност (U) која отстапува од таргетираната стапка на невработеност (U^*). Отстапувањето е квадрирано затоа што какво било отстапување, позитивно или негативно, има општествен трошок; (2) Актуелната инфлација (π) која отстапува од таргетираната инфлација (π^*), која е претпоставена како нула инфлација. Инфлацијата е квадрирана од истата причина како разликата помеѓу актуелното и таргетираната невработеност, затоа што има општествен трошок.

Општествениот трошок е, според тоа, минимален кога нема отстапување во ниеден од факторите. Повисоката вредност на тежината b ќе покаже тенденција кон стабилизација на производството (невработеноста ќе биде поважна). Бофингер (2001, стр. 178) дава две различни криви да ја објасни важноста и магнитудата на еден од варијаблите на Филипсовата крива во однос на тенденцијата кон другата варијабла. Централната банка ќе покаже поголема склоност кон намалувањето на невработеноста по цена на повисоката инфлација, доколку е поголема стапката на невработеност. Факторот b ќе го одреди обликот на кривата.

Според БГМ, актуелната стапка на невработеност U_t, која ја претставува состојбата на вистинските активности, е еднаква на природната стапка U_t^n, плус термин кој зависи негативно од истовремената неочекувана инфлација $\pi_t - \pi_t^e$ да се добие (Баро и Гордон, 1983, стр. 592):

$$U_t = U_t^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e), \qquad \alpha > 0. \tag{4}$$

Во БГМ, актуелната стапка на невработеност се одвојува од природната стапка само ако инфлациската стапка не е исправно очекувана од страна на економските агенти ($\pi^e \neq \pi$). БГМ, меѓутоа, претпоставува перфектна информација. Претпоставува дека таргетот за стапката на невработеност (U^*) е пониска од природната стапка U_t^n или ја поставува равенката $U^* = kU_t^n < U_t^n$, со $0 < k < 1$. БГМ ја дефинира $k = 1$ како критериум за ефикасноста што е соодветен на ситуацијата во која нема надворешни ефекти. Затоа што Гордон и Баро сметаат дека некои постоечки искривувања во економијата (како што се надоместокот за невработеност, оданочувањето, итн.) е потребно да се постави активна политика потребна за БГМ да работи, тогаш $k < 1$. Приватно избраниот квантитет на производот и вработеноста има тенденција на опаѓање, а стапката на природната невработеност - тенденција да го надмине нивото на ефикасност (Баро и Гордон, 1983, стр. 593, Калво, 1978, стр. 1419).

Да се дојде до позитивна инфлација со помош на дискреција, предуслов за временската непостојаност, мораме да го следиме размислувањето во БГМ во кое се доаѓа до оптимална политика во секој еден период. Прво, Баро и Гордон ја поставуваат општествената функција која ги содржи претпоставките за стапката на невработеност под нивото на природната стапка:

$$Z = \{b[(1-k)U^n - \alpha(\pi - \pi^e)]^2 + \pi^2\} \quad (5)$$

Потоа, тие го изведуваа таргетот за инфлацијата кој ја минимизира општествената функција:

$$\pi^* = \frac{ab(1-k)U^n}{1+a^2b} + \frac{a^2b}{1+a^2b}\pi^e = \phi(\pi^e) \quad (6)$$

Според равенката, вредноста на оптималната инфлациска стапка зависи од очекуваната инфлација. Централната банка ќе таргетира позитивна инфлација ако економските агенти тоа го очекуваат. Понатаму, дури и ако очекуваната инфлациска стапка е нула, оптималната инфлациска стапка е позитивна затоа што $(k < 0)$ и двата параметри, а и б, и природната стапка на невработеност U^n, се позитивни. Соодветно, централната банка секогаш таргетира позитивна инфлациска стапка за да постигне позитивен ефект во вработеноста, таканаречената инфлациска склоност (Бофингер, 2001, стр. 181).

Според претпоставките на моделот, ако оптималната стратегија на централната банка во времето t_0 е изразено како нула инфлација ($\pi^e = 0$), и економските агенти го прифатат ова ниво во нивните очекувања, инфлациската стапка (пред формирањето на очекувањата) ќе биде:

$$\pi_s = \frac{ab(1-K)U^n}{1+a^2b} \quad (7)$$

Затоа што инфлацијата е позитивна и ја надминува очекуваната инфлација, ова е ненадејна инфлација. Економските агенти ќе формираат очекувања базирани на оваа информација ($\pi^e = \pi^*$). Со рационални очекувања централната банка го оптимизира новиот инфлациски таргет (π_{rat}):

$$\pi_{rat} = ab(1-k)U^n \quad (8)$$

Тогаш, со рационални очекувања на економските агенти, инфлацијата ќе биде дури и повисока отколку со нула очекувања за инфлацијата. Затоа што економските агенти, со перфектни информации, имаат точни очекувања за инфлацијата (нема ненадејна инфлација), централната банка не може да ја намали невработеноста под природната стапка. Стапките на инфлацијата и невработеноста се повисоки, отколку со ненадејна инфлација. Општествениот трошок на таргетот, според рационалните очекувања за инфлацијата е повисок:

$$Z_{rat} = b(1+a^2b)[(1-k)U^n]^2 \quad (9)$$

Според моделот БГМ, општествениот трошок може да се намали со стриктно правило кое одредува дека инфлациската стапка мора да е еднаква на таргетното ниво со вредност од нула ($\pi_{rule} = 0$). Затоа што новото правило го намалува општествениот трошок на инфлацијата, општите општествени трошоци се пониски од случајот со рационалните очекувања. Крајната функција на загубата во благосостојбата е следната:

$$Z_{rule} = b[(1-k)U^n]^2 \quad (10)$$

Како и во сите други теории и модели базирани на временската непостојаност моделот на БГМ наоѓа дека ненадејната инфлација е оптималната опција за централната банка, следена од правилата и рационалните очекувања (под дискреција). Во смисла на решенијата $Z_s < Z_{rule} < Z_{rat}$. Според БГМ, егзогеното монетарно правило е потребно за да се дојде до најдобриот институциски аранжман. Дискрецијата е најмалку преферирана како аранжман затоа што доведува до најголем општествен трошок. Една од предностите на БГМ е што предвидува дека k<1. Теоретската поддршка за тој дел на теоријата постои и во Калво (1978). Другите претпоставки се помалку реалистични.

Моделите на Кидланд и Прескот (1977) и Баро и Гордон (1983) се база за скоро сите дискусии во литературата во врска со темата на временската непостојаност. Добри модели и текстови пред Баро и Гордон се Калво (1978) и Ауернхеимер (1974). Разликите во моделите и толкувањето на теоријата имаат мали варијации. Причините за временската непостојаност, на пример, во Кидланд и Прескот (1977, стр. 474) можат да

бидат промените во социјалните цели или промена на администрацијата. За Ауернхеимер (1974, стр. 598) причината е максимизирање на приходите за владата. За Калво (1978, стр. 1420) причината се природата на побарувачката на пари и фактот дека издавањето на парите, генерално, укажува на употреба на несоодветни даноци. Во сите случаи, клучниот елемент е формирањето на рационалните очекувања од страна на економските агенти базирано на институционалната рамка и одлуките на централната банка во својата монетарна политика.

За детален опис на теоријата на игри како што е применета во временската непостојаност можеме да се потпреме на Енгландер (1991, стр. 67-69). За тој што одлучува за монетарната политика најдобрата опција е да се зголеми инфлацијата кога јавноста не очекува инфлација. Најлошата опција е да се направи дезинфлација кога постојат инфлациски очекувања за висока инфлација, во случај кога тоа ќе произведе загуба во националниот производ. Резултатите кои се постигнати во рамнотежа се кога политиката и очекувањата на јавноста не се инфлациски. Оттука, дискреционата акција од владата ја прави стратегијата на висока инфлација доминантна.

Еден од проблемите со моделите како што е БМГ е недостатокот на координација помеѓу играчите. Затоа што претпоставката за одредените очекувања и појавата на ненадејна инфлација, произведена од централната банка, ситуацијата е слична на таканаречената „затвореничка дилема“, во која резултатите без соработка помеѓу играчите е веројатно инфериорна од таа со соработка (Енгландер, 1991, стр. 6).

Проблеми со теоријата на временската непостојаност и некои заклучоци

Претпоставките во моделите со помош на временска дистанца изгледаат површни. Разбирањето на проблемот и неговата важност бараат повнимателно испитување на претпоставките и поинтензивна употреба на методи кои ја користат теоријата на игри. Теоријата исто така има недостаток на емпириски истражувања. Исто така, главна претпоставка продолжува да биде тоа што јавноста формира очекувања за економијата и монетарната политика базирано на рационална основа гледајќи нанапред и располагајќи со целокупното знаење. Некои од прашањата во врска со рационалните очекувања ќе бидат разгледани во дискусијата за каналите на монетарната политика и таргетните режими подолу во текстот.

Овде прво може да се забележи дека Кидланд и Прескот (1977) и Баро и Гордон (1983), како и други поддржувачи на правилата, ги опишуваат рационалните очекувања

како клучни за нивните аргументи поврзани со временската непостојаност. Тие исто така сметаат дека рационалните очекувања не е потребно да бидат потполно оформени, само присутни како би овозможиле моделите да работат (Кидланд и Прескот, 1977, стр. 474). Второ, поради несиметрични информации помеѓу централната банка и јавноста, меѓу другите работи, теоријата на рационалните очекувања е предмет на критика. Теориите кои ја поддржуваат Филипсовата равенка изменета со воведување на очекувањата, исто така ги поддржуваат адаптивните очекувања. Ограничената рационалност е друга варијација на теоријата на очекувањата, во која е потребен голем шок во економијата за економските агенти да формираат рационални очекувања. Во овие подоцни теории, очекувањата се формираат главно базирано на адаптивните очекувања, или со други зборови, нешто многу послабо од рационалност. Ова е само еден од теоретските проблеми со теоријата на временската недоследност. Блиндер (1999, стр. 22) опишува три приговори на временската недоследност кои се наоѓаат во стандардната литература. Прво, теоријата не ја зема предвид историјата на централната банка во врска со инфлацијата. Очигледните практични причини на инфлацијата можат да бидат најдени во многуте шокови во индустриските економии, како што се војната во Виетнам, нафтените шокови и крајот на аранжманот на Бретон Вудс. Баро и Гордон (1983), меѓутоа, ги најдоа причините за високата инфлација во теоријата на временската недоследност. Причината за недоследноста е еднакво во игра. Теоријата на игри претпоставува оптимално однесување на централната банка, занемарувајќи ги шоковите во економијата или алтернативните мотиви за однесувањето на централната банка освен правилата или максимизирањето на општествената благосостојба. Два други фактори кои излегуваат во поновите прегледи на теоријата се репутацијата на централната банка и неправилно раководење со монетарната политика (Стокеј, 2003, стр. 11). Првиот фактор може навистина да биде зајакнат со правила и транспарентност. Вториот е зависен од механизмот за намалување на можноста за неправилно раководење. Можно е дека во периодот пред 1980-те имаше недостаток на познавање на трансмисиониот механизам на монетарната политика кое води кон неправилно раководење. Од раните 1980-ти теоријата станува сè помалку убедлива. На пример, ФРС во САД успеа да ја намали инфлацијата со значајна дискреција.

Второ, претпоставката за перфектна контрола на инфлацијата или невработеноста, едноставно не е реална. Со други зборови, кога инфлацијата ќе се промени, јавноста и централната банка не можат да бидат сигурни дека тоа е заради политиката на централната банка. Информацијата или знаењето за монетарниот

трансмисиски механизам не се доволни за да доведат до кој било степен на цврста контрола над економските варијабли. Ова може исто така да биде причината зашто рационалните очекувања не се подобни за дефинитивни претпоставки.

Третата забелешка е дека претпоставката за таргетирање на невработеност која е помала од природната стапка е лесно отфрлена од страна на централните банки кои сметаат дека таа е едноставно не е применета. БГМ претпоставката дека k<1 или дека централната банка се стреми кон kU^* е клучна претпоставка за моделот да работи во теорија. Во праксата, централните банки можат едноставно да го таргетираат U^*. Моделот претпоставува оптималност која нема практично значење затоа што се подразбира дека целта која е под нивото на природната невработеност е инфлациска и дека не се применува, со или без дискреција.

Главниот аргумент е дека проблемите со временската непостојаност можат да бидат лесно решени во пракса и не само со промена на институциската рамка или правилата, но исто така со едноставно логично размислување од страна на централната банка. Централната банка го избегнува проблемот на непостојаноста користејќи дискреција. Вистинскиот проблем што може да предизвика дискрециско однесување кое води до константна инфлација е проблемот со репутацијата на централната банка, сериозни економски шокови и некомпетентност на централната банка. Репутацијата на централната банка, како што ќе биде дискутирано во разни делови од дисертацијата, е заработена со постигнување на ниско ниво на инфлација. За економските шокови, ако ништо друго, е потребна поголема дискреција и привремено суспендирање на правилата кои се користени од монетарната политика. Некомпетентноста на централната банка е институционален проблем кој може да биде санкциониран со диверзификација на функциите на персоналот во централната банка во која постојат адекватни контроли и стручност.

Други предложени решенија за проблемот со временската непостојаност се кредибилноста на монетарната политика која ќе се претвори во влијание врз очекувањата. Второ, институционалната рамка може да биде структуирана со договори опишани по принципите на „принципал-агент“ - теоријата кои имаат формална цел и структура за спроведување и кои ѝ даваат на централната банка значајна, но ограничена мерка на независност. Блинтер (1999, стр. 25) сугерира дека централните банки се често на спротивната страна кога е во прашање инфлациска склоност, со политичарите кои се тие што се соочени со искушение од видот опишан во Кидланд-Прескот. Третата поента може да биде да се именуваат конзервативни централни банкари чија цел е ценовна

стабилност. Овие и други решенија за проблемот со временската непостојаност очигледно зависат од обезбедување на соодветно ниво на независност за централната банка и од тоа да се бара од нив одговорност за целите на монетарната политика.

Независноста и одговорноста на централната банка

Проблемот со временската непостојаност самиот за себе не подразбира дека централната банка ќе води експанзивна монетарна политика која води до инфлација (Макалум, 1995, стр. 1). Централната банка има опција да води политика која ќе го препознае и која ќе се справи со проблемот со тоа што ќе ја извести јавноста дека не планира да ги стимулира производот или вработеноста над нивото согласно со стабилната инфлација. Така изразената обврска е централниот принцип зад инфлациското таргетирање и ја намалува или ја елиминира инфлациската склоност (Мишкин, 2009, стр. 10).

Меѓутоа, решавањето на проблемот со временската непостојаност со обврзување кон цврсто монетарно правило ја спречува централната банка во водењето на поагресивна експанзивна политика во услови на низок национален производ и вработеност. Најпосакуваното институционално решение за проблемот е да дозволи адекватна независност на централната банка за таа да може да води антиинфлациска монетарна политика заснована на правила. Овде се наведени причините за независност на централната банка во смисла на постигнување на целите на монетарната политика и двете главни дефиниции (или видови) на независност: целна и инструментална независност.

Независноста на централната банка, за возврат, го покренува важното прашање на одговорност. Генерално, одговорноста на централните банки е поставена во однос на транспарентност. Централната банка е одговорна на владата (и јавноста) за постигнувањето на своите таргети и дава информации поврзани со постигнувањето на целите, а исто така, и значењето на својата политика за вистинскиот економски раст и нивото на вработеност. Оваа информација е често достапна на јавноста затоа што транспарентноста на процесот и објавувањето на релевантните податоци и одлуки е дел од растечки тренд. Единствениот аспект на одлучувањето на централните банки кој беше полу скриен од јавноста до скоро беше намерата на централната банка во поставувањето на краткорочните каматни стапки. Иако информацијата не беше лесно

достапна, беше лесно изведена од анализите и од акциите преземени од страна на централните банки.

Првата теорија поврзана со независноста на централните банки е базирана на моделот на конзервативниот централен банкар развиена од Рогоф (1985). Неговите заклучоци се следните:

> „Општеството понекогаш ќе се подобри со именување на централен банкар кој не ја дели функцијата на општествената цел, но наместо тоа придава „преголема“ тежина на стабилизирање на инфлацискатa стапка релативно на стабилизација на вработеноста. Иако постои таков агент на чело на централната банка таа ја намалува временски постојаната стапка на инфлација, го потценува зголемувањето на варијабилноста на вработеноста кога шоковите во понудата се големи. ...идеалниот агент и дава големо, но ограничено значење на инфлацијата.“ (Рогоф, 1985, стр. 1169)

Моделот на Рогоф (1985) може да биде карактеризиран како скоро комплетна целна и инструментална независност со релативно малку одговорност. Последицата е дека централната банка би била и формално предмет на односот принципал/агент во кој за разлика од првичната теорија нема потреба од надгледување на централната банка или од пенали за неуспехот на монетарната политика. Едноставно, доволно е да се постави институција која е против инфлацијата за да се постигне посакуваниот инфлациски резултат (Браулт, Халдејн и Кинг, 1996, стр. 65). Недоволната одговорност во овој модел е проблематична затоа што демократската контрола на централната банка и процесот на монетарната политика е од големо значење за индустриските земји.

Од оваа причина, две следни истражувања, од Лохман (1992) и Валш (1995), се занимаваат со прашањето на демократската контрола. Двата извори го користат стандардниот модел на Рогоф (1985) и даваат додатни сугестии за да го решат проблемот со временската непостојаност и проблемите со правилата наспроти дискрецијата. Двете истражувања се стремат да го подобрат оптималниот дизајн на институциите на централните банки. Со други зборови, тие посочуваат на решенија на ниво на институционалната рамка.

Според Лохман (1992), владата ѝ дава делумна независност на централната банка на чело со конзервативен банкар, кој ѝ дава поголема тежина на стабилноста на инфлацијата отколку владата. Ако владата ја задржи опцијата да ја оспори одлуката на

централната банка со одредена цена, ја поттикнува централната банка да спроведе нелинеарно правило: „Во нормални времиња, централната банка ја поставува инфлациската стапка независно и со дискреција. Во екстремни ситуации, централниот банкар спроведува флексибилна излезна клаузула: што е поголем производствениот шок, тоа е поголема веројатноста централната банка да го усвои барањето на владата екс-пост да не биде оспорена во својата одлука“ (Лохман, 1992, стр. 273). Ова претставува хибридна верзија на моделот на Рогоф која инволвира еден вид одговорност каде што централната банка има делегирана одговорност за монетарната политика, но во случај на значаен шок одговорноста ја презема владата. Оваа клаузула влијае врз однесувањето на централната банка и ја прави попретпазлива во врска со резултатот на нејзините акции. Тоа води до подобрувањето на благосостојбата (Браулт, Халдејн и Кинг, 1996, стр. 65).

Валш (1995) ги испитува поволностите на владата наспроти централната банка (на ниво на институционален дизајн) со цел да се елиминира инфлациската склоност од дискреционата монетарна политика, а во исто време се заштитува можноста централната банка да реагира со дискреција базирано на нови информации (Валш, 1995, стр.152). Владата поставува договорни ограничувања за независноста на централната банка со цел да ја намали склоноста спрема инфлацијата. Валш сугерира главно два вида договори: договори за инфлациската склоност и непотполната стабилизација и договори базирани на постигнување. Во овој случај договорот помеѓу владата (принципалот) и централната банка (агентот). Првиот вид контакт е линеарниот данок врз централната банка за секоја инфлација повисока од инфлациискиот таргет. Централната банка исто така би добила линеарна субвенција ако инфлацијата е под таргетот и ако ја елиминира инфлациската склоност додека во исто време постигнува оптимална реакција на шоковите (Валш, 1995, стр. 154).

Крајниот резултат е сличен со инфлациското таргетно правило предложено од Свенсон (1995, стр. 28-29): „Постојан (независен) линеарен инфлациски договор и константен инфлациски таргет се сèуште еквивалентни“. Свенсон додава: „И двете можат да ја решат просечната инфлациска склоност, но тие не можат да ја решат наклоноста која е зависна од државата. Тие исто така не можат да ја намалат високата инфлациска варијабилност која се појавува со дискреција“. Под овие услови централната банка има комплетна инструментална независност, но малку целна независност, затоа што целите за инфлацијата се напишани во условите на договорот од страна на владата (Браулт, Халдејн и Кинг, 1996, стр. 56).

Според овие теории можеме да разликуваме помеѓу два вида дефиниции на независноста на централните банки, целна и инструментална независност. Целната независност бара владата да нема директно влијание врз целите на монетарната политика. Теоријата изнесена од Рогоф (1985) е во согласност со оваа дефиниција. Со инструменталната независност централната банка е во можност да ги постави оперативните цели како што се нивото на краткорочните каматни стапки без мешање. Свенсон (1995), Валш (1995), и до некој степен Лохман (1992), претставуваат модели на инструментална независност на централната банка. Во поново време инструменталната независност вклучува три важни елементи: контрола на краткорочната каматна стапка, контрола на девизниот курс и рестрикции за владиниот кредит на централната банка (Бофингер, 2001, стр. 213). Трет вид, индивидуална независност, подразбира дека комитетот или внатрешното тело кое донесува одлуки во централната банка е во позиција да се спротивстави на формалните директиви исто како и неформалните притисоци од владата (Бофингер, 2001, стр. 213).

Независноста на централната банка стана важен елемент во потрагата по оптимална институционална рамка за многу од индустриските земји. Емпириските докази покажуваат позитивна поврзаност помеѓу повеќе независност на централните банки и ценовна стабилност. Причинско-последичните односи се многу потешки за докажување. Некои академски текстови, како што е Свенсон (1995, стр. 28) подразбираат дека причината за успехот е доволно нискиот инфлациски таргет наместо повисокото ниво на независноста на централната банка. Исто така можеме да забележиме дека голем дел емпириски студии не успеваат да најдат значајна врска помеѓу независноста на централната банка и средната вредност или варијабилноста на производствениот пораст или вработеноста (Браулт, Халдејн и Кинг, 1996, стр. 64). Ова значи дека главната причина за независноста на централната банка нејзината вредност во намалувањето на инфлацијата отколку било што друго. Можеме да дојдеме до позначаен заклучок само со посебното истражување на индустриските земји.

Денес, институционалните рамки во некои од земјите дозволуваат либерален износ на целна независност, комбинирана со формално владино надгледување, како во случајот на САД или го задржуваат поставувањето на целите за владата, давајќи значајна инструментална независност на централната банка, како во случајот на Обединетото Кралство (ОК). Второ, како што ќе биде објаснето подоцна, институционалните рамки во сите случаи се обидуваат да го намалат политичкото влијание врз монетарната политика со креирање на различен период за мандатите на централните банкари од тие

на политичарите. Именувањето истомисленици како централни банкари од владите е сè уште привилегија (прерогатив) и важен елемент на контролата за владата во повеќе случаи.

Темата за независност на централната банка и нејзините цели во монетарната политика се појавуваат често во водењето на монетарната политика на индустриските земји во дисертацијата. Уште една тема од клучно значење за финансискиот систем е улогата на централната банка како издавач на парите и како позајмувач во краен случај. Но, таа тема не е детално истражена во овој дел од дисертацијата поради тоа што вниманието е врз монетарната политика како главна преокупација на централните банки.

СТРАТЕГИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

Стратегијата во монетарната политика на централната банка може да биде опишана како составена од два дела: (1) макроекономскиот модел на трансмисиониот механизам кој го има замислено централната банка, или нејзиното верување за тоа како оперативниот таргет, показните варијабли, посредните таргети и случајните шокови се поврзани со финалниот таргет и (2) начинот на кој централната банка, во тој модел, го варира оперативниот таргет базирано на новите информации и како комуницира со јавноста со цел да изврши влијание врз посредните и/или крајните таргети (види во Биндсеил, 2004).

Освен макроекономскиот модел на трансмисиониот механизам и соодветната спроведувачка стратегија, стратегијата на монетарната политика вклучува елементи како што се монетарните правила, користењето на посредните таргети, индикативните варијабли и таргетните правила или рамки кои помагаат во креирањето на задачите во монетарната политика. Сите тие се делови на единствен концепт на стратегија користена за да се постигне крајната цел на монетарната политика. Поради поедноставување, и да се оформи структура за паралелно истражување на теоријата и водењето на монетарната политика, овие елементи на стратегијата се групирани во единствена категорија која може да се именува како „методологија“. Терминот ги опишува методите со кои централната банка ги постигнува крајната цена на монетарната политика.

Методологијата го одговара прашањето како централната банка работи во теорија, но и како ја води монетарната политика во пракса.

Исто така, е потребно да се дефинира разликата помеѓу трите нивоа на таргети (оперативен, посреден и финален) како и другите варијабли, како што се индикативните (информациски) варијабли. Индикативна варијабла е економски показател кој во моментот кога е набљудуван содржи вредни информации за тоа како централната банка треба да го прилагоди нивото на оперативната таргетна варијабла за да го постави финалниот таргет што попрецизно. Како илустрација, можеме да ги земеме како пример монетарните (паричните) таргети. За време на 1980-те индустриските земји ја напуштија стратегијата на монетарното таргетирање. Кога тоа се случи, монетарните агрегати кои се сметаа за посредни таргети станаа индикативни варијабли. Во пракса, постои континуитет помеѓу екстремите на чисти индикативни варијабли и чисти посредни таргети (Биндсеил, 2004, стр. 10).

За подобро да се организира дискусијата за монетарната стратегија, овој дел испитува четири елементи кои се важни за креирање на монетарна стратегија: каналите на трансмисија во монетарната политика, правила на монетарната политика, таргетните режими и спроведувањето на монетарната политика.

Каналите на трансмисија во монетарната политика

Процесот низ кој одлуките во монетарната политика генерално влијаат врз економијата и посебно врз нивото на цените е познат како трансмисиски механизам. Индивидуалните врски низ кои импулсите на монетарната политика се пренесуваат се наречени трансмисиски канали. Каналите на механизмот на монетарната трансмисија можат да бидат каматните стапки, девизниот курс, очекувањата, понудата на парите, кредитите, цените на средствата, богатството и други канали. Трансмисиониот механизам, и покрај тоа што привлекува голем број на истражувања и внимание, е еден од најнепознатите и најмистериозните области во монетарната политика.

Комплексноста на трансмисиониот механизам и неговите многубројни канали водат до потреба да се направи избор кои канали се најважни за опис во кое било истражување. Изборот во овој дел се три генерални канали на трансмисиониот механизам: (1) каналот на каматните стапки (серија на канали базирани на каматните стапки кои имаа влијание врз побарувачката), (2) каналот на очекувањата и (3) каналот базиран на девизниот курс или девизните стапки. Првите два канали ќе бидат опишани

во овој дел. Девизниот канал ќе биде испитан во опсег на дискусијата за таргетирањето на девизниот курс. Исто така, два сродни канали на трансмисијата, првиот канал заедно со каналот на квантитативната теорија (кој нема посебен дел во дисертацијата) заеднички се познати како агрегатните канали на трансмисијата на монетарната политика. Каналот базиран на очекувањата влијае врз агрегатната побарувачка преку поставувањето на нивото на платите и цените, а девизниот канал е често испитуван како посебен канал и е од клучно значење за отворените економии (Свенсон, 1998, стр. 2).

Пред да се објасни теоријата на трансмисионите канали треба да се спомне ограниченото знаење за трансмисиониот процес (Блиндер, 1998). Постојат две специфични причини за ова ограничено знаење: (1) несигурност за моделот, според кој не постои консензус помеѓу економистите за вистинскиот модел или за адекватната економетриска техника за одредување кој канал е најважен и (2) долгите и непостојани забавувања, според кои проценките за ефектите на монетарните промени се променливи и недоволно прецизни (Бофингер, 2001, стр. 73-74). Поради овие две причини дискреционата монетарна политика е во опасност да стане независна причина за макроекономската нестабилност, нешто што монетарната економија и секоја централна банка сака да го избегне. Дискусијата за трансмисиските канали може да се започне со најважниот трансмисиски канал кој е базиран на каматните стапки.

Каналот на каматните стапки во монетарната политика

Макроекономските модели користени од страна на централните банки во индустриските земји главно имаат гледиште на трансмисискиот процес базирано на каматите. Каналите засновани на каматните стапки (каматните канали) во оваа точка се опишани како посебни канали, но во реалноста тие имаат влијание врз агрегатната побарувачка повеќе или помалку во исто време. Првата и основна карактеристика на каматните канали е тоа што тие можат да имаат значаен ефект, или дека монетарната политика може да има значаен ефект, врз вистинската економија. Идејата со таканаречената директна теорија е дека промените во каматните стапки имаат директен ефект на цените на капиталот и последователно на купувањето на трајните добра и инвестиции. Мишкин (1996, стр. 2) укажува дека каматниот канал е еднакво применлив во потрошувачката во која инвестициите вклучуваат приватни домови и потрошувачка поврзана со трајните добра. Втората важна карактеристика на каматните канали е нагласокот на реалните каматни стапки и важноста на вистинските долгорочни каматни

стапки за одлуките на потрошувачите. Краткорочните номинални каматни стапки (контролирани од страна на централните банки) резултираат во соодветна промена на вистинските стапки поради претпоставката дека цените не се лесно менливи (Мишкин, 1996, стр. 3). Скоро сите други канали се потпираат на овој генерален однос и придонесуваат само за големината на ефектот.

Не постои лесен начин да се класифицираат мноштвото теории и канали кои би биле корисни во секоја ситуација. Литературата за каматните канали е селективна во објаснувањето на влијанието на монетарната политика зависно од одредената трансмисиска теорија и од тоа што авторите мислат дека е најважната врска помеѓу каматните стапки и крајните цели на монетарната политика. Можеме, сепак, да одбереме некои основни канали кои се поинтензивно студирани и да дојдеме до разумен и значаен опис на процесот.

Важни генерални извори од литературата за оваа тема ги вклучуваат: Свенсон и Вудфорд (2000), Валш (1998), Бернанке и Гертлер (1995) и Мишкин (1996). Додатно на овие генерални текстови, можеме да ги користиме следните референци: Бернанке, Гертлер и Гилкрајст (1994), Секети (1994, 1995 и 1998), Хубард (1995), Кашјап и Стајн (1994), Пик и Росенгрен (1995), Ромер и Ромер (1994) и, за понови гледишта, Бернанке (2007) и Дисјатат (2010). Додатно, Бофингер (2001) дава корисна референца за организацијата на трансмисиониот механизам.

Во оваа точка ќе се разгледаат директните ефекти на каматните стапки (таканаречената парично гледиште), кредитниот канал (вклучувајќи го позајмувачкиот канал и билансниот канал) и специфичен канал, наречен банкарски канал. Во дел од литературата редоследот на каналите е направен според тоа колку директно монетарната политика влијае врз агрегатната побарувачка. Овде тие карактеристики ќе бидат кажани кога тоа е соодветно, но не го одредува редоследот на каналите. Првиот канал има мошне директен однос помеѓу каматните стапки и вистинската економија.

Директното влијание на каматните стапки – паричното гледиште

Директното влијание на каматните стапки врз вистинската економија може да се објасни низ основниот ИС/ЛМ модел. Овој приод е исто така познат како „парично гледиште“ на трансмисиониот механизам. Паричното гледиште е базирано на теоријата дека намалувањето на квантитетот на надворешните пари (пари од централната банка) ги крева каматните стапки, кои предизвикуваат намалување на инвестициите (Секети,

1994, стр. 5). Моделот го редуцира финансискиот сектор на две или три средства: парите, хартиите од вредност (обврзниците) и понекогаш резервите на банките во централната банка. Улогата на банките е екстремно ограничена со нивното учество главно сведено на купување обврзници (Кашјап и Стајн, 1994, стр. 221). Единствената финансиска каматна стапка е таа на обврзниците. Се претпоставува дека цените се тешко менливи, а промените во номиналните каматни стапки се идентични со вистинските каматни стапки. Нагорната косина на кривата обележена со ЛМ е изведена под претпоставка дека централната банка има перфектна контрола над парите низ едноставниот паричен мултипликатор и го контролира количеството на пари. Промените во ставот на монетарната политика се спроведени низ промените во резервите, кои за возврат, го одредуваат механички количеството на депозити преку задолжителните резерви.

Некои економски студии кон крајот на 1980-те даваат добар опис на монетарното гледиште на трансмисискиот механизам. Студиите на Бернанке (1988) и Бернанке и Блиндер (1988) даваат објаснувања за фундаментите на теоријата на монетарното гледиште. Бернанке (1988) содржи преглед на трансмисискиот механизам со следните елементи: (1) централната банка додава резерви во банкарскиот систем, (2) банките креираат повеќе пари, (3) додатната ликвидност ги намалува пазарните каматни стапки, (4) поголемите каматни стапки и зголемената ликвидност поттикнуваат нова потрошувачка. Финансискиот систем се гледа како пазар за парите. Нивото на пазарните камати во овој пазар помага да се одреди колку домаќинствата и бизнисите ќе одлучат да трошат на нови добра и сервиси, а понудата на пари е најважниот фактор кој дозволува овој систем да работи.

Банките се активни во (комерцијалниот) паричен пазар на два начини: со тоа што издаваат позајмици и со тоа што купуваат хартии од вредност. Според ова гледиште двете активности се со еднаква важност затоа што најголемата вредност е креирање на депозити. Значењето на банкарскиот систем според паричното гледиште е во тоа што обезбедува пари кои се побарани од јавноста во форма на депозити (Бернанке, 1988, стр. 4). Најважниот индикатор според ова гледиште е колку пари се создадени. Клучните елементи се каматните стапки на банките и пазарниот механизам на подмирување на сметките.

Друг механизам кој се спомнува во рамките на паричното гледиште како канал на трансмисиониот механизам е *портфолиското ребалансирање* кое е дефинирано како акција во монетарната политика која се спроведува со цел да се промени релативната повратна вредност на депозитите (парите) и другите средства и за да се влијае врз

количеството на депозити кои домаќинствата сакаат да ги поседуваат (Дисјатат, 2010, стр. 10). Според тоа, со намалувањето на резервите потрошувачите во домашниот сектор мора да поседуваат помалку пари, а повеќе обврзници. Без непосредна промена на цените оваа ситуација (помалку номинални парични средства) доведува до повисоки вистински каматни стапки. Ова може да има ефект на инвестициите и на агрегатната побарувачка (Кашјап и Стајн, 1994, стр. 222).

Во вистинскиот сектор побарувачката за инвестиции зависи од односот помеѓу вистинската стапка на повратните средства (заработката) од овие инвестиции и заработката од обврзниците (во форма на позајмувачка стапка, ако обврзниците се издадени во приватниот сектор или како стапка на можната заработка од инвестициите, ако обврзниците се издадени од владата). Во ИС/ЛМ моделот, односот помеѓу двете каматни стапки дозволува изведување на ИС кривата. За секоја дадена стапка на заработка од инвестициите, што е пониска стапката на обврзниците (позајмувачката стапка) тоа е поголем бројот на профитабилни инвестициски проекти. Ова резултира во надолна линија на ИС кривата.

Односот е клучен елемент на изведувањето на концептот познат како Тобиновата q (види во Тобин, 1969). Теоријата на Тобиновото q претставува механизам со кој монетарната политика има влијание врз економијата низ ефектите на проценката на капиталот. Вредноста q е пазарната вредност на фирмите поделена со надоместувачката вредност на капиталот. Ако q е висока, пазарната цена на фирмите е висока релативно на вредноста на надоместувањето на капиталот. Повисоките цени на капиталните средства според оваа теорија ќе доведат до користењето на капиталот за нови инвестиции (Мишкин, 1996, стр. 6). Значењето на теоријата за монетарната политика е дека кога понудата на парите е повисока, ефектот врз купувањето на капиталните средства (како повредна инвестиција за јавноста) се зголемува исто како и нивната цена. Исто така, пониските каматни стапки ги прават обврзниците помалку атрактивни релативно на капиталните средства.

Друга важна врска со вредноста на средствата е влијанието кое тие (а со тоа и монетарната политика) го имаат врз богатството. Овој ефект е наречен „ефект на богатството“. Според овој канал на монетарната политика зголеменото богатство доведува до зголемувањето на потрошувачката и националниот производ. Ако додадеме дека цените на куќите и земјата исто така се поврзани со ефектот на богатството веќе набљудуваме повеќе канали на трансмисијата базирани на директниот ефект на

каматните стапки врз агрегатната потрошувачка што го прави овој канал на монетарната трансмисија уште поважен за монетарната политика.

Механизмот на монетарното гледиште нема лесно решение за шоковите во економијата. Ако економијата искуси негативен шок на побарувачката, механизмот на каматните стапки не е во можност да ја води економијата кон поголема вработеност сама по себе. За тоа е потребна активна монетарна политика (Бернанке, 1988, стр. 7).

Површните финансиски димензии на ИС/ЛМ моделот и претпоставките за еднаква тежина на парите и кредитните димензии во објаснувањето на трансмисискиот механизам се еднакво проблематични (Секети, 1994, стр. 5). Понатаму, како што ќе видиме подоцна во дисертацијата, централните банки не ја таргетираат монетарната база (која е важна за ова парично гледиште на моделот), но учествуваат во пазарот за пари. Кредитниот бизнис на банкарскиот систем е занемарен како област во монетарната трансмисија. Бернанке (1988) дава пример на последиците од кредитни проблеми или од занемарување на кредитната димензија на трансмисиониот механизам. Очигледна слаба точка на теоријата е и прекумерното потпирање на обврзниците. Корпоративните обврзници во приватниот сектор не играат голема улога во некои валутни зони како што е еврозоната, но се значајни во американската економија. Било која трансмисиска теорија која се потпира на овие обврзници нема да биде многу корисна каде што повеќето од бизнисите користат кредити, наместо да издаваат корпоративни обврзници да ги финансираат своите операции.

Кредитните канали на монетарната трансмисија

Кредитниот канал на монетарната политика ги задржува најглавните карактеристики од претходната анализа на ИС/ЛМ моделот главно недопрени, но ги додава банкарските кредити во моделот. Има два главни вида поширок кредитни канали: (1) банкарскиот кредитен канал и (2) каналот на билансната состојба. Можеме да го додадеме и каналот опишан од Бофингер (2001, стр. 86-90) како канал со единствена гледна точка таканаречениот “banking view„ кој ги спојува двата опишани канали и кој ги решава некои од проблемите со кои се среќаваат емпириските студии на пошироките кредитни канали. Она што ги спојува овие канали е што се потпираат на билансот на надворешното позајмување и на концептот на *екстерна финансиска премија* во трансмисиониот механизам. Цената на обезбедувањето на финансиските средства однадвор зависи од одлуките на монетарната политика за каматните стапки. На

спротивна страна е цената на одлуката да не се изврши внатрешното финансирање. Екстерната финансиска премија ја мери цената поврзана со екстерното позајмување во смисла на проценка, контролирање и собирање на финансиските средства од позајмувачите. Други трошоци се резултат на неперфектни или несиметрични информации помеѓу кредиторите и позајмувачите. Затоа што цената на екстерното позајмување има тенденција да е повисока од самофинансирањето, екстерната финансиска премија е генерално позитивна. Премијата е контролирана од страна на монетарната политика на два начини: со влијание врз биланснатa состојба на позајмувачите (преку каналот на биланснатa состојба) или со влијание врз количеството и условите на банкарските кредити (кредитниот канал) (Бернанке и Гертлер, 1995, стр. 34-35).

Според каналот на банкарското кредитирање, банките не само што даваат кредити, но исто така нивната спремност да кредитираат има свој посебен ефект врз агрегатната потрошувачка (Бернанке, 1988, стр. 4). Според овој канал, постојат три средства: пари, јавно издадени (владини) обврзници и кредити. Во основната форма на банкарскиот кредитен канал, промените во каматните стапки имаат ефект врз вистинската економија со рестрикција или експанзија на кредити дадени од страна на банкарскиот сектор. Ако централната банка диктира повисока задолжителна резерва, таа може да го контролира нивото на кредитирање во економијата со рестрикција или со олабавување на оваа обврска. Зголемената задолжителна резерва води до ограничување на депозитите што банката може да ги обезбеди и со тоа ограничување на големината на кредитирањето. Основниот механизам е истиот кој го опишавме со каналот на монетарното гледиште во кој рестриктивната политика води до намалување на депозитите кое доведува до замена со поскапи форми на пазарно финансирање и намалување на кредитната понуда (Дисјатат, 2010, стр. 10).

Ограниченото кредитирање на крајот ја намалува потрошувачката на позајмувачите кои се потпираат на кредитно финансирање (Гертлер и Гилкрајст, 1993, стр. 45, Бофингер, 2001, стр. 86). Според банкарското кредитно гледиште, централната банка може да го контролира финансирањето на економските агенти во форма на банкарски кредити. Ова не е спротивно на монетарното гледиште, туку само додатен канал кој не зависи од операциите на отворениот пазар. Тие што го поддржуваат банкарското кредитирање како канал на монетарната трансмисија едноставно гледаат поголема улога за банките во економијата. Монетарното гледиште ги преферира депозитите, затоа што тие се користат како пари, додека кредитното гледиште ги гледа

банкарските кредити како еднакво важни затоа што се „специјални“, т.е. дозволуваат позајмувачите со ограничени финансиски опции да добијат кредит. Спротивно на тоа, повеќето модели базирани на монетарното гледиште на агрегатната побарувачка, вклучувајќи го ИС/ЛМ моделот ги третираат банкарските средства и банкарските обврски несиметрично, давајќи поголем акцент на зголемувањето на парите, отколку на тоа колку кредити се овозможени во банкарскиот сектор (Бернанке и Блиндер, 1988, стр. 435).

Квантитативните карактеристики на кредитите (наспроти обврзниците) се објаснети со фактот дека банките често даваат позајмици на лица и бизниси за кои позајмувањето во отворениот пазар е премногу скапо: „банките според тоа финансираат потрошувачка и инвестициско трошење на средства кои инаку не би биле достапни“ (Бернанке, 1988, стр. 5, Мишкин, 1996, стр. 9).

Ако има потенцијални позајмувачи кои не можат да ги финансираат своите проекти, освен преку кредити, промените во монетарната политика имаат директен ефект врз понудата на кредити. Централната банка во суштина го контролира количеството на кредити наменети за позајмувачи кои се зависни од кредити (Секети, 1994, стр. 7).

Теоретските поставки на кредитниот канал се опишани во Бернанке и Блиндер (1988) во форма на три неопходни услови кои мора да бидат присутни за постоењето на посебен кредитен канал. Тоа се: (1) кредитите и обврзниците не смеат да бидат перфектно заменливи за фирмите во нивните биланси состојби, (2) централната банка мора да е во можност да овозможува понуда на кредити преку промената на квантитетот на достапните резерви во банкарскиот систем и (3) мора да има некаква форма на нееднаков механизам за приближување на цените кој би спречил промените во монетарната политика да бидат неутрални (овде се мисли на „кејнзијанската претпоставка“ на тешко менливи цени која е применета во сите канали базирани на каматните стапки).

Кашјап и Стајн (1994, стр. 229-240) испитуваат четири фактори кои би можеле да ја истенчат или да ја прекинат врската помеѓу резервите и понудата на кредити (вториот услов за овој канал да може да работи). Овие фактори се: постоењето на небанкарски финансиски посредници, способноста на банките да реагираат на промените во резервите со варирање на нивните количества на обврзници наместо кредити, способноста на банките да обезбедуваат финансирање без помош на резервите како

достапни финансии и постоењето на капитални критериуми базирани на ризик (Кашјап и Стајн, 1994, стр. 229).

Причината за важноста на кредитниот канал е дека: (1) пазарот за кредити го објаснува во голем дел трансмисиониот механизам, (2) овој канал го вклучува секторот на економијата кој е зависен од банките и кој во отсуство на истите би бил запоставен и (3) ако кредитниот пазар се прекине, потрошувачката во економијата ќе опадне затоа што потрошувачката на приватниот сектор кој е зависен од кредити ќе опадне (Бернанке, 1988, стр. 10).

Каналот на билансната состојба во монетарната политика е специјален вид на кредитен канал базиран на тезата дека екстерната финансиска премија зависи од финансиската состојба на позајмувачите (Бернанке и Гертлер, 1995, стр. 35). Овој канал исто така е познат како широк кредитен канал. Ефектите на билансната состојба се одразуваат врз обликот на маргиналната ефективност на инвестициската крива (која ја опишува заработката од инвестициите), која е функција на односот помеѓу задолжувањето и расположливите капитални средства во економијата и кој може да се менува со употреба на монетарна политика (Секети, 1994, стр. 6). Со други зборови, каматните стапки имаат директен ефект врз поединечните состојби на фирмите во смисла на нивните биланси состојби.

Пониска нето вредност (збир на ликвидните средства и колатералните средства) има негативен ефект врз кредитната вредност на фирмите, а повисоките давачки за задолжувањата заради повисоките каматни стапки имаат негативен ефект за нивните долговно-имотни односи. Во спротивна насока, повисоката нето вредност ја намалува екстерната финансиска премија. Следи дека флуктуациите во квалитетот на билансните состојби на позајмувачите, или нивната финансиска позиција, имаат исто така ефект врз нивните инвестиции и потрошувачки одлуки. Затоа што билансниот канал не прави разлика помеѓу кредити и обврзници, каналот личи на подиректното парично гледиште. Меѓутоа, кредитното гледиште ги нагласува дистрибутивните влијанија на монетарната политика и објаснува како мала промена во каматните стапки може да има големо влијание врз инвестициите. Во суштина, овој трансмисиски канал дејствува како „финансиски акцелератор“ (Секети, 1994, стр. 6, Бернанке, Гертлер и Гилкрајст, 1994, и Бернанке и Гертлер, 1995, стр. 35).

Како тогаш монетарната политика влијае врз финансиските состојби на позајмувачите? Директно, рестриктивна монетарна политика ги ослабува билансните состојби на позајмувачите преку негативниот ефект врз нивниот краткорочен долг.

Повисоките каматни стапки водат до поскапо сервисирање на долгот и влијаат врз нето паричните средства. Второ, исто така директно, повисоките каматни стапки се често поврзани со намалувањето на цените на средствата (вклучувајќи го капиталот) што, веројатно, го намалува нивото на колатерални средства на позајмувачите. Флуктуации на цените на средствата се значаен двигател на бизнис циклусот и кредитниот канал е причината за разни нагли опаѓања во клучни економски сектори кога кредитирањето не функционира. Кризата со цените на куќите во САД во 2007/08 е еден таков пример. Рестриктивна монетарна политика може исто така да го намали приливот на парични средства и вредноста на колатералните средства индиректно. Намалувањето на потрошувачката на мноштвото од клиентите поради која било причина се еднаков дел од механизмот на билансната состојба.

За да го измерат ефектот на монетарната политика врз билансните состојби, Бернанке и Гертлер (1995, стр. 36) ја користат таканаречената стапка на покриеност. По дефиниција, стапката на покриеност (со цел да се пронајде причинска врска во монетарната политика) е сообносот помеѓу плаќањето на каматите од страна на фирмите и сумата на каматните плаќања и профитот. На други места, дефиницијата е обратна и сообносот е помеѓу збирот на каматните плаќања и профитот поделено со каматните плаќања н фирмите. Односот помеѓу краткорочните каматни стапки и стапката на покриеност може да биде близок. Ако односот е близок, какво било зголемување на краткорочните каматни стапки веднаш се претвора во зголемување на стапката на покриеност и во послаба билансна позиција (Бернанке и Гертлер, 1995, стр. 37).

Повеќе простор за анализа е можна со разликите помеѓу можностите на малите наспроти големите фирми со генерална претпоставка дека малите фирми се почувствителни на промените во каматните стапки затоа што нивните опции за финансирање се поограничени. Со други зборови, краткорочните позајмувања се многу поважни за малите фирми.

Слабостите на позајмувачкиот канал и неговата поврзаност со билансните состојби доведе до испитувања на големината или на важноста на банките и гледната точка на позајмувањето за кредитниот канал на монетарната трансмисија. Како што видовме, позајмувачкиот канал е предусловен од неговата поврзаност со централните банки и постоењето на други извори на кредит во економијата.

Емпириските докази се еднакво проблематични. Додека емпириските студии, како Бернанке и Блиндер (1992) покажуваат намалување на позајмувањето (со задоцнување) по воведување на рестриктивна монетарна политика, студиите не можат

да разликуваат помеѓу намалувањето како резултат на намалувањето на побарувачка за кредити и намалувањето како резултат на помалата понуда (Пик и Росенгрен, 1995, стр. 50). Наместо каналот да се отфрли како неважен постојат напори да се најдат повеќе докази за постоењето на позајмувачкиот канал или да се спојат двете варијанти на кредитниот канал. Второто е поистражено во литературата. Бернанке (2007, стр. 2-4) го применува концептот на екстерната финансиска премија во банкарскиот сектор со објаснување дека поради финансиските иновации, алтернативната капитализација помеѓу другите причини, банките и другите финансиски институции се изложени на екстерната финансиска премија кога ги обезбедуваат средствата за кредити. Ова во ефект ги соединува билансните состојби и позајмувачкиот канал поради условите за банките кои се слични на тие од екстерното позајмување и не се директно под влијание на централната банка. Важно е да се забележи дека концептот на финансискиот акцелератор е сѐуште валиден.

Бофингер (2001, стр. 86) опишува алтернативен поглед на кредитниот канал што го нарекува банкарско гледиште. Бофингер прво гради ценовно теоретски приод како модел за монетарната понуда кој зависи од рефинансирачката стапка на централната банка. Оваа рефинансирачка стапка не само што има влијание на краткорочните каматни стапки користени да го опишат каналот на билансната состојба, но исто така има влијание врз кредитните каматни стапки кои се клучни за банкарското гледиште. Разликата од позајмувачкиот канал и банкарското гледиште е тоа дека квантитетот на кредитите кои би можеле да бидат издадени од банките е комбинирано со цената на кредитите како што тие се одредени во теоретскиот модел на цените. Кредитното гледиште подразбира дека рестриктивната монетарна политика има два различни ефекти. Едниот е зголемувањето на каматните стапки за обврзниците (што се постигнува низ операциите во отворениот пазар), а другиот ефект е врз достапноста и условите за новите банкарски кредити.

Бофингер (2001, стр. 90) наведува дека ова раздвојување не е точно и дека двата ефекта се дел од истиот ефект. Почетниот ефект во пазарот за пари е пренесен на кредитниот пазар и води до зголемување на стапката на позајмувања како и намалувањето на рамнотежната сума на кредити. Како последица, и покрај слабите емпириски докази за значајноста на позајмувачкото гледиште прифатливо е дека сумата и условите за кредитите опишани во позајмувачкото гледиште се одредени според фактори какви што се каматните стапки од генералната теорија на кредитниот канал (Кашјап и Стајн, 1994, стр. 250). Сѐ додека немаме значаен модел кој може да го мери

позајмувачкиот канал, мораме да ја ограничиме теоријата и да констатираме дека зголемувањето на каматните стапки во пазарот за пари се смета за суштинска врска за ефектите на монетарната политика врз кредитниот пазар.

По степенот на важност на кредитниот канал на монетарниот трансмисиски механизам литературата укажува дека неправилностите во кредитниот пазар важни за кредитниот канал имаат влијание врз вработеноста и одлуките во потрошувачката. Второ, кредитниот канал е важен поради ефектите врз малите фирми. Бернанке (2007), Мишкин (1996) и Кашјап и Стајн (1995) помеѓу другите ја поставуваат оваа поента експлицитно со аргумент дека рестриктивна монетарна политика може да им наштети на малите фирми за кои е поверојатно да бидат попречени во добивање кредити. Додатно на каматните стапки, кредитните канали ги вклучуваат богатството, домувањето, цените на земјата како додатни канали на трансмисијата на монетарната политика.

Мишкин (1996, стр. 20) пронаоѓа четири лекции за монетарната политика: (1) краткорочните каматни стапки се само дел од трансмисиониот механизам на монетарната политика, (2) цените на финансиските средства содржат важни информации за ставот на монетарната политика, (3) монетарната политика (поради лепливите цени) може да биде високо ефективна во развојот на слабата економија дури и ако краткорочните стапки се веќе блиску до нула и (4) избегнувањето на ненадејните флуктуации во ценовното ниво е важна цел за монетарната политика.

Мишкин (1996, стр. 23) остава простор за подобрување на генералната теорија за кредитниот канал. Прво, цената на средствата како канал на трансмисијата се дел од каналите базирани на каматните стапки и зависи од правецот и не претставува независен канал во класична смисла. Каматните стапки, директно или индиректно, имаат ефект врз цените на средствата и можат да се опишат како индикатори на постоењето на кредитниот канал. Второ, монетарната политика може да се користи дури и кога краткорочните каматни стапки се блиску до нула. Тој го поддржува овој аргумент со ефектите на некои од кредитните канали и користењето на зголемената ликвидност низ операциите во отворениот пазар. Зголемената ликвидност, според овој аргумент, би „помогнала со заздравувањето на економијата со подигнувањето на генералното ниво на очекувањата за цените и со тоа што би ги зголемила цените на другите цени кои ја стимулираат агрегатната побарувачка“ преку опишаните канали (Мишкин, 1996, стр. 23).

Додека монетарната политика може да биде ефективна во услови на екстремно ниски каматни стапки блиски до нула, тоа не е случајот и со претпоставките за

кредитните канали. Кредитниот канал е базиран на каматните стапки, но аргументот на Мишкин (1996) е базиран и на таканаречениот канал на очекувањата и е сличен на квантитативното олеснување како метод кој се вклучува кога каматните стапки се преniски за вообичаените кредитни канали да бидат активирани. Конечно, Мишкин (1996) го поистоветува трансмисиониот механизам со кредитниот канал. Додека паричното гледиште и каналот на девизниот курс можат да бидат дел од кредитното гледиште поради врската со каматните стапки, каналот на очекувањата е посебен канал на трансмисијата.

Значајна слабост на кредитниот канал на монетарната политика е дека каматните стапки кои се инаку ефективни како инструменти на монетарната политика имаат долги и непредвидливи задоцнети ефекти преполни со комплексности. Со други зборови, овој канал не е многу добар за одржување на деликатните концепти за макроекономската стабилност како што е стабилноста на инфлацијата или ценовната стабилност. Дека каматните стапки поврзани со кредитниот канал се груби инструменти докажано е и со тоа дека рестриктивната монетарна политика е одговорна за многу од економските рецесии кога имаше остар пораст на каматните стапки, намалување на цените на капиталот и падови во берзите како водечки индикатор за рецесиите.

Јас би додал два заклучока поврзани со кредитниот канал. Прво, екстерната финансиска премија е со големо значење во објаснувањето на трансмисиониот процес затоа што е поврзана со финансискиот систем. Одлуките за кредитирање на фирмите и домаќинствата треба да бидат направени во соработка со финансискиот систем кој е во можност и со намера да издава кредити. Второ, условите кои се опишани во теоријата треба да бидат исполнети за каналите да можат да функционираат. Централната банка треба да може да влијае врз кредитирањето во банкарскиот сектор, на пример. Овој услов можеби не е статичен затоа што финансиските иновации и банкарскиот сектор константно еволуираат. Некои од заклучоците од истражувањето на Дисјатат (2010) ја сумираат сегашното разбирање на теоријата на кредитниот канал:

> „Како минимум (истражувањето) ги истакнува поконкретно предусловите кои мора да бидат присутни каналот да остане релевантен во свет каде што монетарната политика не работи преку квантитативни гледишта на спроведувањето, а банките се многу позависни од севкупно финансирање...и каде што традиционалните концепти на каналот на банкарското позајмување покажува намалено значење, релевантноста на

каналот како што е опишан во оваа студија изгледа дека ќе биде во подем во иднина. Понатаму, влијанието на шоковите од монетарната политика можат да бидат зголемени или намалени со истовремени промени во состојбата на банкарскиот сектор“ (Дисјатат, 2010, стр. 29).

Описите во неговото истражување ја поставуваат монетарната политика како релевантна за рецесиите кои се предизвикани од финансиски кризи како што беше рецесијата што започна во 2008 година. Кредитниот канал на трансмисијата во монетарната политика е еден од најзначајните канали затоа што е базиран на краткорочните каматни стапки, најкористениот оперативен инструмент. Значајна слабост на каналот е тоа што не е елегантен инструмент за постигнување на ценовната стабилност во долг рок. За посуптилен канал во монетарната политика се префрламе на дискусија за каналот на очекувањата.

Каналот на очекувањата

Каналот на очекувањата во оваа точка е базиран на инфлациските очекувања. За да дојдеме до структурирано објаснување на каналот на очекувањата можеме да почнеме со два различни начина за применување на овој канал во монетарната политика, краткорочниот активистички приод и среднорочниот динамичен приод ориентиран кон стабилност (Бофингер, 2001, стр. 95-116). Клучни фактори кои дозволуваат каналот на очекувањата да функционира е крутоста на номиналните плати и цени. На поедноставно ниво, теоријата стимулира дека платите се најважниот дел од давачките од страна на понудата и дека тие го одредуваат трендот од страна на агрегатната побарувачка. Ценовната ригидност е објаснета како зависност од минатите вредности и не се одредени со договор. Ригидноста на цените е објаснето со идејата дека цените не се приспособуваат кон побарувачката поради постојаноста на платите и затоа што бизнисите не можат автоматски да разликуваат помеѓу транзициски и стални промени во побарувачката. Додатен фактор за ригидноста на цените е тоа што структурата на давачките исто така вклучува ригидни трошоци како што се договорените кирии, итн. Бизнисите можат да инвестираат базирано на специфични договори ако го знаат нивото на платите и кириите кои ги плаќаат.

Според тоа, ригидностите во платите и цените можат да играат улога во трансмисиониот процес, а едно од објаснувањата како се наоѓа во Филипсовата крива.

Две основни форми на Филипсовата крива (Филипс, 1958), се оригиналната форма и модифицираната верзија. Оригиналната крива го нагласува односот помеѓу ситуацијата во пазарот за труд и номиналните плати во следната форма:

$$\Delta w_t = f_1(U_{t-1}), \text{ with } \alpha f_1/\alpha U_{t-1} < 0 \quad (14)$$

Според равенката, стапката на промена во номиналните плати) помеѓу периодот t и претходниот период t-1 е негативна функција на стапката на невработеност во претходниот период. Низ подолг период постои стабилен негативен однос помеѓу стапката на промена во номиналните плати и стапката на вработеност. Модифицираната Филипсова крива ја прикажува врската помеѓу инфлациската стапка и теоријата на каналот на очекувањата во монетарната политика. Врската е формирана кога Филипсовата крива е формирана со вистинските плати наместо со номиналните плати. Авторите на модифицираната крива, Самуелсон и Солоу (1960) покажаа дека со поставувањето на цените со вградена маргина стапката на промена во номиналните плати е еднаква на сумата на инфлациската стапка и зголемувањето на продуктивноста λ: Модифицираната Филипсова крива беше сметана за доказ дека постои размена помеѓу инфлацијата и вработеноста (дека инфлациската политика може да придонесе за постојано редуцирање на невработеноста).

Финалната верзија на Филипсовата крива која се користи за објаснување на каналот на очекувањата е Филипсова крива која е модифицирана за да го содржи очекувањето. Фридман (1968) и Фелпс (1967) ја ревидираа за да ја вклучат важноста на вистинските плати во синдикалните преговори. За да се изведат вистинските плати потребно е да се пресмета инфлацијата за да го задоволи реалниот услов:

$$\Delta w_t - \pi_t = f_2(U_{t-1}) \quad (15)$$

Затоа што инфлацијата е непозната во времето на преговорите, инфлацијата е надоместена во формулата со очекуваната инфлација да се дојде до Филипсова крива модифицирана со очекувањата:

$$\pi_t = f_2(U_{t-1}) - \lambda + \pi_t^e \quad (16)$$

Со константен пораст на продуктивноста изразен како λ инфлациската стапка е одредена со помош на стапката на невработеност и очекуваната стапка на инфлација во времето на преговорите за платите. Долгорочната Филипсова крива е вертикална затоа што очекуваната и актуелната инфлација се еднакви на долг рок, а невработеноста е одредена со порастот на продуктивноста одредено од реалната економија. Затоа што долгорочната стапка на невработеност е базирана само на вистински варијабли, таа е

опишана како „природната стапка на невработеност“ и вклучува структурна и фрикциона невработеност. Таа е стапката која се постигнува во долгорочните услови на генерална рамнотежа во присуство на пазарни неправилности (Фридман, 1968, стр. 8).

Сличен концепт, незабрзувачката инфлациска стапка на невработеноста, позната по кратенката НАИРУ, го поврзува нивото на невработеност и инфлацијата во краток рок. Додатни верзии на Филипсовата крива ја вклучува модификацијата базирана на Тејлоровото правило и е одредена со очекуваната инфлација и разликата помеѓу актуелното ниво на производство и потенцијалното ниво на производство.

До оваа точка утврдивме дека постои врска помеѓу инфлацијата и нивото на платите која содржи инфлациско очекување. Исто така, дефиниравме одреден број односи поврзани со Филипсовата крива кои го поврзуваат нивото на невработеност со инфлацијата. Трето, идентификувавме два вистински варијабли кои се користат во анализите на монетарната политика, природната стапка на невработеност и НАИРУ. Сега можеме да ги употребиме овие наоди во формирањето на поуки за монетарната политика. Меѓутоа, прво би било од корист да ги идентифицираме изворите на инфлациските очекувања.

Според лексиконот на Фајненшл тајмс (Financial Times), очекуваната инфлација е стапката на инфлација која вработените, бизнисите и инвеститорите, мислат дека ќе преовладаат во иднина и затоа тие ја вградуваат таа информација во своите одлуки. Постојат три механизми за формирање на очекувањата: екстраполативен, адаптивен и механизмот на рационалните очекувања (за подобар опис на додатните формули види во Бофингер, 2001, стр. 105-108).

Екстраполативните очекувања се присутни кога економските агенти претпоставуваат дека актуелната инфлациска стапка за периодот што доаѓа π_tе еднаква на инфлациската стапка во претходниот период (π_{t-1}). Очекуваната инфлациска стапка за периодот е t (π_t^e) е $\pi_t^e = \pi_{t-1}$. Тежишно одредениот просек на минатите инфлациски стапки може да се формира за да се добие комплетниот збир на очекувања за инфлацијата според овој метод.

Адаптивните очекувања се базирани на минатите инфлациски очекувања каде што економските агенти ги земаат предвид грешките во очекувањата што се случиле во пораните години. За истиот период на очекувањата, честа верзија на формулата е следната:

$$\pi_t^e = \pi_{t-1}^e + \beta(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^e)\ where\ 0 < \beta < 1 \text{или,} \qquad (17)$$

$$\pi_t^e = \beta\pi_{t-1} + (1-\beta)\pi_{t-1}^e$$

Понатамошни очекувања се додадени за очекуваната инфлација за t-1 како и за очекуваната инфлација: . Вклучено во првата формула се добива:

$$\pi_t^e = \beta\pi_{t-1} + (1-\beta)[\beta\pi_{t-2} + (1-\beta)\pi_{t-2}^e \quad (18)$$

Просекот на сите минати вредности е базиран на хипотезата на рационалните очекувања и претпоставува дека економските агенти не ги земаат како референтна точка само минатите вредности. Методот е понатаму базиран на модел кој ги користи сите достапни информации во времето на предвидувањето. Со хипотезата на рационалните очекувања, нови информации можат да имаат директен ефект врз формирањето на очекувањата и новите информации можат да бидат уште поважни од информациите изведени од минатите варијабли како што е случајот во двата претходни методи. Бидејќи не е возможно да се имаат сите достапни информации, финалната варијанта на рационалните очекувања е таканаречената ограничена рационалност.

Теоријата на ограничената рационалност укажува дека тие што одлучуваат, или економските агенти, се ограничени во користењето на рационални очекувања поради ограничените информации и разните когнитивни ограничувања. Постои реализација дека немаме адекватна или најточна научна теорија која може да се користи за вакво предвидување. Наместо тоа, концептот е комбинација на методи каде што најважниот механизам остануваат адаптивните очекувања кои оставаат простор за рационални очекувања да бидат вградени во формирањето на очекувањата кога постојат големи шокови во економијата. Емпириските докази, базирани делумно на студиите на Фурер (1997), Гали и Гертлер (1999), Гали ет ал. (2000) и Гербердинг (2001) ја поддржуваат Филипсовата равенка модифицирана за очекувањата со високо адаптивни очекувања.

Значењето на овие теории за монетарната политика е содржано во два приода во креирањето на политиката базирани на Филипсовата крива и на инфлациските очекувања: (1) активистичкиот приод може да се користи од страна на централната банка во краток рок да се искористи размената помеѓу инфлацијата и невработеноста за да се постигне краткорочната цел за вработеноста и (2) политика ориентирана кон стабилност која може да се употреби од страна на централната банка ако може да има влијание врз очекувањата на економските агенти. Активистичкиот приод има потенцијал да предизвика макроекономска нестабилност која не е пожелна за долгорочна стабилизација. Меѓутоа, ако каналот на очекувањата е користен како алатка за среднорочна политика ориентирана кон стабилност нуди релативно едноставен и робустен механизам за контрола на инфлациската стапка. Затоа што емпириските докази

се во полза на адаптивните очекувања, кога тие се постигнати, ниска и стабилна инфлација е автоматски пресликана во идните инфлациски очекувања. Тогаш кредибилитетот на централната банка за ниска инфлација станува главна алатка за монетарната политика.

Правилата во монетарната политика

Оваа точка ги содржи дефинициите и термините важни за монетарните правила, испитувани се фундаменталните концепти, дизајнот и целта на поголем дел од релевантните правила на монетарната политика. Почнуваме со најчестите дефиниции и разлики помеѓу едноставните и оптималните монетарни правила. Второ, ќе бидат презентирани понатамошните поделби на монетарните правила во експлицитни, имплицитни инструментални правила и специфични таргетни правила. Следни се испитувањето на концептот на оптималноста и дискусијата поврзана со дискрецијата и обврските на централната банка во однос на монетарните правила. Последниот дел од точката содржи некои од најиспитуваните и најкористени едноставни монетарни правила, како и заклучоци со листа на корисни одредници во однос на монетарните правила.

Дефинирање на правилата на монетарната политика

По успешната дезинфлација која кулминираше со ниско и постабилно ниво на инфлацијата во 1990-те креаторите на монетарната политика и академските научници се фокусираа на креирање на монетарни правила кои ќе создадат посакувани резултати, како што се ниската инфлација и стабилниот национален производ. Добар историски преглед на монетарните правила е содржан во Тејлор (1999) и Асо и Лисон (2012), покрај другите. Литературата за монетарните правила е обемна и детална. Со цел да се разберат правилата во контекст на индустриските земји ќе бидат користени референци поврзани со правилата и со индустриските земји. Посеопфатна студија и преглед на монетарните правила кои се користат и денес е таа на Адема и Стеркен (2003) во која ја наоѓаме и следната генерална дефиниција:

„Правилата во монетарната политика се експлицитни одредници за креаторот на монетарната политика да може да ги прилагоди монетарните инструменти и за да ги постигне оперативните цели, како што е на пример стабилната инфлациска стапка.

Правилата спречуваат ад-хок одлуки од страна на креаторите на политиката“ (Адема и Стеркен 2003).

Постојат два вида монетарни правила, оптимални и едноставни. Тие се генерално дефинирани според два критериуми: според нивната оптималност (оптималните монетарни правила доведуваат до добри економски резултати) и според нивната транспарентност (едноставните монетарни правила се лесни за комуницирање со јавноста) (Николов, 2002, стр. 3).

Според оваа дефиниција, оптималните правила се специфични на моделите кои се креирани да доведат до оптимални резултати во смисла на економски резултати. Со други зборови, овие видови монетарни правила се поставени од страна на централните банки да минимизираат специфична функција. Во принцип, оптималните правила можат да се изведат со максимизирање на целната функција (дефинирана преку одреден временски период или одреден број години) во однос на варијаблите на економската политика и субјект на структурата на економијата (Крајст, 1983, стр. 122).

Овој вид правила се комплексни и се обидуваат да ја отсликаат што е можно поблиску макроекономијата со цел да ја остварат равенката помеѓу таргетната варијабла и таргетното ниво. На пример, можеме да земеме предвид производствена цел (Y). Равенката на оптималното правило ја зазема формата $Y_t = \hat{Y}$. Оптималните правила можат да дадат подобар резултат ако моделот е поставен со исправните претпоставки за трансмисиониот механизам и функционирањето на економијата. Оптималните правила, генерално, не се робусни и не можат да функционираат надвор од одредениот контекст, економија или таргетен систем базиран на правилата.

Три главни проблеми со оптималните правила доаѓаат од страна на дефиницијата: (1) соодветна целна функција е предмет на договор (ниво на стабилни цени е еден избор), (2) структурата на економијата не е перфектно позната и (3) варијаблите на монетарната политика не се единствени варијабли кои треба да влезат во процедурата на оптимизирање (Крајст, 1983, стр. 123). Накратко, оптималната политика во смисла на стриктна дефиниција можеби не е можна. Понатаму, посредните таргети во монетарната политика во оптималните модели мора да ги надминат долгите и варијабилни забавувања на трансмисиониот механизам за да работат. Во дискусијата за оптималноста на монетарните правила сугерирано е дека постојат само нивоа на оптималност.

Едноставните правила, според дефиницијата изведена од дискусијата на оптималноста наспроти транспарентноста, се посакувани токму поради тоа што се

транспарентни и ја намалуваат комплексноста за тие што одлучуваат. Истовремено се лесни за комуникацијата со јавноста. Тие користат две или три варијабли и ги игнорираат покомплексните групи варијабли кои влијаат врз економијата. Тие работат на тој начин што ги поедноставуваат покомплексните услови на оптималните модели и се генерално поробусни, или работат добро во повеќе економии или ситуации. Едноставните правила можат да се користат за тестирање на монетарните реакции на централните банки со емпириски податоци и можат лесно да се користат да се провери правецот или водењето на монетарната политика. Негативностите на едноставните правила се дека тие не ја објаснуваат мотивацијата и ги игнорираат другите влијанија кои се надвор од моделот. Исто така, едноставните правила можат да бидат повеќе оптимални со додавање на повеќе варијабли или претпоставки, но проблемот на недостаток на оптималност останува бариера за тие што донесуваат одлуки во монетарната политика. Едноставните правила често се користат само делумно во таргетните рамки.

Ако ги дефинираме одлуките кои се донесуваат во реалноста на монетарната политика, како одлуки донесени во услови на неизвесност, тие одлуки треба да бидат превентивни по природа и треба да бидат опишани како менаџирање на ризикот. Според тоа, реакциските функции се менуваат кога постојат нови податоци за структурата на економијата. Според ова гледиште, монетарната политика и правилата можат да бидат разбрани како поедноставување на збирот на реакциските функции базирано на модели кои гледаат нанапред (Адема и Стеркен, 2003, стр. 8). По дефиниција, голем дел од реакциските функции базирани на реалните услови се комплексни и тешки за комуницирање, така што правилата кои се користени се совпаѓаат со првата дефиниција, таа на оптималните правила. Едноставните правила се серија правила кои се поставени да ја поедностават и да ја редуцираат науката на монетарната политика на неколку корисни формули кои можат да бидат спроведени во праксата (види во Кларида, Гали и Гертлер, 1999).

Како илустрација на разликите помеѓу оптималните и едноставните правила во смисла на нивната практичност како средство за комуницирање и за водењето на монетарната политика можеме да прикажеме мал и едноставен пример на оптимално и едноставно правило за каматните стапки, дадено во Елисон (2003, стр. 59-60). Првото доаѓа од Ротемберг и Вудфорд (1998), а второто од Тејлор (1993).

Ротемберг и Вудфорд (1998), оптимално правило за каматните стапки:

$$r\hat{} = 0.29r\hat{} + 0.42r\hat{} + 1.28r\hat{} + 0.22y\hat{} - 0.25y\hat{} + \cdots t\ t{-}1\ t{-}2\ t{-}3\ t{-}1\ t{-}2$$

$$+0.16\hat{\pi}_t + 1.00\hat{\pi}_{t-1} + 2.45\hat{\pi}_{t-2} - 1.45\hat{\pi}_{t-3} + 0.74\hat{\pi}_{t-4} - 0.08\hat{\pi}_{t-5} + 0.25\hat{\pi}_{t-6} + 0.33\hat{\pi}_{t-7} + 0.23\hat{\pi}_{t-8} + 0.25\hat{\pi}_{t-9} + 0.19\hat{\pi}_{t-10} + 0.17\hat{\pi}_{t-11} + 0.13\hat{\pi}_{t-12} + 0.19\hat{\pi}_{t-13} + 0.06\hat{\pi}_{t-14} + \cdots \quad (19)$$

Ако коефициентот од 0,0001 е вклучен тогаш оптималната политика треба да има 18 забавени ефекти на производот и 49 забавени ефекти на инфлацијата. Таквата комплексност покренува очигледни прашања за оперативната фисибилност на потполно оптималното монетарно правило како што е тоа во примерот (Елисон, 2003, стр. 60).

Тејлор (1993) од друга страна го поставува следното правило за каматните стапки:

$$i_t = 0.5y_t + 1.5\pi_t \quad (20)$$

Едноставното правило прикажува дека каматните стапки се поставени во однос на сегашниот производствен јаз и инфлацијата. Следењето на ова правило би било во овој случај добро приближување на оптималното правило, но, најважно, може да биде тестирано со проучување на однесувањето на централната банка со декади. Клучното прашање поврзано со Тејлоровото правило е, всушност, дали навистина обезбедува одредница за нивото на цените. Тоа е случајот со сите правила од овој вид (таканаречени Тејлорови правила) во кои коефициентите на инфлациската стапка се со вредност од најмалку еден (Биндсеил, 2004, стр. 37, Вудфорд, 2001, стр. 233). Популарноста на Тејлоровото правило е илустрација на тоа колку е вкоренето гледиштето дека краткорочните каматни стапки се оперативниот таргет на централната банка (Биндсеил, 2004, стр. 38).

Едноставните монетарни правила можат да се користат како тест за одлуките во одреден временски период, но исто така одредуваат и корелација помеѓу одлуките за каматните стапки и некои екстерни шокови или мерени варијабли, какви што се инфлацијата или производот. Тие, од друга страна, не можат да одговорат што е мотивацијата за одредените одлуки. Едноставните правила, меѓутоа, нудат практични бенефиции во водењето на монетарната политика во помал пакет. Според Адема и Стеркен (2003, стр. 8), едноставните правила се полесни за разбирање и често објаснуваат околу 80% од варијабилност пронајден во инструментот на монетарната политика.

Инструментални и таргетни правила

Според Свенсон (1998, стр. 5-13) монетарните правила се пропишаните водичи за водењето на монетарната политика. Свенсон дава понатамошна поделба и овозможува подлабоко сфаќање на улогата на монетарните правила. Овде ги сумираме неговите описи на два вида монетарни правила: инструментални правила и таргетни правила.

Инструменталните правила ги прикажуваат инструментите како пропишани функции на однапред одредени варијабли или на варијабли кои гледаат нанапред или и двете. Ако инструментите се базирани на однапред одредени варијабли, монетарните правила се наречени *експлицитни инструментални правила* и се дадени како реакциска функција. Ако инструментите имаат функција на варијабли кои гледаат нанапред или функција на имплицитни (претпоставени) реакциски функции тие се опишани како *имплицитни инструментални правила*. Имплицитните правила се услови на рамнотежа со ендогени варијабли на двете страни од равенката.

Како илустрација на разликите помеѓу двете инструментални правила, Свенсон (1998, стр. 6) го дава следниот пример: Експлицитното инструментално правило (реакциска функција) може да биде следната линеарна функција: $i_t = fX_t$, каде што X_t е однапред одреден вектор, f е матрица на $n_i \times n_1$. Елементот на fможе да се нарече реакциски коефициент. За имплицитно инструментално правило или имплицитна реакциска функција (каде што инструментот зависи од однапред одредените варијабли или варијаблите кои гледаат нанапред) може да биде напишана како: $i_t = fX_t + gx_t$. Во овој случај x_t е варијабла кој гледа нанапред и двете f и g (матрикс со соодветна димензија) се пропишани (за Свенсоновиот генерален линеарен модел за монетарната политика види во Свенсон, 1998, стр. 3). Едноставно инструментално правило тогаш има малку предодредени варијабли или варијабли кои гледаат нанапред. Примери за едноставни инструментални правила се: Тејлоровите правила, Хендерсон-Мекибиновото правило и правилото на Макалум за монетарната база. Експлицитни и имплицитни реакциски функции можат да се најдат и во моделите на централните банки користени за прогнозирање.

Таргетните правила се збир од функции кои треба да бидат минимизирани. Таргетно правило специфицира таргетна варијабла (Y_t), таргетно ниво ($\hat{Y}$) и соодветна функција на загуба. Условите во таргетното правило би биле следните: $Y_t = \hat{Y}$ (Свенсон,

1998, стр. 7). Предупредувањето во студијата на Свенсон е дека во реалноста немаме перфектна контрола над таргетните варијабли и таквите варијабли имаат свои размени во смисла на други цели. Таргетните правила се совпаѓаат со дефиницијата на оптималните правила затоа што се изразени како функција на загуби во благосостојбата што ако е минимизирана ќе ја постигне целта со користење на многу повеќе информации отколку инструменталните правила или едноставните правила. Понатаму, таргетните правила ги исклучуваат инструменталните правила како адекватни за решение на функцијата. Наместо тоа, инструменталните правила на монетарната политика треба да реагираат на одредниците на таргетните варијабли, наместо разликите на таргетните варијабли од таргетираното ниво.

Друг елемент на монетарните правила, *посредните таргетни правила* е корисен за формулирањето на политиката и за да се разбере монетарниот процес. Таквото правило специфицира посреден таргетна варијабла. По дефиниција, добра посредна таргетна варијабла е високо поврзана со крајната цел на монетарната политика и треба да биде лесно контролирана од страна на централната банка. Како таргетно правило, посредниот таргет е во функција на минимизирање на загубата во општествената благосостојба. Посредното таргетно правило би било оптимално ако инструментите влијаат само врз таргетираната варијабла преку посредната таргетна варијабла.

Специфично таргетирање и генералните таргетни правила

Таргетните правила кои беа дискутирани до оваа точка се дефинирани само во однос на функцијата на општествената загуба која треба да биде минимизирана. Пример на инфлациско таргетно правило би било следното: „инфлациската прогноза треба да е еднаква на инфлацискиот таргет“. Ова правило се користи во ОК во рамка на инфлациското таргетирање. Правилото на инфлациското таргетирање, меѓутоа, не ја дефинира целокупната рамка во монетарната политика. Рамката е опишана како *генерално таргетно правило*. Некои други примери се монетарно таргетирање, таргетирање на девизниот курс и имплицитно инфлациско таргетирање. Овие правила опишуваат оперативна формулација на целите на монетарната политика. Во таква форма тие ги одредуваат таргетните варијабли и соодветните таргетни нивоа и специфични функции на загуба за минимизирање (Свенсон, 2005, стр. 622). Генералните таргетни правила содржат други монетарни правила, вклучувајќи: специфични таргетни правила, посредни таргетни правила и инструментални правила. Со други зборови, генералните

таргетни правила не опишуваат механички таргетни правила. Тие наместо тоа ја опишуваат најважната карактеристика на водењето на монетарната политика од страна на централната банка во кое било време.

Сите монетарни правила, освен генералните таргетни правила, се механички инструментални правила, што значи дека тие претставуваат цврсти и специфични механички врски помеѓу каматните стапки и информациите кои се достапни на централната банка. Тоа укажува дека кога нешто во информациите ќе се промени, автоматски доведува до промена на оперативната варијабла ако сакаме да го постигнеме таргетот на монетарната политика. Оваа автоматска реакција е причина за усвојувањето на генералните таргетни правила или рамки и, во исто време, за несигурноста во обврзувањето кон инструментално правило или водењето на монетарната политика, базирано само на инструментални правила. Кои се точно предностите и недостатоците на разните монетарни правила и како тие ја креираат базата за одлуките во монетарната политика во реалноста? Да ги одговориме овие прашања се враќаме на два концепта кои можат да ни дадат некаков правец. Тоа се концептот на оптималноста, кој веќе беше користен во дефиницијата на оптималните правила и концептот на дискреција и обврзување.

Оптималноста на монетарните правила

Монетарните правила се занимаваат со прашањето што е тоа оптимална политика или што се работи во секое едно сценарио, со или без обврзување, со или без систем базиран на правила и за секоја стратегија, таргетен режим, итн. Во едноставни термини, оптималноста на монетарните правила значи: колку правилото е поблиску до претставување на вистинската природа на трансмисиониот механизам и макроекономијата, толку е пооптимално. Ова доведува до поделба на монетарните правила базирана на нивната оптималност (оптимално наспроти едноставно правило). Ако земеме едноставна претпоставка дека реалната економија е направена од голем број елементи и односи, тогаш можеме да размислуваме за оптималност во смисла на бројот на односи, влијанија и математички равенки.

Големи, сеопфатни и најдобро приближени на реалноста, правила кои се состојат од многу односи базирани на равенки, се често наречени оптимални правила. Мали модели на економијата со само две или три варијабли кои опишуваат неколку клучни

односи, како што се каматните стапки, инфлацијата или производот, се често наречени едноставни правила на монетарната политика.

Второ (и комплицирано) ниво на разбирање на монетарните правила е дека двете, оптималните и едноставните, правила можат самите да бидат повеќе или помалку оптимални. Едноставните правила можат, и често се, оптимизирани за да се добијат подобри резултати. За да ја фокусираме дискусијата на практичната примена на монетарните правила (како што тоа го чинат централните банки) нивните теоретски можности и методите на оптимизација на едноставните модели (што е веќе детално употребувано во разни академски истражувања) нема да бидат детално разгледани. Друга причина за избегнување од таквите анализи е дека централните банки, иако користат монетарни правила, не се обврзани да ги следат на механички начин. Добра дискусија за подобноста на оптималните и едноставните правила може да се најде во Тетлов и Вон зур Муехлен (2001).

Меѓутоа постои доволно разлика и доволно простор за користење на оптималните и на едноставните правила. Додека едноставните правила се поробусни, централните банки кои се фокусираат на финалните таргети на монетарната политика (како што е таргетирање на инфлацијата) ја преферираат оптималноста на обемните модели кои се кроени според спецификациите на централната банка и специфичностите на одредената економија. Како ограничување на теоријата можеме да најдеме дека користењето на повеќе правила, во главен модел и во повеќе споредни модели (како што е случајот во ОК и во Еврозоната, на пример) може да доведе до подобри резултати во однос на вистинската економија и може да доведе до подобри резултати во предвидувањето и постигнувањето на финалните таргети. Ова е пример на оптималноста како посакувана карактеристика на монетарните правила. Второ, едноставните и таргетните правила имаат вредност за транспарентноста на монетарната политика и можат да бидат прилагодени со оптимизација.

Успехот на монетарните правила исто така зависи од двата концепти на дискреција и обврзување. Пред да ги дефинираме концептите и нивната важност во водењето на монетарната политика би било корисно да ја дефинираме дебатата во својот концептуален контекст или како што се однесува на монетарните правила. Концептите на дискреција и обврзување и сродната дебата се само варијација на дебатата на правилата и дискрецијата која веќе ја објаснивме претходно.

Според историската дебата помеѓу активна и неактивна монетарна политика, политиката беше активна ако централната банка реагира на промената на варијаблите.

Неактивната монетарна политика значи дека централната банка не реагира на променетите варијабли. Неактивните политики би биле дефинирани како правило кое ја чува политиката еднаква и нереактивна. Главна претпоставка на неактивниот камп кој ја поддржувал оваа политика, како Фридман (1948) е дека постои инструментална нестабилност. Контрациклична монетарна политика би била дестабилизирачка заради долгите и варијабилни забавувања кои се присутни.

Баро и Гордон (1983) покажуваат дека активната монетарна политика може да се користи со дискреција (промена на политиката како резултат на добивање на нови информации) или со користење на предодредени монетарни правила. Во оваа точка ги разгледуваме предодредените монетарни правила како обврзување или обврска на централната банка.

Во смисла на монетарните правила, дискреција е дефинирана како слобода да се избере правецот на политиката секој пат кога постои нова информација која е достапна на централната банка и непостоење на рестрикција од страна на специфично правило или очекувано однесување. Тоа значи дека монетарните власти ја реоптимизираат политиката во секој период (Адема и Стеркен, 2003, стр. 12, Макалум, 1999, стр. 3-5). Дискрециска политика е употребена кога централната банка е слободна да ја реоптимизира својата политика во одредување на каматната стапка во пазарот за пари.

Спротивно на дискреција е монетарна политика базирана на правило кое зависи од одредувањето на целта на монетарната политика и од следењето на модел или рамка базирана на правилото за да се постигне целта. Тоа е без разлика на економските услови како што се шокови и нестабилност, иако повеќето правила дозволуваат простор за усогласување на политиката со приликите во економијата. Зошто дискрецијата е важна ако прифатиме дека правилата нудат научна база за водењето на монетарната политика и во исто време тие нудат одлични комуникациски можности за централната банка? Еден едноставен одговор е дека монетарните правила доаѓаат со свои сопствени прашања и проблеми. Предодреденоста може да ја доведе монетарната политика на крив пат. Моделите не работат секогаш како што треба во пракса и не постои само еден модел кој би довел до оптимална монетарна политика во сите околности.

Еден од практичните проблеми поврзани со монетарната политика е несигурноста на моделот, помалку од перфектното разбирање на макро економијата, неперфектни информации и временски задоцнувања. Многу од овие проблеми се исто така заради ограничувањата на теориите на трансмисискиот механизам. Централните банки исто така се потпираат на одреден број на реалистични сценарија поврзани со

бизнис циклусите кои се претставени како дискрециски избори. Еден таков пример е опортунистичкиот приод кон справувањето со инфлацијата, според кој централната банка ги применува монетарните правила селективно или делумно, чувајќи ја инфлацијата од пораст, но дозволувајќи дезинфлација кога постои поволен шок во понудата. Несиметричната реакција не е дел на никакво правило, само дискрециона одлука да се заклучи ниското ниво на инфлација.

Главната причина за ваквото однесување во монетарната политика во праксата исто така може да биде одлуката на централната банка да биде селективна во своите методи или непостојана во користењето на монетарните правила, што ако бидат изјавени во јавноста би биле поразителни за нејзиниот кредибилитет. Кредибилитетот може да се постигне со обврзување кон монетарно правило или со воведување на некаква врста на институционален аранжман кој ја постигнува истата цел (Кларида, Гали и Гертлер, 1999, стр. 4). Алтернативно, двата фактора (обврзувањето и институцискиот аранжман) можат да бидат меѓусебно поткрепени во постигнувањето на посакуваниот резултат за монетарната политика. Со тоа тие би давале поттик за централната банка да не го објавува своето ниво на дискреција или вистинската вредност на монетарната теорија во своите операции.

Обврска или обврзување е едноставно сериозниот пристап кон целите на монетарната политика. Временски постојана, обврзувачка политика е кога централната банка е обврзана со некое монетарно правило кое ја спречува централната банка да ја реоптимизира својата политика во секој период. За централната банка ова е од разни причини исто така корисен концепт. Еден од клучните причини за постоење на обврска е прашањето на кредибилитет за централната банка или за монетарната политика. Ако ја добива довербата на јавноста, обврзувањето кон монетарните правила е земено предвид во формирањето на очекувања за инфлацијата во приватниот сектор, како и за други економски резултати преку каналот на очекувањата. Поради извесноста на реакциите на монетарната политика, обврзувањето исто така може да ја намали инфлациската склоност до ниво на резултатот на Неш-рамнотежата (Адема и Стеркен, 2003, стр. 12). Со други зборови, рационалното размислување доведува до Неш-рамнотежата (Калаи и Лехрер, 1993, стр. 1038). Крајно, како што е изложено и на други места, поради распространетата улога на адаптивните очекувања, кредибилноста зависи главно од успехот на претходната монетарна политика во обезбедувањето на ниска и стабилна инфлација. Обврзувањето според тоа доаѓа во повеќе форми, од изборот на монетарните правила до нивото на комуникација на централната банка.

Кога зборуваме за таргетен режим со извесно ниво на флексибилност и дискреција, обврзувањето може да значи едноставно да се биде специфичен и експлицитен за финалниот таргет или цел на монетарната политика и во откривањето на правецот и ставот на монетарната политика со објаснување како тоа ќе доведе до постигнувањето на таргетот и целта. Инфлациското таргетирање на пример ја опишува ценовната стабилност како единствената цел на монетарната политика и специфицира инфлациски таргет. Обврзувањето е кон резултат, инфлациската прогноза да се чува што поблиску до таргетот. Монетарните правила кои се корисни за постигнување на резултатот, не се еднаков дел од обврската. Монетарното таргетирање одредува монетарен агрегат како посреден таргет и се стреми да ја стабилизира инфлацијата или производот користејќи монетарни правила. Обврската е направена кон постигнување монетарен таргет кој, ако е постигнат, води кон постигнувањето на крајната цел на монетарната политика. Кредибилитетот е поврзан со постигнувањето на крајниот таргет во првиот случај и со постигнувањето на посредниот таргет во вториот таргетен режим.

Дилемата е што со посредните таргетни правила централната банка може да загуби на својот кредибилитет со непостигнување на посредниот таргет дури и кога крајниот таргет, ценовната стабилност, е под контрола. Поради оваа причина кредибилноста е многу полесно постигната со обврзувањето кон оптималните монетарни правила. Обврзувањето кон монетарните правила со посредни таргети може да доведе до губиток на кредибилитет на централната банка и до напуштање на таргетите со цел да се постигне крајната цел и во случај на нарушување на односите помеѓу посредните и финалните таргети во монетарната политика. Ова се случи во сите индустриски земји во 1980-те, кога монетарните агрегати ја изгубија својата предвидувачка моќ поврзана со инфлацијата.

Преглед на едноставните и специфичните таргетни правила

Постојат одреден број едноставни и специфични таргетни монетарни правила кои ги користат теориите на монетарниот трансмисиски механизам и кои можат да им помогнат на централните банки да го одредат најдобриот правец на дејствување под одредени услови. Многу од монетарните правила беа првично развиени пред многу декади, но некои беа развиени во 1980-те и 1990-те години. Модификациите на оргиналните правила исто така се случија и нивната втора интерпретација и

модификација го претставува сегашното разбирање на макро економијата и монетарната политика.

За да се опишат едноставните и таргетните правила можеме да ги нагласиме некои од најчесто користените едноставни правила. Во оваа точка изборот е да се прикаже Тејлоровото правило и правилото на Макалум и нивните најзначајни варијанти, како и некои специфични таргетни правила. Поради успехот на инфлациското таргетирање како правило и како рамка на монетарната политика, тоа може да се анализира како таргетен режим во следната точка. Номиналниот доход како таргет, меѓутоа, нема истоветна таргетна рамка и останува главно како едноставно таргетно правило. Други правила, како што се девизното таргетирање, се разгледани на други места во овој дел од дисертацијата.

Тејлоровото правило (Тејлор, 1993) го почна трендот на едноставните монетарни правила и поважно од тоа ја подигна важноста на анализите кои ги користат овие правила. Во 2000-те почнаа да се појавуваат уште покомплексни и пооптимални правила во монетарната политика. Додека оптималните правила се користени како најшироки можни извори на економски анализи на податоците преку голем број варијабли под кровот на генералните таргетни правила, едноставните правила ги испитуваат односите помеѓу клучните макроекономски варијабли, како што се: инфлацијата, каматните стапки, производот, девизниот курс, монетарната база и нивните варијации. Додатно на обезбедувањето на референтни информации за одлучувачите во монетарната политика, тие исто така можат да се користат за анализирање на одредени специфични монетарни одлуки базирано на емпириски податоци. Според тоа, испитувањето на водењето на монетарната политика подразбира ниво на разбирање на Тејлоровите правила и на таргетното правило поврзано со номиналниот доход.

Тејлоровото правило

Тејлоровото правило ги поврзува каматните стапки постигнати со монетарната политика и очекуваните инфлациски притисоци и таканаречениот јаз или разлика помеѓу актуелното и потенцијалното ниво на националниот производ. Тејлоровиот принцип наведува дека ако постои очекуван пораст на инфлацијата, централната банка треба да ги зголеми каматните стапки за повеќе од порастот на инфлацискиот притисок. Ефектот на користењето на Тејлоровото правило во оваа смисла е дека таков

превентивен чекор ја зголемува очекуваната каматна стапка и може да доведе до пониска очекувана инфлација (Адема и Стеркен, 2003, стр. 7).

Според Тејлор (1993) централната банка треба да ја прилагоди својата каматна стапка r_t како реакција на три варијабли: актуелната вредност на производствениот јаз, актуелната разлика помеѓу инфлацијата и таргетот и мерка за рамнотежната, или неутрална, реална каматна стапка. Инфлацијата е мерена како стапка на пораст во четвртиот квартал π^*и r^*е просечната краткорочна вистинска каматна стапка. Инфлацијата (π_t) и производот (y_t) имаат иста тежина од 0,5. Оргиналното Тејлорово правило е изразено во следната равенка:

$$r_t = r^* + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*) \quad (21)$$

Во правилото, y^*е рамнотежниот производ. Формулата предложува дека ако инфлацијата е различна од инфлацискиот таргет, или ако производот е под или над потенцијалот, реалната каматна стапка треба да се промени за да ги доведе овие варијабли назад во рамнотежа. Фишеровата равенка $i^* = r^* + \pi^*$ се користи да се напише со номинални вредности и е изразена на следниот начин:

$$i_t = i^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*) \quad (22)$$

Втората равенка го содржи Тејлоровиот принцип во кој инфлацискиот параметар е 1,5 (поголем од еден). Последицата е дека зголемувањето или намалувањето на каматната стапка да се прилагоди нивото на инфлација мора да го надмине нивото на промената на инфлацијата. Според Тејлоровиот принцип, тогаш, централната банка треба да ги зголеми каматните стапки за повеќе од очекуваното покачување на очекуваната инфлација за да може да обезбеди превентивен удар во форма на зголемувањето на очекуваните реални каматни стапки.

Теоретската основа на Тејлоровото правило е во природата на неутралната краткорочна каматна стапка. Како што веќе видовме со описот на каналите базирани на каматните стапки, оваа стапка може да биде дефинирана како стапка која води кон долгорочна рамнотежа на агрегатната побарувачка и понуда под полна вработеност и е еднаква на потенцијалниот производ. Втората дефиниција има врска со каналот на билансните состојби, во кој случај неутралната реална краткорочна каматна стапка е каматна стапка идентична на просечната долгорочна реална каматна стапка.

Стандардниот модел на агрегатната понуда и побарувачка (АС/АД) опишува како Тејлоровото правило е користено за одлуки во монетарната политика кои не се неутрални. Негативен шок на побарувачката ќе резултира во намалување на ценовното

и производственото ниво. Тејлоровото правило предлага намалување на реалната каматна стапка. Оваа реакција е со ист правец како и во таргетирањето на номиналниот доход или според правилото на краткорочното инфлациско таргетирање. Бофингер (2001, стр. 271) наведува дека предноста на Тејлоровото правило е тоа што може да биде формулирано за инфлацијата или за производниот јаз.

Заради тешкотиите со точното мерење на варијаблите, стандардното тејлорово правило (со еднакви тежини за варијаблите) е опишано како супериорно решение. Ако постои шок на страната на понудата, тоа го крева нивото на цените, а истовремено го намалува производот (движење на кривата на агрегатната понуда налево). Со тоа Тејлоровото правило би имало ист ефект како правилото на таргетирање на националниот доход и може да се користи за стабилизација на производот, но со цена по инфлацијата.

Адема и Стеркен (2003, стр. 24-32) го изведуваат Тејлоровото правило користејќи едноставен модел развиен од Свенсон (1997) и Тејлоровиот принцип користејќи го Валш (2003). Поважно разбирање на основата на Тејлоровото правило може да се најде во Бријант, Хупер и Ман (1993) и Хендерсон и Мекибин (1993). Презентациите се базирани на конференција во институтот Брукингс во летото 1990 година. Студијата изложена во институтот Брукингс, и дадена во Орфанидес (2003, стр. 2-3), ги испитува правилата со поставување на отстапувањата од краткорочните номинални камати, i, од базичниот правец i^*, во пропорција на отстапките на таргетната варијабла z, од својот таргет z^*.

$$i - i^* = \theta(z - z^*) \qquad (23)$$

Помеѓу можните алтернативни таргетни варијабли дискутирани во оваа студија се предлага таргетирање на сумата на ценовното ниво p и реалниот производ q (номиналниот приход $p + q$), која се користи за формула за таргетирање на номиналниот доход и вториот збир на варијабли со инфлацијата и производот. Тејлоровата формула е варијанта на второто правило со реален производ и инфлација. Номиналната каматна стапка тогаш е еднаква на сумата на рамнотежната природна стапка на каматите, r^*, и инфлацијата π. Мерката за производниот јаз е $y = q - q^*$. Тејлор го поставува инфлацискиот таргет и рамнотежната реална каматна стапка со вредност од 2, а реактивниот параметар на 0,5. Ова е класичното или стандардното Тејлорово правило кое го опишавме погоре.

Меѓутоа, стандардното правило на Тејлор не беше развиено од сеопфатен теоретски модел. Тоа беше резултат на емпириски истражувања на спроведената

монетарна политика на ФРС во САД за временскиот период помеѓу 1987 и 1992 година. Со просечна реална краткорочна каматна стапка од 2% инфлацискиот таргет од 2% и еднаквата тежина на производниот јаз и инфлациското отстапување, Тејлор дојде до резултатот опишан во следната равенка (Бофингер, 2001, стр. 269):

$$i_t - \pi_t = 2 + 0.5(\pi_t - 2) + 0.5\left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}\right) \quad (24)$$

Литературата открива неколку проблеми со дизајнот на Тејлоровото правило. Стандардно ограничување на Тејлоровото правило е што тоа не е оперативно спроведливо. Креаторите на политиката ги немаат неопходните информации (Макалум, 1993). Формулата се потпира на претпоставките според концептот на природната каматна стапка и потенцијалниот производ, кои се сметаат за несигурни како индикатори на политиката (Орфанидес, 2003, стр. 4, 16-18 и 22). Критиката со несигурноста е поткрепена со таканаречената временска критика која се фокусира на прашањето на постоењето на информацијата во моментот на донесувањето на одлуката.

Постојат и некои специјални предвидувања. Прво, правилото на Тејлор е разбрано како правило кое се однесува на затворена економија каде што каматните стапки се единствениот фокус на монетарната политика. Бал (1999) и други текстови го модифицираат Тејлоровото правило кое е прилагодено за отворените економии. Истовремено, Тејлоровото правило е заменето или користено заедно со индексот на монетарните услови, сума на каматните стапки и девизниот курс (индексот на монетарните услови е опишан во делот за таргетирање на девизниот курс). Еден проблем со тој приод за прилагодување на каматните стапки е дека индексот во некои случаи ги вклучува долгорочните пазарни каматни стапки. Друг проблем со Тејлоровото правило во отворена економија е дека инфлациската варијабла треба да биде одвоена од ефектите на девизниот курс кои се привремени и кои се предизвикани од ценовните разлики.

Исто така, по дефиниција, правилото на Тејлор не е оптимално правило во монетарната политика и може да доведе до прекумерна реакција на централната банка во краток рок. За да постои било каква мерка на превентивност потребно е експлицитно правило за предвидувањата кое недостасува во Тејлоровото правило. За да се надминат проблемите на оптималноста постојат повеќе варијанти на Тејлоровото правило. Лансинг и Трехан (2001) покажуваат дека е можно Тејлоровото правило да биде усогласено со оптималната дискрециска монетарна политика со помош на соодветен степен на гледање нанапред од страна на агентите во приватниот сектор.

Пооптимизираните Тејлорови правила користат широка интерпретација на потесното правило (Рудебуш, 2002, стр. 6). Ако правилото е оптимизирано со замена на сегашната инфлација за прогнозираната инфлација, тоа подразбира повисок степен на дискреција вградена во прогнозата и правилото личи на генералното монетарно правило познато како инфлациско таргетирање. Најцитираните примери на овој вид оптимизација во литературата се Бернанке и Мишкин (1997) и Бернанке, Лаубах, Мишкин и Позен (1998). Можеме, исто така, да забележиме дека правилата базирани на оптималната каматна стапка изведени според квантитативните макроекономски модели, генерално, подразбираат посилна реакција на инфлацијата и производствениот јаз, отколку што тоа е пропишано од страна на Тејлоровото правило (Лансинг и Трехан, 2001, стр. 1). Лансинг и Трехан (2001) изведуваат едно од таквите правила базирани на предвидената инфлација и Тејлоровото правило.

Конечно, можеме да забележиме дека алтернативите за Тејлоровото правило кои се креирани да го решат проблемот со прекумерната реакција од страна на централните банки се базираат на постепеното менување на каматните стапки, тема од извесна важност за толкување на Тејлоровото правило. Еден пример, изведен од Адема и Стеркен (2003, стр. 34), е во следната форма:

$$i_t = \lambda i_{t-1} + (1-\lambda)[i^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*)] \qquad (25)$$

Формулата дава произволна тежина на каматата од претходниот период, што ги „измазнува“ промените во каматните стапки и дава подобро усогласување на реалните политики екс пост (види во Орфанидес, 1997, стр. 20). Постепеното менување на каматните стапки е техника користена од страна на централните банки да се дојде до пооптимална монетарна политика со фокусирање на очекувањата на економските агенти за стабилизациските цели на централната банка (Адема и Стеркен, 2003, стр. 35). Затоа што се користи, можеме да најдеме докази за постепено менување на каматните стапки (според дефиницијата тие мора да се менуваат во ист правец на повеќе наврати). Еден од доказите е концептот на инерција на каматните стапки која се користи како замена за постепеното менување на каматните стапки. Теоријата е дека висок степен на инертен параметар доведува до предвидливоста на движењето на идната краткорочна каматна стапка. Меѓутоа, моделите на (каматната) временската структура ја негира оваа предвидувачка моќ на краткорочните каматни стапки, правејќи го концептот некомпатибилен со вистинското однесување на финансискиот пазар (Рудебуш, 2002, стр. 22). Овие карактеристики на постепеното каматно менување можат да го направат Тејлоровото правило пооптимално, но исто така можат да ја ограничат неговата

теоретска вредност. Во краток преглед, правилото на Тејлор е често модифицирано од својата оригинална форма за да се зголеми оптималноста. Тоа се прави со користење на очекувањата и со забавените промени во каматните стапки (постепено менување на каматните стапки).

Постои и трет вид на оптимизација на Тејлоровото правило базирано на севкупни очекувања со кои очекувањата се базираат на сите достапни информации во времето t. Тоа може да биде напишано во следната форма:

$$i_t = i^* + \alpha_\pi E_{t-1}[\pi_t - \pi^*] + \alpha_y E_{t-1}[Y_t - Y^*] \,, \qquad (26)$$

каде што варијаблата Е ги претставува сите достапни информации. Сите оптимални Тејлорови правила, според претходната дискусија, се пооптимални од оригиналната формула која гледа наназад. Затоа што оптимизираното Тејлорово правило, со сите опции кои вклучуваат дискреција и е поблиску до реалноста, е сепак слично на оригиналното правило. Можеме исто така да заклучиме дека е можно, во некои случаи, да се објасни отстапувањето пронајдено во инструментите на монетарната политика со помош на едноставните правила (Рудебуш и Свенсон, 1999, стр. 232). Кога ќе се додаде дека овие правила се многу поробусни и употребливи во повеќе модели можеме да ја поддржиме оправданоста на користењето на едноставни правила во водењето на монетарната политика. Единствениот проблем е што е можеби тешко да се повторат истите резултати кога правилото се користи со различни теоретски модели. Во праксата Тејлоровото правило е важно како генерална одредница кога се користи како инструментално правило за активна (контрациклична) монетарна политика.

Таргетирање на номиналниот доход

На почетокот на 1990-тите години, Хал и Менкју (1994, стр. 74) сметаат дека постои консензус кој им дава предност на номиналниот доход како најподобен предмет за монетарната политика. Според ова гледиште, ако ги поставиме номиналниот доход на централното место во одредено монетарно правило оправданоста би била дека во рамнотежа, макроекономијата со полна монетарна неутралност, мирен развој на номиналниот доход создава правец кон ценовното ниво кое е едноставно сооднос помеѓу таргетот на номиналниот доход и рамнотежното ниво на доходот (Хал и Менкју, 1994, стр. 74). Во отсуство на случајно однесување на рамнотежниот национален производ, политиката ќе резултира во ценовна стабилност. Ако е мерена во смисла на БДП

производот, разумна дефиниција на експлицитното номинално БДП правило може да биде дека монетарната политика треба да го таргетира номиналното БДП (Бофингер, 2001, стр. 274).

Под таргетирањето на номиналниот доход, централната банка се обидува да ја минимизира разликата помеѓу стапката на раст на номиналниот БДП (сумата на инфлациската стапка и стапката на раст на реалното БДП) и на таргетираната стапка на раст на номиналниот БДП.

Таргетирањето на номиналниот доход доаѓа во форма на три вида номинални политики на доходот: таргетирање на растечката стапка (со кое што растот на номиналниот доход е чуван што поблиску до константата), таргетирање на нивото (со кое што нивото на номиналниот доход е што поблиску до правецот кој е пропишан со обврзувањето) и хибридно таргетирање (со кое што растот на номиналниот доход со текот на годините се чува што поблиску до една константа плус сегашниот процентуален јаз помеѓу тековниот доход и рамнотежното ниво) (Хал и Менкју, 1994, стр. 77).

Таргетното правило базирано на националниот доход е исто така имплицитно или инструменталното правило развиено од Макалум (1989). Во првиот случај таргетирањето на номиналниот БДП е формулирано како генерално монетарно правило слично на флексибилното инфлациско таргетирање. Бофингер (2001, стр. 277-278) гради споредба на таргетирањето на номиналниот доход со монетарното таргетирање за да ја испита подобноста на таргетирањето на номиналниот доход како правило за посредно таргетирање. Неговите заклучоци се дека не можеме да направиме посреден таргет со множење на два финални таргети (реалниот БДП и ценовното ниво) и дека контролата над номиналниот доход би требале да бидат препуштени на дискрециона акција на централните банки. Со други зборови, не постои ефективно посредно правило за таргетирањето на номиналниот доход. Во однос на вредноста на правилото на номиналното таргетирање во пракса постојат две страни на прашањето. Хал и Менкју (1994, стр. 77) формираат разумен професионален консензус за корисноста на таргетното правило. Како што веќе видовме, постојат и спротивни мислења за правилото (исто, види во Тејлор, 1985, стр. 63 и Кинг, 1994, стр. 11).

Правилото на Макалум

Како инструментално правило, таргетирањето на номиналниот доход е формулирано од страна на Макалум (1989) и се користи во литературата како

Макалумовото правило. Правилото ја дефинира просечната стапка на раст на монетарната база која е прилагодена нагоре (надолу) кога растот на номиналниот БДП е помал (поголем) од таргетната вредност (Бофингер, 2001, стр. 274). Макалум (1987, 1988, 1989 и 1999) опишува монетарно правило кое би се потпирало на монетарната база (сума на парите и резервите). Во објаснувањето, затоа што монетарната база е потполно контролирана од централната банка, може да се користи како инструмент за таргетирање на номиналниот БДП. Целта на таквата монетарна политика би била да се минимизира разликата од номиналниот БДП. Неговата инструментална формула за монетарната база е следната (Макалум, 1989 во Адема и Стеркен, 2003, стр. 27):

$$\Delta b_t = \Delta y^T - \Delta v^A + \lambda(\Delta y^T - \Delta y_t) \quad (27)$$

каде што b_t е монетарната база, а Vt е доходната брзина на монетарната база. Терминот Δy^T е таргетираната стапка на раст на номиналниот бруто националниот производ (БНП) (промената е 4,5% според Макалум), терминот Δv^A е промената во брзината на обртот на парите кои се дел од базата. Третиот термин е поставен како корекција на грешките и $\lambda = 0.5$. Разликата од Тејлоровото правило е што сите варијабли во Макалумовото правило се лесно мерливи. Затоа што единствениот проблем е поврзан со користењето на монетарната база, Макалум и Нелсон (1999) предлагаат користење на правилото на каматните стапки кое може да биде напишано на следниот начин:

$$\Delta y_t - k\Delta i_t = \Delta y^T - \Delta v^A + \lambda(\Delta y^T - y_t) \quad (28)$$

каде што$\Delta b_t = \Delta y_t - \Delta v_t$ и $\Delta v_t = k\Delta i_t$ кои претставуваат стабилна поврзаност помеѓу брзината на обртот на парите (велоситетот) и каматните стапки. Адема и Стеркен (2003, стр. 27) обезбедуваат финална форма на инструменталното правило на каматните стапки за таргетирањето на националниот доход:

$$\Delta i_t = [\Delta v^A + (1 + \lambda)(\Delta y_t - \Delta y^t)]/k \quad (29)$$

Нормативните одредници на монетарната политика

Една од практичните употреби на монетарните правила (истото е точно и за сите монетарни теории) е да обезбеди *нормативни одредници* за монетарната политика. Кларида, Гали и Гертлер (1999, стр. 23-44) даваат осум нормативни наоди, шест според најверојатното сценарио на оптималната монетарна политика со дискреција и две со обврзаност. Тие го користат истражувањето на сценариото како одредница за

студирањето на монетарната политика со обврска и во дискусии поврзани со ново кејнзијските перспективи во монетарната политика. Овде ги користиме нивните резултати како листа која би била подобна за споредување на водењето на монетарната политика во индустриските земји. Претпоставката е дека оптимизираните правила на монетарната политика се користат во водењето на политиката во овие земји и дека генералниот тренд во монетарната политика беше таа политика да се води со значаен удел на дискреција. Листата е следната:

1. Во мерка до која инфлацијата како последица на трошоците во производството е присутна; постои краткорочна размена помеѓу инфлацијата и производствената променливост.
2. Оптималната политика содржи инфлациско таргетирање во смисла дека е потребно да се стреми кон спојување на инфлацијата со својот таргет со тек на време. Меѓутоа, екстремно инфлациско таргетирање, односно, прилагодувањето на политиката да се постигне инфлацискиот таргет веднаш е оптимално само под еден од два услови: (1) непостои инфлација базирана на трошоците во производството или (2) не постои грижа за отстапувањето од производот ($\alpha = 0$).
3. Под оптимална политика, како реакција на порастот на очекуваната инфлација номиналните стапки треба да пораснат доволно за да ги зголемат реалните стапки. Поинаку речено, во оптималното правило за номиналните стапки, коефициентот на очекуваната инфлација треба да ја надмине вредноста од еден.
4. Оптималната политика бара усогласување на каматните стапки за тие перфектно да ги неутрализираат шоковите во побарувачката, g_t, и истовремено перфектно да ги прифатат шоковите за потенцијалниот производ, z_t,со чување на константна номинална стапка.
5. Ако централната банка посака да го зголеми производството над потенцијалното, тогаш под дискреција можно е појавување на помалку од оптимална рамнотежа со инфлацијата трајно над таргетот и без добивка во производот.
6. Именување на централен банкар кој придава повисока релативна тежина на инфлацијата отколку општеството како целина ја намалува неефикасната инфлациска склоност која се постигнува со дискреција.

   Оптималната монетарна политика со обврзување:

7. Ако поставувањето на цените зависи од очекувањата на идните економски услови, тогаш централната банка која може кредибилно да се обврзе со правило има подобрена краткорочна размена помеѓу инфлацијата и производот. Оваа добивка од обврзувањето се појавува дури и ако централната банка не преферира да постигне производ над потенцијалниот (т.е. дури кога к=0). Решението според обврзувањето во овој случај перфектно личи на решението кое се постигнува со дискреција на централната банка која на инфлацијата и придава поголемо значење, отколку вистинското социјално значење.
8. Според општото оптимално правило со обврзувањето централната банка делумно ја прилагодува побарувачката како реакција на инфлациските притисоци. Идејата е да се искористи зависноста на сегашната инфлација од очекуваната идна побарувачка. Додатно, додека централната банка именува конзервативен банкар (како во точката 7) може да ја подобри општествената благосостојба со дискреција, не изгледа дека е возможно да се постигне општо оптимално правило со оваа стратегија. Конечно, можни се и некои практични компликации во спроведувањето на општото оптимално правило на каматните стапки кои инволвираат потенцијална неодреденост, како што е дискутирано во Вудфорд (1998).

Овие наоди не се единствените кои се достапни. Други одредници се наоѓаат во слични описни листи (види во Мишкин, 2009).

Заклучоци за правилата во монетарната политика

Вистинската потрага по знаење во монетарната политика може да биде разбрано како наоѓање најдобра теорија која би помогнала со постигнувањето на целите во реалноста. Оптималните модели се поблиски до реалниот свет, но тие не се во можност да ги реплицираат сите влијанија врз крајните цели или крајните резултати на политиката. Во таа смисла, оптималните модели се само поблиску до оптималноста, отколку едноставните модели и се многу покомплексни за формирање, калкулирање и комуницирање. Можеме да размислуваме за концептот на релативната оптималност, но на единствен спектрум на правила со различни степени на блискост до она што навистина влијае врз економијата и тоа како навистина работи економијата. Без разлика што тие нудат големо количество на информации за сегашната состојба во економијата,

и затоа што се флексибилни, и ги вклучуваат алтернативните модели, и затоа што можат да бидат изменети за да се совпаѓаат со спецификациите на централните банки, оптималните правила се користат нашироко во составот на рамките на инфлациското таргетирање во развиените индустриски земји. Затоа што не постои механичко обврзување кон кој било од моделите, централната банка може да ги присвои како дел од стратегијата која е наречена „поглед на сè“ стратегија.

Едноставните модели, од друга страна, продолжија да се во пораст поради што отсликуваат некои од оптималните вредности и се истовремено полесни за работење и за разбирање во академските кругови и од страна на централните банки, како и јавноста. Тие можат да коегзистираат со поголем дел на оптимални модели. Некои економски текстови во раните 2000-ти години беа во недоумица како најдобро да се искористат монетарните правила и кои правила се покорисни во водењето на монетарната политика. Добар пример за таквата дебата е разликата помеѓу Макалум и Нелсон (2004) кои го промовираат користењето на инструменталните правила и Свенсон (2005) кој ги оспорува нивните аргументи и го промовира користењето на таргетните правила. Можеме, и покрај тоа, да заклучиме дека сè додека едноставните правила на монетарната политика се приближно добри како оптималните правила или ја претставуваат економијата добро, и сè додека нема обврзување, тие ќе продолжат да бидат користени и покрај нивните недостатоци. Под обврзување, и под реалистични информациски претпоставки, инструменталните правила водат до доста висок степен на инструментална нестабилност (Свенсон, 2005, стр. 623).

Да се процени посакуваноста и подобноста на кое било монетарно правило можеме да употребиме листа на карактеристики на она што формира добри монетарни правила. Еден таков критериум е содржан во следната листа на главни карактеристики (Хал и Менкју, 1994, стр. 73):

1. Ефикасност – добро монетарно правило треба да обезбеди минимална ценовна варијабилност за даден низок степен на варијабилност во вработеноста. Постои несогласување за важноста на робустноста како критериум за ефикасност на монетарното правило. Поддржувачите на оптималните правила обично стават поголема вредност на развиените макроекономски модели. Поддржувачите на едноставните монетарни правила укажуваат дека правилата треба да бидат робусни за да се применливи низ целиот спектрум на макро моделите.

2. Едноставност – лесно разбирливите и лесно спроведените правила се користат од страна на централната банка за да го комуницираат ставот и правецот на монетарната политика.
3. Прецизност – некои инструментални и специфични таргетни правила се доста прецизни и придонесуваат за транспарентноста на монетарната политика.
4. Одговорност – централните банки мора да имаат баланс помеѓу потребата за дискреција и потребата за транспарентност. Монетарните правила се поодговорни ако јавноста или централната банка се запознаени дали политиката е во вистинска насока.

Овие карактеристики исто така прават важна поента за монетарната политика. Ниту една не е перфектна и без споредни ефекти и последици. Најдобро е ако централната банка може да има балансиран приод кон водењето на монетарната политика. Тоа е исто така делумната причина зашто генералните таргетни правила дозволуваат значајна дискреција, зашто се посакувани и се усвоени од мноштвото централни банки.

Затоа што монетарните правила се користат во моделите на економијата (или служат како модели), нивното користење е ограничено со познавањето на системот на трансмисиониот механизам, претпоставките кои ги имаме за човековото однесување и претпоставка дека системот функционира исправно. Во индустриските земји централните банки се потпираат на доброфункционирачкиот систем и постоењето на доброфункционирачкиот пазар за пари и кредити. Ако овие системи не работат како што треба, како што се случи во 2008 година, без разлика какви модели на монетарните правила се употребени и кои инструменти се користени во спроведувањето на монетарната политика резултатот ќе биде економска турбуленција. Кредитниот канал особено зависи од доброто функционирање на банкарскиот сектор. Пазарот за пари е критичен за монетарната политика затоа што каматните стапки се под примарно влијание на централната банка со помош на интервенција во отворениот пазар и со помош на владини обврзници. Вредноста и користењето на овие обврзници исто така имаат влијание врз ефективноста на монетарната политика.

Затоа, најреалистичната опција во смисла на поновите монетарни теории, е преференцата за оптимални монетарни правила и отсутност на обврзување. Причината, како што беше посочено, е дека развиените индустриски земји немаат направено експлицитни обврзувања да се придржуваат на кое било монетарно правило.

Монетарната политика е често моделирана според реакциските функции или правила кои опишуваат како централната банка реагира на клучните макроекономски варијабли (Лансинг и Трехан, 2001, стр. 1). Во двата случаи, едноставните правила се користени во теоретска, академска или практична смисла да се добие најдобриот таргет, да се дојде до предвидување или да се постави, или да се тестира одредена одлука. Сепак, тие остануваат само одредница која е користена во моделите или да помогне со одлуките за монетарната политика. Централните банки во развиените индустриски земји ги користат монетарните правила во погенерална рамка која користи генерални таргетни правила или таргетни режими во монетарната политика. Главната карактеристика на овие правила се дека тие нудат флексибилност во справување со шоковите во исто време кога се следат таргетните цели (Николов, 2002, стр. 2).

Конечно, можеме да ги сумираме дискусиите за монетарните правила со описот на неодамнешните случувања во областа на монетарната политика од Вудфорд (2003) кој пишува опширно за предметот на новиот консензус. Неговите размислувања за монетарните правила ги потврдуваат наодите кои се наведени во оваа точка:

> „Она што се случува во почетокот на новиот век е новиот консензус во полза на монетарната политика која е дисциплинирана со разни правила кои обезбедуваат стабилен стандард на вредност, наместо политика која е одредена на чисто дискрециона база за да служи на кои било цели кои изгледаат поважни во тоа време. Во исто време, новите монетарни правила не се слепо механички како правилата на златниот стандард кои ја дефинираа монетарната ортодоксност од пред еден век. Тие се, наместо тоа, принципи на систематско водење за институциите кои се свесни за последиците од нивните акции и преземаат одговорност за нив и кои ги избираат нивните политики со внимание за постигнатото. (Вудфорд, 2003, стр. 3).

Таргетните режими на монетарната политика

Додека трансмисиониот механизам на монетарната политика го објаснува начинот на кој монетарната политика влијае врз агрегатната побарувачка и монетарните правила даваат научна основа за методологијата користена во водењето на монетарната политика, централните банки во периодот по престанокот на Бретон Вудс аранжманот користат генерални таргетни правила или стратегии за да ги постигнат целите на

монетарната политика. Тие често се нарекуваат, или се разбрани, како монетарни режими или рамки и се дури и почесто нарекувани како стратегии на монетарната политика. Поради нивната генерална и пофлексибилна природа, некои текстови ги нарекуваат таргетните правила или таргетни режими (Валш, 2003, Макалум и Нелсон, 2004). Свенсон (2005, стр. 616) признава дека за да се разликува помеѓу широката рамка на таргетните правила (кои тој ги нарекува генерални таргетни правила) и специфичните таргетни правила (или експлицитните таргетни правила) терминот таргетни режими има повеќе смисла во опишувањето на широките монетарни правила или рамки.

Таргетните режими имаат потенцијално значајни бенефиции во смисла на нивната комуникациска вредност. Како такви, тие беа користени за да го опишат водењето на монетарната политика од страна на централната банка. Веќе ги дефиниравме монетарните таргетни режими во дискусијата за монетарните правила. Овде ќе ги откриеме некои од додатните карактеристики, описите на главните режими користени во периодот на испитувањето и некои од бенефициите во користењето на таргетните режими како рамка во монетарната политика.

Двете најважни карактеристики на таргетните режими се дека тие (1) не се ексклузивно зависни од монетарните правила и (2) дека тие го следат методот на одредување номинално сидро во форма на посреден таргет кој централните банки веруваат дека имаат влијание врз финалните таргети на монетарната политика. Во таа смисла, генералните таргетни правила се повеќе или помалку рамки за монетарната политика која ги содржи моделите и дискрециските правци на политиката.

Најширокатa можна дефиниција на режимите на монетарната политика е таа на Бордо и Шварц (1997, стр. 1): „Монетарните режими ги дефинираме како збир на монетарни аранжмани и институции придружени со збир на очекувања – очекувања од јавноста за акциите на креаторите на политиката и очекувања на креаторите на политиката за реакцијата од јавноста за нивните акции. Со вклучувањето на очекувањата монетарните режими се разликуваат од постарите концепти на монетарните стандарди кои посочуваат едноставно на институциите и аранжманите кои ја водат монетарната понуда“.

Можеме да го толкуваме Бордо и Шварц (1997) со опишување на таргетните режими како преовладувачки облици на мешавината на институциски, теоретски и оперативни системи за монетарна контрола. Додатокот на очекувањата е интересен од перспектива на теоретската револуција на рационалните очекувања во периодот непосредно по крајот на Бретон Вудс (за детален опис на оваа револуција во теоријата

види во Милер, 1994 и Мишкин, 1995). Очекувањата исто така ја збогатуваат мрежата на влијанија каде што креаторите на политиката се потпираат на влијание врз макроекономските агрегати преку каналот на трансмисиониот механизам базиран на каматните стапки и преку каналот на очекувања.

Бордо и Шварц упатуваат на пост-Бретон Вудс периодот како посебен монетарен режим базиран на принудни пари. Затоа монетарното, инфлациското и девизното таргетирање, сите имаат номинално сидро, базирани се на принудни пари (паричен систем кој не користи стоки) и содржат ограничувања наметнати од институциите, оперативните процедури и очекувањата кои влијаат врз макроекономските агрегати.

Последно, за да се поедностави дефиницијата уште повеќе, монетарната стратегија генерално и монетарните таргетни правила специфично одговараат на прашањата: како монетарната политика треба да биде водена за да се постигне целта на ценовната стабилност. Додатна бенефиција на таргетните режими е дека тие ги комбинираат крајните цели на монетарната политика, каналите на трансмисиониот механизам и монетарните правила. Ако ги додадеме институциските рамки (централните банки), тие имаат посебен придонес на процесот и на одлуките. Од друга страна, разбирањето на монетарните таргетни режими ја спојува науката и уметноста во монетарната политика.

Постојат четири важни монетарни режими: монетарно таргетирање, инфлациско таргетирање, таргетирање на девизниот курс и монетарна политика со имплицитно номинално сидро. Во оваа точка ќе ги испитаме теоретските основи за три од овие режими, монетарното, инфлациското и девизното таргетирање. Монетарната политика со имплицитно сидро беше користена во САД до 2012 година и беше споменувана како имплицитно инфлациско таргетирање. Како таква, ќе ги испитаме карактеристиките и користењето на овој таргетен режим во состав на описот на американската монетарна политика. Во оваа точка, тој режим е третиран само како подвид на режимот на инфлациското таргетирање кој ги задржува некои, но не и сите карактеристики на инфлациското таргетирање.

Монетарното и инфлациското таргетирање беа фокус на анализите во индустриските земји поради следните причини: Прво, монетарното и инфлациското таргетирање се внатрешно ориентирани монетарни режими. Попрецизно, номиналното сидро, домашните монетарни агрегати или домашната инфлација во четирите индустриски земји кои ќе ги испитуваме подоцна, се главно одредени од внатрешната економија. Второ, двата режими и нивните варијанти се одговорни за скоро сите

стратегии и спроведување на монетарната политика во овие земји преку периодот од 35 години. Трето, тие исто така ја претставуваат еволуцијата на монетарната теорија и пракса. Таргетирањето на девизниот курс беше користен во индустриските земји како второстепен монетарен таргет и дури како главна монетарна стратегија (како во случајот на ОК), но не е од критична важност за општото водење на монетарната политика.

Монетарно таргетирање

Експлицитното монетарно правило користено во монетарното таргетирање припишува дека порастот на стапката на парите треба да го следи среднорочниот правец кој е одреден според квантитативната теорија (Бофингер, 2001, стр. 249). Овој концепт почнува со појавувањето на монетаристичката школа за време на 1950-те и 1960-те години и е водена од добро познатите економисти во тоа време. Најрепрезативните текстови на монетаристичката школа се тие на Фридман (1968), Брунер и Мелцер (1964) и Брунер (1968). Затоа што монетарните правила се базирани на едноставната теоретска рамка опишана во квантитативната теорија и обезбедува вградена стабилност поради јаките самостабилизирачки тенденции на флексибилните цени, тие беа широко прифатени во индустриските земји како замена за режимот на поврзување на националните валути со американскиот долар. Монетарното таргетирање обезбедува номинално сидро во време на нестабилност непосредно по колабирањето на аранжманот на Бретон Вудс во раните 1970-ти.

На прво место, целите на монетарната политика под монетарното таргетирање се добро познатите цели на ценовната стабилност, економскиот производ и други цели во монетарната политика. Главната задача на монетарната политика под монетарното таргетирање тогаш станува зголемувањето на монетарната понуда со текот на времето и во согласност со насочената стапка на вистинскиот пораст, и да го задоволи постигнувањето на крајните цели на монетарната политика. Ова, во теорија, треба да ја спречи паричната сума да стане извор на економска нестабилност и би требало, додатно, да го овозможи зголемувањето на производот и инфлацијата. Монетарното таргетирање како такво е стратегија на среден рок карактеризирана со неутрален правец за паричната сума, но исто така методологија за постигнување на крајните цели на монетарната политика со користење на монетарни агрегати како споредни таргети.

Монетарното таргетирање има два клучни елементи од кои секој содржи елементи на монетарниот трансмисиски процес. Прво, централната банка изведува

годишна таргетна стапка за сумата на парите базирано на квантитативната равенка за парите и второ, го контролира монетарниот пораст за да го постигне посакуваното ниво на сумата на парите. Спроведувањето е постигнато со користење на каматните стапки како оперативен таргет. Инструментното правило за поставувањето на оперативниот таргет е таканаречената потенцијална формула со помош на која нивото на краткорочните каматни стапки е базирано на вредноста на одредниците на таргетите за монетарниот пораст. Според тоа постојат три правила: (1) таргетното правило за одредување на нивото на сумата на парите во согласност со финалните цели на монетарната политика (потенцијалната формула), (2) инструменталното правило со кое се поставува точната вредност на оперативниот таргет (каматната стапка) за постигнувањето на посредниот таргет (посакуваното ниво на сумата на парите) и (3) спроведувачките правила за да го постигне оперативната цел која е во согласност со постигнувањето на посредниот таргет. Овде ќе ги разгледаме првите две правила користени во монетарното таргетирање и ќе ја одложиме дискусијата за спроведувањето до следната точка.

Потенцијалната формула

Почетната точка за монетарното таргетно правило, поставувањето на монетарниот таргет, е одредена со користењето на потенцијалната формула. Формулата се базира на квантитативната равенка за пари и е во следната форма:

$$MV = PY \tag{30}$$

После решението за сумата на парите и трансформацијата за порастот на стапките следи:

$$\hat{M} = \pi + \hat{Y} - \hat{V} \tag{31}$$

Стапката на промена во сумата на парите е еднаква на сумата на инфлацијата, промената на стапката на реалниот пораст на националниот приход и стапката на промена на брзината на обртот на парите.

Потенцијалната формула ги заменува актуелните вредности со вредностите на трендот за да се добијат трите одредници на таргетот за пораст и кои имаат среднорочна ориентација. Бофингер (2001, стр. 250) ја модифицира формулата со користење на поширокиот таргет М3 и ги објаснува вредностите за нормативните или тренд-вредностите во потенцијалната формула на следниот начин:

$$\widehat{M}3^{*} = \hat{\pi}^{norm} + \hat{Y}^{pot} - \hat{V}^{trend} \quad (32)$$

Инфлацискатa стапка на потенцијалната формула е нормативна и поставена од страна на индивидуалните централни банки (во Германија оваа инфлациска стапка беше позната како неизбежно зголемување на цените). Реалниот пораст како дел на потенцијалната формула го претставува трендот на стапката на реалниот пораст на БДП и е идентичен на стапката на пораст на потенцијалниот производ. Ова во теорија има стабилизирачки ефект кој работи во контрацикличен правец. Порастот на стапката на БДП под овој тренд би подразбирал помал пораст на парите. Со други зборови, понудата на пари е ориентирана кон потенцијалниот пораст и има контрацикличен ефект врз правецот на бизнис циклусот. Третиот елемент на формулата е долгорочниот тренд на брзината на обртот на парите. Повторно, вредноста е многу поинаква од предвидената вредност на таа брзина на парите, варијабла кој е понестабилна во краток рок и која беше во опаѓање за време на периодот под монетарно таргетирање во индустриските земји. Вредностите претставени во потенцијалната формула се извонредно стабилни со текот на времето (Бофингер, 2001, стр. 252).

Како што веќе видовме, квантитативната теорија бара стабилна вредност за трендот на брзината на обртот на парите. Додека побарувачката на пари е стабилна во долг рок, во краток рок отстапувањето во паричната сума може да се објасни со нестабилна брзина. Затоа што сумата на парите во монетарното таргетирање се користи како индикација за ставот на монетарната политика, краткорочните отстапувања од сумата на парите од таргетната стапка можат да се загрижувачки ако сакаме да воспоставиме кредибилитет базиран на постигнување на монетарните таргети. Односот помеѓу побарувачката на пари и монетарната политика е од посебно значење во успехот на монетарниот таргетен режим. Поставувањето на монетарните таргети на годишно ниво се посебно проблематични. Ако побарувачката на пари не е стабилна, заради краткорочните трендови на брзината на обртот на парите или поради ефектите на промените на каматните стапки (комплетно занемарени во квантитативната теорија), монетарните таргети можат да се промашат. Уште поважно, затоа што сумата на парите не ги отсликува инфлациските притисоци, централните банки не мора да ја корегираат монетарната политика со прилагодувањето на сумата на парите во однос на таргетот. Резултатот е несигурно монетарно правило. Монетарното таргетирање, според тоа, се потпира на други политики кои имаат директно влијание врз инфлацијата и е разбрано како генерално таргетно правило, а не како едноставно или инструментално правило во монетарната политика. Накратко, централните банки го вклучија порастот на парите во

своите процеси на пофлексибилен начин, знаејќи дека движењето во парите не се секогаш знак на движење во идните цени или производот. Со други зборови, централните банки користеа флексибилно монетарно таргетирање (Фридман, Б. М., 1996, стр. 6). Бундесбанката и другите централни банки, вклучувајќи ја Банката на Англија, промашија многу од своите монетарни таргети без последици врз нивните крајни таргети. На еден начин, тие донесуваа одлуки за промена на каматните стапки и резервите кога однесувањето на монетарниот пораст беше неочекуван од случај на случај, го користеа монетарниот пораст како информативна варијабла. Оваа дискусија води кон вториот елемент на монетарното таргетирање, инструменталното правило за постигнување на монетарниот таргет.

Инструменталното правило во монетарното таргетирање

Ако монетарниот пораст го надмине таргетот, централната банка мора да ги зголеми краткорочните каматни стапки со цел да се намали монетарниот пораст и спротивно, ако монетарниот пораст падне под монетарниот таргет. Формулата која го опишува инструменталното правило е следната:

$$i_t - i_{t-1} = \gamma(\mu_t - \mu^*)\ with\ \gamma > 0 \qquad (33)$$

каде што i_t е каматната стапка, μ е монетарниот пораст и μ^* е монетарниот таргет. За да биде постигнат посредниот таргет со користење на ова специфично правило, побарувачката на пари мора да биде стабилна. Ако таква стабилност не може да биде постигната во краток рок, контролата над монетарниот пораст на годишно ниво не може да биде многу прецизна затоа што правилото би ја загубило една од клучните претпоставки. Влијанието на каматните стапки врз побарувачката на пари е додатна причина за неефективноста на правилото во праксата. Дистрибуцијата на побарувачката помеѓу средствата како што се парите и други форми на заштеди (според теоријата на побарувачката на пари) и контролата над поширокиот монетарен агрегат со краткорочните каматни стапки кажува дека кога порастот на парите е превисок каматните стапки мора да бидат спуштени за да ја забават стапката на порастот на парите. Ова, се разбира, е спротивно на она што централната банка треба да го направи ако следи поинакво монетарно правило или режим кој е фокусиран на намалувањето на инфлациските притисоци. Литературата за монетарното таргетирање наспроти таргетирањето на каматната стапка почнува со моделот развиен од страна на Пул (1970) во кој има дискусија за тоа кој инструмент е поподобен за инфлацијата или производот

како цел на монетарната политика. Ако има шок во побарувачката на пари, монетарното таргетирање би било инфериорно на таргетирањето на каматните стапки затоа што таргетирањето на каматните стапки ги одржуваат каматните стапки на посакуваното ниво, компензирајќи за монетарните нарушувања со усогласување на понудата за пари. Ако централната банка употребува монетарно таргетирање, овие нарушувања во ЛМ кривата се пренесуваат на реалната економија (Бофингер, 2001, стр. 119).

Иако корисно при справување со некои од проблемите на монетарното таргетирање во постигнувањето на одредените таргети и крајните цели на монетарната политика, моделот на Пул (1970) е објект на друг вид критика. Имено, може да доведе до конфузија во смисла на разбирањето на монетарните инструменти и оперативните таргети (Биндсеил, 2004, стр. 31). Монетарното таргетирање е базирано на монетарните агрегатни таргети како посредни таргети на монетарната политика, не на инструментите на монетарната политика. Каматните стапки се оперативни таргети. И двете не се инструменти на монетарната политика, кои се дефинираат како алатки достапни на централната банка за постигнување на оперативните таргети. Во најтесна дефиниција, трите алатки или инструменти на монетарната политика се дисконтниот прозорец, задолжителни резервни барања и операциите во отворениот пазар.

Генерално, монетарното таргетирање е политика која го вреднува неутралниот правец на монетарниот пораст. Во таа смисла е монетарно правило кое би било во согласност со монетаристичкиот приод. Ова би значело дека краткорочните шокови во побарувачката и понудата не се причина за акција од страната на централната банка. За да се разбере влијанието врз финалните таргети на монетарната политика и општата рамка на монетарното таргетирање како режим, можеме да го разгледаме односот помеѓу монетарните агрегати и финалните цели на монетарната политика во однос на производот и инфлацијата.

Предвидувачкиот квалитет на монетарниот пораст за производот и инфлацијата е испитувано од страна на економистите во текот на годините. Специфично за монетарното таргетирање во ОК можеме да го користиме истражувањето на Бенати (2006, стр. 21-23) и Гарат, Куп, Мисе и Вахи (2007). Испитувањето на односите помеѓу порастот на парите и производот или инфлацијата во ОК, како и на други места, не дава дефинитивни заклучоци или резултатите се различни во различни студии. Конечно не постои јасен правец помеѓу причините и последиците. Можеме, меѓутоа, да кажеме дека сите модели на однесување кои крајно произведуваат промени во цените и реалните активности исто така вклучуваат движења во парите (Фридман, Б. М., 1996, стр. 5).

Под стриктни услови, во кои монетарниот пораст може да биде потполно контролиран (чисто монетарно таргетирање), порастот на парите би бил егзоген, додека инфлацијата би се прилагодила како ендогена. Под овие услови монетарниот пораст предизвикува инфлација (Бенати, 2006, стр. 23). Во поинакви услови постојат докази дека парите не се најдобриот индикатор на монетарниот став и може да е лош посреден таргет. Објаснувањето за оваа карактеристика може да се најде ако се земе предвид улогата на парите во трансмисиониот систем.

За патоказ кон улогата на парите го земаме примерот со Банката на Англија (БА, 1999, стр, 10-11). Во монетарна политика базирана на каматните стапки (каматните стапки овде се оперативни таргети на монетарната политика) промените во политиката за каматните стапки се смета дека имаат ефект врз производот и инфлацијата без многу внимание на монетарните агрегати. Ова е невообичаено затоа што трансмисиониот механизам е опишан како да работи преку промените во монетарната понуда или е промена на понудата на пари која создава прекумерна побарувачка или понуда на пари кое води кон промени во потрошувачката. Во теоријата каматните стапки се резултат на оваа понуда и побарувачка во пазарот за пари. Меѓутоа, за секој правец на официјалната стапка постои имплициран правец на монетарните агрегати. Додека во таа смисла парите се номиналното сидро во системот „каде официјалната каматна стапка е инструментот на политиката, сумата на парите и инфлацијата се заеднички предизвикани од други варијабли“ (БА, 1999, стр. 11).

Ова гледиште наведува дека монетарните агрегати можат, во најдобар случај, да бидат индикатори на монетарната политика и можат да се сметаат како таргети слични на инфлациската стапка, не и значаен посреден таргет за монетарната политика. Дури и монетарното таргетирање не се користи само со сумата на парите да влијае врз производот или инфлацијата и ги третира како индикативни варијабли. Врската со финалните таргети во индустриските земји беше прекината до средината на 1980-те кога серија финансиски иновации понатаму ја намалија репутацијата на парите како индикатор на монетарната политика. За секоја земја, причината за усвојувањето на монетарното таргетирање и напуштањето на истото беше слична. На крајот, меѓутоа, теоретските тешкотии со монетарните агрегати беа во ист правец со емпириските докази за загубата на нивните предвидувачки карактеристики.

Инфлациско таргетирање

За потполно да се разбере режимот на инфлациското таргетирање на монетарната политика треба да се земат предвид скоро сите знаења и теории на централното банкарство, трансмисиониот механизам, монетарните правила и извесно познавање на теоријата на рационалните очекувања. Ова е доследно на идејата дека постои еволуција во монетарната стратегија, теориите и спроведувањето од 1973 година до првото спроведување на инфлациското таргетирање на крајот на 1980-те. Оттогаш инфлациското таргетирање беше формално усвоено како монетарна стратегија од страна на Нов Зеланд, Канада, ОК, Шведска, Израел, Австрија и Швајцарија, а САД водеше стратегија на имплицитно инфлациско таргетирање.

Ова усвојување на инфлациското таргетирање е практична примена на монетарната теорија која беше истражена потполно дури откако инфлациското таргетирање беше применето во развиените индустриски земји. Теоретската расправа за инфлациското таргетирање почна да биде сериозна во 1990-те и продолжува да биде актуелна и денес со резултатите на теоретското истражување, сèуште во научно истражувачка фаза. Литературата за инфлациското таргетирање е широка и го покрива секој можен аспект на таргетирањето како режим. За нашите цели можеме да употребиме неколку од референтните текстови и учебници напишани за темата и можеме да ги користиме на артиклите и оригиналните извори (како што се централните банки) кои се фокусираат на теоретските аспекти на инфлациското таргетирање. Без разлика на сложеноста и мноштвото на извори основниот концепт на инфлациското таргетирање е релативно едноставен за дефинирање.

Бернанке ет ал. (1999, стр. 4) го дефинираат инфлациското таргетирање на следниот начин: „Инфлациското таргетирање е рамка за монетарната политика карактеризирано со јавното објавување на официјалните квантитативни таргети (или таргетни опсези) за инфлациската стапка преку еден или повеќе временски периоди и со експлицитно признавање дека ниската, стабилна инфлација, е примарната цел на монетарната политика во долг рок“.

Според оваа дефиниција, нагласокот е на објавувањето на таргетот за инфлацијата преку одреден временски период. Инфлацискиот таргет е избран во однос на некоја мерка на инфлација која е транспарента, широко базирана, точна и навремена (Бернанке ет ал., 1999, стр. 27). Референтната вредност за некоја верзија од потрошувачкиот ценовен индекс, познат по англискиот акроним CPI, би го исполнил

критериумот ако податоците кои се дел од индексот се кредибилни и ако се компилирани од независна агенција. Временскиот хоризонт треба да ја осигури среднорочната ориентација на монетарната политика. Во теоријата, понекогаш, може да е пожелно временскиот период да се варира зависно од бизнис циклусот или од некој друг макроекономски шок што ќе го направи прескапо постигнувањето на инфлацискиот таргет (Бернанке ет ал., 1999, стр. 31). Во практиката хоризонтот е поставен според проценките за задоцнувањата во трансмисискиот механизам. Во случајот на ОК должината на периодот е две години затоа што БА проценила дека одзема две години за каква било промена која има влијание на инфлациската прогноза да земе ефект.

Инфлациското таргетирање инволвира многу повеќе од одредувањето на инфлациската цел и комуницирањето на целта на јавноста. За да се долови полниот опсег на рамката можеме да го дефинираме инфлациското таргетирање според следните пет главни елементи или специфични карактеристики: (1) јавно објавување на среднорочниот бројчен таргет за инфлацијата, (2) институционална обврзаност за ценовна стабилност како примарна цел на монетарната политика, на која сите други цели се подредени, (3) ексклузивно информациска стратегија во која многу варијабли се користат во одлучувањето на монетарните инструменти, (4) зголемена транспарентност на монетарната стратегија низ комуникација со јавноста и пазарите за плановите, целите и одлуките на монетарните власти и (5) зголемена одговорност на централната банка за постигнувањето на своите инфлациски цели (Мишкин, 2001, стр. 1). Други извори кои ја потврдуваат оваа листа ги вклучува Кинг (1994), Леидерман и Свенсон (1995), Бернанке и Мишкин (1997) и Бернанке ет ал. (1999). Според оваа дефиниција на монетарното таргетирање можеме да заклучиме дека инфлациското таргетирање е базирано на многу повеќе отколку механичко монетарно правило.

Додатно на овие одлуки за варијаблите кои ќе бидат користени за одредување на прогнозата и другите таргети на монетарната политика и временскиот период, инфлациското таргетирање бара од централната банка или владата да донесе одлуки за: (1) дефиницијата на ценовна стабилност, (2) поставувањето на инфлацискиот таргет и (3) методите на комуникација со јавноста и помеѓу институциите во монетарната политика.

Дефиницијата за ценовна стабилност под инфлациското таргетирање е поставена од страна на централната банка или на владата и е обично поставена како финална цел за монетарната политика. Можеме да позајмиме општа дефиниција од изјавата на Алан Гринспен, гувернерот на ФРС на САД од 1987 до 2006 година: „Ценовна стабилност е

ситуација во која домаќинствата и бизнисите во донесувањето на своите одлуки за заштедата и инвестициите можат безбедно да ги игнорираат можните и одржливите, генерални ценовни зголемувања или намалувања“ (Гринспен, 1988, стр. 14). Со други зборови, очекуваната стапка на генералното ценовно ниво престанува да биде фактор за индивидуалните и бизнис одлуките.

Оперативно кој било инфлациски број помеѓу нула и 3% се смета за постигнување на критериумот и беше користен како инфлациски таргет под инфлациското таргетирање (Мишкин, 2001, стр. 1). Исто така, постои и дебата дали таргетот за монетарната политика треба да биде ценовно ниво или ниво на инфлација. И двете имаат предности и недостатоци. Како што самото име на таргетниот режим кажува, во практиката сите централни банки кои го употребувале овој режим имаат избрано долгорочни инфлациски таргети и таргетно ниво над нулата. Ако имаат одредена точка за таргетот имаат и некаков вид опсег или маргина за грешки (Бернанке ет ал., 1999, стр. 30).

Третиот важен елемент е комуникацијата. Со инфлациското таргетирање, гледиштата на централната банка за минатите и идните движења на инфлацијата и монетарната политика се јасно презентирани во разни изјави и инфлациски извештаи. Модалитетите за комуникацијата вклучуваат институционални аранжмани, објавени материјали, сведоштва и говори (Мишкин и Позен, 1997, стр. 10). Главната цел на комуникацијата е да се изгради поддршка и разбирање за монетарната политика и да се воспостави очекување за иднината. Оваа карактеристика на комуникацијата е важна за инфлациското таргетирање затоа што се потпира на принципи на гледање нанапред воспоставено како критично за каналот на очекувањата во монетарната политика. Очекувањата (од каматните стапки или инфлацискаta прогноза) се толку важни за инфлациското таргетирање и монетарната политика што дисциплината на монетарната политика може да се смета како менаџирање на очекувањата (Свенсон, 2007, стр. 3).

Во случајот на инфлациското таргетирање мораме да кажеме дека монетарните правила кои се користат од страна на централната банка еволуираат и во исто време стануваат понерелевантни за користење на инструментите на монетарната политика. Тие остануваат базични формули за комплексните макроекономски модели кои се предлагаат во креирањето на политиката.

Инфлациското таргетирање подразбира дека централната банка ја чува својата инфлациска прогноза блиску до својот инфлациски таргет преку релевантен период. Одредувањето на таргетната вредност и предвидената вредност на инфлацијата играат

клучна улога во целиот концепт на инфлациското таргетирање (Бофингер, 2001, стр. 260). Инфлацискиот таргет е одреден од страна на централната банка или владата на ниво кое е во согласност со концептот на ценовната стабилност.

Одредувањето на прогнозата, меѓутоа е комплицирано. Во однос на монетарните правила можеме да ја ограничиме дискусијата на неколку заклучоци. Прво, прогнозата е обично објавена како комуникациска алатка за инфлациското таргетирање на централната банка. Второ, прогнозата претпоставува временски период (обично 6 до 8 квартали) кој ги вклучува задоцнувањата во трансмисиониот механизам во равенките. Трето, инфлациската прогноза е условена и базирана на претпоставката за константна краткорочна каматна стапка (во ОК) или условена со правецот на каматните стапки (Нов Зеланд). Четврто, инфлациската прогноза не е механички резултат на еден макроекономски модел и обично е направен со користење на широк збир на модели и информациски варијабли. Инфлациското таргетирање генерално и одредувањето на инфлациската прогноза специфично бараат користење на структурни модели и модели кои користат на слободна проценка за економијата во зависност од кои информации централната банка ги смета за релевантни (Бернанке ет ал., 1999, стр. 22).

Имплицитното правило на инфлациското таргетирање

Можеме да најдеме детална дискусија за имплицитните правила на инфлациското таргетирање во Свенсон (1999), Халдајн (1997), Халдајн и Батини (1998), Рудебуш и Свенсон (1999) и Бофингер (2001). Имплицитното инструментално правило може да се постави како припишан правец на акција за централната банка: ако условната прогноза води до вредност која е повисока отколку таргетот, потребно е зголемувањето на краткорочната каматна стапка и спротивното е точно за вредност помала од таргетната. Формулата е релативно едноставна повратна инструментална формула која гледа нанапред. Формулата ги содржи каматните стапки, идната инфлација (изведена од инфлацискиот таргет) и временски период за актуелниот инструмент и споменатата претпоставка за краткорочната камата за предвидениот временскиот период. Оваа формула изведена од Свенсон (1999, стр. 615) е следната:

$$i_t = \bar{\imath} + \gamma\left(\pi_{t+T|i_{t-1}} - \pi^*\right) \;\; with\, \gamma > 0 \qquad (34)$$

каде што $\bar{\imath}$е просечната краткорочна каматна стапка. Инструментот реагира директно на отстапувањето на инфлациското предвидување (кое е во согласност со

правилото) од инфлацискиот таргет. Бофингер (2001, стр. 263) дава малку поинаква верзија на формулата со додатно објаснување:

$$i_t - i_{t-1} = \left(\pi_{t+T|i_{t-1}} - \pi^*\right) \ with\, \gamma > 0 \qquad (35)$$

„Каматните стапки во времето t мора да бидат повисоки отколку каматните стапки во t-1 ако условната прогноза во t за T квартали нанапред базирано на каматните стапки во t-1 ја надминува таргетната вредност“ (Бофингер 2001, стр. 263).

Според Халдајн и Батини (1998), кои даваат уште подетална форма на имплицитното инструментално правило, политиката која гледа нанапред е постигната со проценување на класа едноставни правила со повратен механизам базиран на очекуваните вредности на идната инфлација. Затоа што се базирани на прогноза, правилата личат на однесувањето на централните банки во праксата (Халдајн и Батини, 1998, стр. 3). Овие поедноставни правила кога имаат механизам кој гледа нанапред се често опишани како блиски на оптималните правила. Формулата на Халдајн и Батини (1998) ја илустрира општата верзија на ваквите правила:

$$r_t = \gamma r_{t-1} + (1-\gamma) r_{t^*} + \theta\left[E_t \pi_{t+j} - \pi^*\right] \qquad (36)$$

каде што r_t претставува краткорочна екс-анте реална каматна стапка, $r_t \equiv i_t - E_t\, \pi_{t+1}$, каде што i_t е номиналната каматна стапка, r_t^*претставува рамнотежна вредност на реалните каматни стапки; $E_t(.) = E(.|\Phi_t)$, каде што Φ_t е информациски збир достапен во времето t, а E е математички оператор на очекувањата; π_t е инфлација; и π^*е инфлацискиот таргет. Другите елементи во формулата се еднакво важни: параметарот γ го претставува степенот на постепената промена на каматните стапки со $\gamma = 0$ кое претставува недостаток на постепена промена во каматните стапки. θ е параметарот на повратниот механизам кој одредува колку е агресивна реакцијата за дадено отстапување на инфлациската прогноза од таргетот. Исто така, j е таргетниот период поставен од централната банка и е одреден според периодот во прогнозата (Халдајн, и Батини, 1998, стр. 4). Во инфлациското таргетирање таргетниот период (j), повратниот коефициент (θ) и степенот на постепеноста на промените на инструментите (γ) ја одредуваат брзината со која инфлацијата е доведена назад до таргетот. Овие елементи влијаат врз правецот на инфлацијата и динамиката на производот.

Според овие имплицитни правила можеме да изјавиме дека инфлациското таргетирање е карактеризирано со користење на монетарни правила кои дозволуваат дискрециони избори да влијаат врз инструменталните правила. Дискреционите избори вклучуваат избор на параметрите во горната формула, но исто така избор во

комуницирањето на политиката во јавноста со цел да се формираат инфлациски очекувања во согласност со тие на централната банка.

Непознатите во инфлациското таргетирање се магнитудата на промените кои се потребни (факторот γ е даден од централната банка), како и влијанието на каматните стапки кое резултира од разликата помеѓу таргетот и инфлацискатa прогноза. Со други зборови, постои општ проблем со разбирањето на улогата на каматните стапки во таргетниот режим. Обединетото Кралство го реши прашањето со користење на стабилна и константна претпоставка за каматната стапка и со задржување на правото да ги менуваат каматните стапки според многу други фактори и влијателни информации.

Поради недостатокот на правец даден од правилата за тоа колку централната банка треба да ги усогласи каматните стапки според имплицитното инструментално правило, инфлацискoто таргетирање е многу пофлексибилен режим од монетарното таргетирање.

Што е таргетот на инфлацискoто таргетирање?

Според експлицитното правило на инфлацискoто таргетирање, инфлацискиот таргет е усмерен кон постигнување на нивото на инфлација согласен со ценовната стабилност. Дали е централната банка тогаш инволвирана во таргетирање на финалните цели на монетарната политика? Главната карактеристика на инфлацискoто таргетирање е специфицирањето на финалната цел и стремењето да се постигне со сите монетарни алатки достапни на централната банка. Во оваа смисла мораме да ја гледаме инфлацискатa прогноза како повеќе од посреден таргет или можеме да изјавиме дека инфлацискoто таргетирање нема посреден таргет.

Главното оспорување на ова гледиште е дека инфлацијата е многу покомплексен таргет за постигнување со правила или дискреција. Ако не можеме да направиме цврста врска помеѓу инфлацискатa прогноза и финалниот таргет на ценовната стабилност, можеме само да заклучиме дека инфлацискиот таргет влијае само на стабилноста на цените и не е крајната цел на монетарната политика. Сите значајни текстови во литературата од Свенсон (1997, 1998, 2000, 2002 и 2005) и текстовите на Халдајн (1997) и Халдајн и Батини (1998) ја сметаат инфлацискатa прогноза како посреден таргет за инфлацискoто таргетирање. Според ова гледиште, прогнозите се де-факто посредни или повратни варијабли за монетарната политика. Изведувањето на инфлациските предвидувања за тие да станат таргет, меѓутоа, е самото по себе комплексна операција

и, како што беше изјавено претходно, не можеме да ги користиме монетарните правила како механички алатки за постигнување на инфлацискиот таргет (базиран на прогноза).

Централните банки под инфлациското таргетирање произведуваат големи макроекономски модели кои го користат влијанието на мноштвото индивидуални фактори во прогнозата и мораат константно да ги менуваат резултатите на економетриските калкулации за подобро да ја отсликаат реалноста. Инфлациската прогноза инволвира софистицирана оперативна процедура во која институционалните размислувања можат да ги избегнат анализите, а дискрецијата треба да биде ограничена со баланс помеѓу правецот на политиката (според моделот) и индивидуалните склоности на членовите на одлучувачката група. Ќе ги испитуваме методите поврзани со инфлациското прогнозирање во состав на водењето на монетарната политика во развиените индустриски земји во следните делови на дисертацијата.

Каналот на очекувањата на монетарниот трансмисиски механизам дава друга можност за посреден таргет за инфлациското таргетирање. Според теоријата, очекувањата на пазарните учесници дава врска помеѓу инструментите достапни на централната банка и крајните цели на монетарната политика. Во Бофингер (2001, стр. 266) го наоѓаме следното:

Инструментите $\Rightarrow$ Оперативните таргети $\Rightarrow$ Инфлациските Очекувања $\Rightarrow$ Инфлациските таргети (37)

Иако помалку истражено во литературата, очекувањата се легитимна цел на инфлациското таргетирање како што е илустрирано со нагласеноста на транспарентност и комуникација за инфлацискиот цел и инфлациската прогноза. Бофингер (2001, стр. 266) дава четири различни групи на инфлациски индикатори за очекувањата како таргети за инфлациското таргетирање и укажува на важноста на прогнозите за инфлацијата од приватниот сектор за успехот на стратегијата. Според тоа, монетарното правило е дека централната банка треба да ги чува инфлациските очекувања идентични на инфлацискиот таргет.

Инфлациското таргетирање како рамка за монетарната политика

Досега установивме дека инфлациското таргетирање не е базирано на механичка придржаност на монетарното правило или правила и вклучува други методи за доаѓање до одлуките. Можеме да го дефинираме режимот како рамка за водење на монетарната политика (Бернанке ет ал., 1999). Како рамка, инфлациското таргетирање нема

специфично механичко правило, но содржи неколку одредувачки принципи. Меѓу нив се следните: (1) гледање нанапред, (2) користење на инфлациската прогноза или очекувањата како посреден таргет, (3) истовременото користење на макроекономски модели и други информативни варијабли и (4) употреба на слободна проценка. На овие можеме да додадеме дека инфлациското таргетирање, повеќе од другите режими е всушност менаџирање на очекувањата.

Во праксата, инфлациското таргетирање служи како рамка за монетарната политика повеќе откако правило за таа политика (Бернанке ет ал., 1999, стр. 4). Разликата бара различно гледиште од традиционалното гледиште од 1930-те според кое водењето на монетарната политика беше според правилата или според дискрецијата. Како што веќе видовме, правилата беа поврзани со дисциплината или кредибилноста која тие ја креираат во јавноста. Корисноста на правилата во оваа смисла беше оспорена од критичарите кои сметаа дека придржувањето кон правило би ја ослабело можноста на централната банка да се справи со непредвидени услови и фундаментални промени во економијата. Спротивната ситуација, дискрецијата, би овозможила полна флексибилност централната банка да ги процени и да дејствува врз актуелните услови. Во пракса, оваа разлика е премногу едноставна да ја отслика реалноста затоа што во монетарната политика не постои апсолутно правило. Во реалноста на монетарната политика постои само дискреција (Бернанке ет ал. 1999, стр. 5). Оваа дискреција, меѓутоа, е прашање на степен. На една страна се политиките кои се направени главно според личните гледишта на централните банкари, а на другата страна се политиките кои се резултат на појасно артикулирана рамка, во која генералните цели и тактиката на централните банкари (не специфичните акции) се одредени однапред. Следната дефиниција јасно кажува дека инфлациското таргетирање е рамка, а не правило во монетарната политика и дека правилата наспроти дискрецијата не е исправниот начин да се анализира режимот на инфлациското таргетирање:

> „...во праксата, инфлациското таргетирање дава таква рамка (како што е артикулирано погоре), дозволувајќи монетарната политика да оперира во средина која ние ја нарекуваме „ограничена дискреција“. Со наметнувањето на концептуалната структура и нејзината вградена дисциплина на централната банка, но без елиминирање на целата флексибилност, инфлациското таргетирање ги комбинира некои од

предностите традиционално припишани на правилата со тие припишани на дискрецијата“ (Бернанке ет ал., 1999, стр. 6).

Предностите и недостатоците на инфлациското таргетирање

Инфлациското таргетирање има неколку важни предности наспроти другите таргетни режими. Најважните предности се дека: ѝ овозможува на монетарната политика да се фокусира на домашните услови и да реагира на шоковите во домашната економија, во контраст со монетарното таргетирање нема потреба од стабилен однос помеѓу парите и инфлацијата (ги користи сите можни информации за одредувањето на инструментите на монетарната политика) и, како рамка, лесно е разбрана од јавноста како што е високо транспарентна. Додатно на овие предности, инфлациското таргетирање има позитивен ефект врз фокусот на централната банка (избегнувајќи ја временската непостојаност) и врз дебатата за монетарната политика (ја фокусира на контролата над инфлацијата наместо на производот или вработеноста на пример) (Мишкин, 2001, стр. 2). Одговорноста, транспарентноста и обврзувањето да го постигне таргетот се предности кои се поделени со другите таргетни режими и се користат како инструменти за постигнување на посакуваните инфлациски очекувања.

Главен недостаток на инфлациското таргетирање е дека: наспроти монетарното таргетирање и таргетирањето на девизниот курс, инфлациската стапка е тешка за контролирање. Постојат значајни задоцнувања во трансмисиониот процес кое води до промена на инфлациската стапка (Мишкин, 2009, стр. 243). Контролирање на инфлацијата „сега“ не е возможно затоа што ефектите на спроведувањето со користењето на инструментите на монетарната политика земаат подолг период на време. Неминовно, главниот инструмент за справување со овој проблем е со одредување на инфлациско предвидување. Во овој случај избираме инфлациско предвидување или прогноза како посреден таргет и за тоа мора да ја прифатиме теоријата на Свенсон (1997).

Проблемот е посебно акутен ако се земе предвид намалувањето на инфлацијата од многу високо ниво. Прогнозата, во тој случај, би требала да биде повисока од посакуваната инфлација (заради очигледни влијанија на производот ако се обиде да се намали инфлацијата пребрзо) и не би го имала посакуваниот ефект врз инфлациските очекувања кои се критични за инфлациското таргетирање. Поуката е дека инфлациското таргетирање е поверојатно да биде ефективна стратегија ако е спроведена во фази и само

ако има некаква успешна дезинфлација (Мишкин, 2009, стр. 243). Ова секако се случи во САД во 1980-те и раните 1990-ти (Ли, 2005, стр. 4 и 13), а во ОК во 1992 година по сериозна дезинфлација на крајот на ЕРМ аранжманот.

Четири други недостатоци се: дека инфлациското таргетирање е премногу ригидно, дека дозволува премногу дискреција, дека има потенцијал да ги зголеми производната и општата економска нестабилност и дека навистина го намалува економскиот развој (Мишкин, 2001, стр. 3, 1998, стр. 35 и Бернанке ет ал., 1999 стр. 14). Ваквиот критицизам доаѓа од верувањето дека активистичката монетарна политика (дури и ако е усмерена кон стабилизација) има негативни последици за производот и вработеноста и скоро еднакво за инфлацијата. Во реалноста, според Мишкин (2001, стр. 3), тоа „не се сериозни критики за добро поставената инфлациска стратегија“ која е најдобро опишана како ограничена дискреција (Бернанке ет ал. 1999, стр. 300). Додатно ограничување на инфлациското таргетирање во индустриските земји е можноста за фискална доминација која ја потиснува монетарната политика. Според ова ограничување неодговорната фискална политика води до дефекти во инфлациското таргетирање како режим, големи дефицити кои евентуално треба да се монетизираат, можно со девалвација и враќање на повисоката инфлација. Да ја намали оваа можност инфлациското таргетирање има неколку институциски предуслови, вклучувајќи ги контролите на фискалната потрошувачка и здрав финансиски систем. Други критики на инфлациското таргетирање се главно насочени кон земјите во развој каде што предусловите, како што се институциските аранжмани и фискалниот систем, имаат сериозни недостатоци.

На прв поглед можеме да заклучиме дека индустриските земји, скоро без исклучок, се префрлија на некаков вид инфлациско таргетирање поради лесно разбирливите предности и поради факторите кои ги лимитираат недостатоците. Второ, до 1990-те сите други монетарни режими наизглед не беа успешни на некој фундаментален начин оставајќи го полето на инфлациското таргетирање широко отворено. Теоретското разбирање на причините за неуспехот на другите режими доведе до заклучок дека ценовната стабилност, иако само една од повеќето цели во монетарната политика, мора исто така да биде примарната долгорочна цел на монетарната политика.

Според Бернанке ет ал. (1999, стр. 10), причината за нагласување на долгорочната ценовна стабилност е поддржана со три аргументи: Прво, економистите и креаторите на политиката се значајно помалку сигурни денес отколку пред триесет години дека монетарната политика може да биде користена ефективно да се намалат краткорочните

флуктуации во економијата. Второ, постои консензус дека дури и средните стапки на инфлација се штетни по економската ефикасност и порастот и затоа одржувањето на ниска и стабилна инфлациска стапка е, затоа, важно за постигнувањето на другите макроекономски цели. Трето, постигнувањето на ценовната стабилност како примарната долгорочна цел на монетарната политика дава клучен концептуален елемент на општата рамка на креирањето на политиката според инфлациското таргетирање. Поради оваа причина, инфлациското таргетирање им наметнува истрајност и рационалност на другите избори донесени од креаторите на политиката. Со други зборови: „Инфлациското таргетирање служи како номинално сидро за монетарната политика. Со тоа ги фокусира очекувањата, финансиските пазари и јавноста, но нуди и референтна точка според која централните банкари можат да ги проценуваат посакуваноста на краткорочните политика“ (Бернанке et ал., 1999, стр. 11). И покрај предностите, инфлациското таргетирање, како што видовме, нема лесно разбрана или унифицирана теорија. Добро познатите предности, како што се транспарентноста и олеснето комуницирање со јавноста, припаѓа на целта на ниската и стабилна инфлација и инфлацискиот таргет, не на механичките правила за многуте информации кои се користат за креирање на инфлацискатa прогноза, на пример. Понатаму, деталите на многу теории кои ги користи не се многу корисни комуникациски алатки поради нивната комплексност. Во исто време постојат многу прашања за инструментите и експлицитните монетарни правила кои се исто така недоговорени до времето кога индустриските земји ја направија својата промена кон инфлациско таргетирање.

Како што веќе е кажано, поголем дел од теоријата која стои зад инфлациското таргетирање беше развиена по многу години од нејзината практична примена. За разлика, претходните таргетни режими (монетарното таргетирање и девизното таргетирање) беа базирани врз теории кои беа развиени преку декади пред нивната практична употреба во индустриските земји. И покрај тоа, во 1993 година некои од најзначајните индустриски земји направија значаен чекор кон инфлациското таргетирање, таргетен режим што беше во суштина недокажан. Оваа нагла промена треба да се објасни дополнително.

Прашањето на наглата промена кон инфлациското таргетирање се објаснува со гледиштето на владините креатори на политиката кои сакаа да постигнат кредибилност по неуспехот на претходниот режим и од гледна точка на централните банки кои сакаа да добијат доволна флексибилност во своето водење на монетарната политика, но централната мотивација беше добивање на кредибилитет на монетарната политика. Ова

има смисла кога ќе се земе предвид недостатокот на теоретска и практична заднина во време кога режимот беше усвоен.

Според Торнтон (2012, стр. 70-72), постојат три фактори или критични случувања кои придонесоа кон промената: (1) централните банки демонстрираа дека тие можат да ја контролираат инфлацијата, (2) практиката на создавање големи, издржани фискални дефицити и (3) постоењето на критиката на Лукас која се бави со неточноста на размената на Филипсовата крива. Додека првата причина е добро разбрана (минатото искуство со инфлацијата доведе до фокус врз инфлацијата), за другите фактори потребно е додатно објаснување. Американското искуство со големи фискални дефицити ги доведе креаторите на политиката да заклучат дека намалувањето на инфлацијата е подобро постигнато со монетарни средства отколку со фискална политика која зависи од политичките мотивации кои водат до ексцесивно трошење. САД не мораше да го намали трошењето за да се справи со инфлацијата затоа што тоа можеше да се постигне со монетарни средства.

Критиката на Лукас е уште посуптилна причина за промената кон инфлациското таргетирање. Лукас (1976) идентификува очигледна заблуда поврзана со трајната размена помеѓу инфлацијата и производот промовирана со оргиналната Филипсова крива. Кејнзијанските економетриски модели кои го доминираат полето во 1970-те беа развиени со претпоставка дека проценките на параметрите во равенките на моделите (и самите проценети од минатите податоци) не се варијабилни со промена на политиката (Мишкин, 1995, стр. 2). Таквите модели водеа до оптимална политика кога се зема предвид функцијата на загуба. Предизвикот на критиката на Лукас во процедурата на проценување на политиките беше базиран на принципот на теоријата на рационалните очекувања. Како што објаснува Мишкин (1995, стр. 2), „начинот на кој очекувањата се формирани (со односот на очекувањата и информациите од минатото) се менува со однесувањето на предвидената промена на варијаблите. Тогаш, кога политиката ќе се промени, односот помеѓу очекувањата и информациите од минатото ќе се променат, и затоа што очекувањата имаат влијание врз економското однесување, односите во економетрискиот модел ќе се сменат“.

Лукас (1976, стр. 40) заклучува: „Земајќи предвид дека структурата на економетрискиот модел се состои од оптимални правила во одлучувањето на економските агенти и дека правилата во оптималните одлуки варираат систематски со промените на структурата на сериите кои се важни за тие што одлучуваат, следи дека

секоја промена во политиката систематски ќе ја измени структурата на економетриските модели“.

Значењето на критика на Лукас е што историската негативна врска помеѓу инфлацијата и невработеноста (Филипсовата крива) нема да биде издржана ако монетарната политика се води на таква база. Со други зборови, не е гарантирано дека високата инфлација води до ниска невработеност. Втората, и уште поважна, поука за инфлациското таргетирање е дека макроекономските модели базирани на податоците од минатото имаат недостаток на важни информации содржани во рационалните очекувања на економските агенти. Таквите модели неточно ја земаат предвид зависноста на однесувањето на приватните агенти од перципирани или неочекувани владини правила за политиката кои се однесуваат на идните вредности на варијаблите во владината политика (Тесфатсион, 2013, стр. 4).

Лукасовата критика беше почетокот на револуцијата на рационалните очекувања во монетарната политика и на потпирањето врз монетарни правила и политики кои гледаат нанапред (кои вклучуваат очекувања). Во суштина, инфлациското таргетирање е рамка во која се гледа нанапред. Претходно анализиравме аргументи дека инфлациските очекувања се главно базирани на адаптивните очекувања и дека формирањето на рационалните очекувања се зависни од информациите кои можеби не се достапни на јавноста. Лукас (1976) не претпоставува дека агентите имаат рационални очекувања но посочува на проблемот кој може да настане секогаш кога однесувањето на приватните агенти зависи до некој степен од правилата на владината политика и оваа зависност не се земе предвид (Тесфатсион, 2013, стр. 5).

Која е врската помеѓу критика на Лукас и инфлациското таргетирање? Едноставното објаснување е дека инфлациското таргетирање дава решение за лукасовата критика. Според Торнтон (2012, стр. 71), лукасовиот увид значи: (1) дека било каква акција да се намали инфлацијата трајно треба да биде кредибилна и (2) кредибилна дезинфлација може да се постигне со помала цена. Потребата за кредибилно обврзување со ниската и стабилна инфлација (и релативното уважување на монетарните правила без обврзување) е карактеризирано како камен-темелник на инфлациското таргетирање (Торнтон, 2012, стр. 71).

Торнтон (2012, стр. 72-76) дава информативна дискусија за предизвиците за успехот и идните варијабли на инфлациското таргетирање. Неговиот критицизам е усмерен кон три тренда во рамката на инфлациското таргетирање кои предлагаат враќање на оргиналната рамка на Филипсовата крива: (1) потребата за двоен мандат за

централната банка, (2) следењето на хиерархиски мандат и (3) верувањето дека некаква инфлација е добра за економскиот пораст. Краток преглед на трите поенти може да ни даде одредени заклучни аргументи во врска со инфлациското таргетирање како режим, но истовремено и вреден теоретски увид потребен за докажување или оспорување на главните тези во дисертацијата.

Двојниот мандат на централната банка значи дека стремењето кон полна вработеност и ценовна стабилност без експлицитен приоритет беше долгорочна карактеристика за американската монетарна политика. Режимот исто така беше познат како имплицитно инфлациско таргетирање и доведе до заклучокот дека фокусот врз инфлацијата, иако важен за целите на монетарната политика, е само еден аспект на мандатот на ФРС во САД. Дури и во земји каде што се користеше инфлациско таргетирање, двојниот мандат е споен со верувањето дека производот и вработеноста се блиски второстепени цели во монетарната политика. Верувањето, според Торнтон (2012, стр. 72) е погрешно затоа што монетарната политика може само да влијае врз агрегатната побарувачка и затоа што „соодветната реакција на шоковите во агрегатната побарувачка не се однесува на инфлацијата или стабилизација на производот; кога постојат шокови во агрегатната побарувачка, инфлациската стабилизација и стабилизацијата на производот се комплименти не замени“. Случајот со шокови во понудата е уште позначаен во објаснувањето на заблудата на барање ефективен двоен мандат. Следење на производот како цел кога постојат шокови во понудата не е препорачливо, а најсоодветна монетарна политика за таквите шокови е да се има неутрален став затоа што цените се склони кон следење на шокови во понудата (Торнтон, 2012, стр. 73). Понатаму, подолгорочно, подобрената ценовна стабилност ја намалува нестабилноста на производот. Следи дека монетарната политика треба да се грижи за долгорочната ценовна стабилност и да не се следи двојната цел.

Проблемот со следењето на хиерархиски мандат (следење на другите монетарни цели кога инфлацијата е под контрола) е илустрирана со видливата грешка на водењето премногу стимулирачка монетарна политика пред финансиската криза во 2008 година. До степен до кој монетарната политика играше улога во креирањето или во овозможувањето на кризата таа беше последица на ФРС во САД кој следеше хиерархиски мандат (Торнтон, 2012, стр. 75 и Тејлор, 2009). Имено, со инфлацијата под контрола, американската централна банка беше слободна да ја следи целта дефинирана како „максималниот одржлив економски развој“. Во меѓувреме, никој не изјави

загриженост за долгорочните последици на она што беше карактеризирано како ексцесивно-лабава политика (Торнтон, 2012, стр. 75).

Финалниот предизвик за инфлациското таргетирање од листата, оптималното ниво на инфлација, е поврзано со вториот предизвик во смисла дека за време на 2000-те САД водеше стимулативна монетарна политика дури и во средина со позитивни инфлациски индикатори. Аргументот е дека инфлацискатa склоност, наместо нивото на инфлација, која беше посочена како причина за одредувањето на инфлацискиот таргет помеѓу 1% и 3% , беше пренагласена (Торнтон, 2012, стр. 76).

Според овие анализи постои опасност од враќање на идејата дека некаква инфлација може да води до зголемена вработеност. Претходната теоретска дискусија ни кажува дека ова може да биде случај само привремено и само додека ефектите на неочекуваната инфлација се присутни (види во Фридман, 1968 и Фелпс, 1967). Второ, можно е дека инфлациското таргетирање се одвои од оргиналната дефиниција на стриктно инфлациско таргетирање во пофлексибилно инфлациско таргетирање (како што е дефинирано во Свенсон 1998, стр. 1). Трето, дури и ако инфлацискиот таргет е постигнат, централната банка треба да биде претпазлива да не ја стимулира премногу економијата затоа што централната банка не може да влијае врз другите фактори кои имаат ефект врз финансиските пазари. Тогаш централната банка треба да се фокусира на тоа што тие можат да направат во подолг рок, т.е. да ја контролираат инфлацијата, наместо на тоа што тие не можат да го направат преку монетарна политика: да го зголемат производствениот пораст, да ја намалат невработеноста или да ја зголемат надворешната конкурентност (Мишкин, 2001, стр. 2, Бернанке ет ал, 1999, стр. 16). Стриктно инфлациско таргетирање ѝ дозволува на централната банка таква можност.

Таргетирање на девизниот курс

Главните референци за таргетирањето на девизниот курс обично ги содржат Мишкин (2009), Бофингер (2001), Обстфелд и Рогоф (1995), Мундел (1963), Белонгија и Кристал (1990). Други извори се исто така користени низ овој дел.

Таргетирањето на девизниот курс може да се опише како користење на монетарните инструменти за таргетирање на девизниот курс со цел да се постигнат крајните цели на монетарната политика. Девизните курсеви имаат посебни карактеристики што ги прават подобни како оперативни, посредни и финални таргети на монетарната политика. Во секој од употребените не постојат елегантни модели на

девизниот курс. Наместо тоа, постои збир на модели и теории кои поврзани заедно ја формираат оперативната рамка користена од повеќе земји кога го менаџираат девизниот курс. Рамнотежните модели кои се најважни за таргетирањето на девизниот курс како посреден таргет на монетарната политика ги вклучуваат следните теории: теоријата на непокриената каматен паритет (англиска кратенка на uncovered interest parity е УИП) со фиксни, флотирачки или прилагодливи каматни стапки, индексот на монетарните услови (monetary conditions index, MCI) и моделот на Мандел-Флеминг поврзан со ограничувањата на фиксните девизни стапки.

Важноста на девизниот курс за управувањето со мала отворена економија во однос на монетарната политика ја води дискусијата за таргетното правило во специфична насока која можеме да ја сумираме на следниот начин: како посреден таргет на монетарната политика, таргетирањето на девизниот курс е неопходна алатка за малите отворени економии. Причината за ова поголемо значење за малите отворени економии е улогата на меѓународната трговија и поголемата тежина на девизните стапки во нивниот домашен трансмисиски механизам. Дискусијата поврзана со таргетирањето на девизниот курс може да биде важна и за развиените индустриски земји: (1) девизниот курс е релевантен за монетарните цели дури и на најголемите индустриски економии, како на САД и Германија, како додатен канал на трансмисиониот механизам, (2) општото однесување и карактеристики на релативно помалите индустриски економии, како што се ОК, Јапонија, Франција, Италија итн., е во согласност со тоа на помалите отворени економии и (3) во теоријата и во праксата, затоа што односите помеѓу домашните каматни стапки, спроведувањето на монетарната политика и поврзаниот канал на девизниот курс, непостои перфектна изолација од ефектот на девизните стапки врз домашната економија.

Можеме да го опишеме каналот на девизниот курс во трансмисискиот механизам во следна форма: Нивото на каматните стапки контролирани од страна на централната банка е позитивно поврзана со девизниот курс за валутата. Ако каматните стапки опаѓаат тоа води до намалување на нивото на девизниот курс. Опаѓање на девизниот курс ќе ги направи домашните продукти поконкурентни, а увозот релативно поскап, резултирајќи во повисоки домашни инвестиции и производ. Во смисла на Фишеровата парична равенка:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow Nx \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \qquad (38)$$

Каде што M е монетарната понуда, i_r е нивото на каматните стапки, E е девизниот

курс, *Nx* е нето извозот и *Y* е економскиот производ. Во суштина овој однос го содржи каналот на девизната размена или девизниот курс на трансмисиониот механизам. Таргетирање или менаџирање на домашните каматни стапки и девизниот курс во индексот на монетарните услови дава модел на домашна рамнотежа кој го користи овој трансмисиски механизам.

Причините за таргетирање на девизниот курс

Причина за таргетирањето на девизниот курс е контрола врз негативните ефекти на девизниот курс врз домашната економија. Еден од генералните аргументи во литературата кој ја поддржува оваа причина е дека девизните стапки се природно кревки. Добри примери за оваа кревкост можат да се најдат во неуспехот на девизните режими во 1990-те (во Еикен-Грин, 1994, Обстфелд, 1985, Свенсон, 1994 во Обстфелд и Рогоф, 1995). Ова не е ограничено на неуспехот на Европскиот монетарен систем (ЕМС) во Европа, туку исто така стана глобална карактеристика на земјите кои користат девизно таргетирање и кои имале неуспех, како Мексико, Аргентина или некои од азиските економии во 1990-те години.

Обстфелд и Рогоф (1995, стр. 76) даваат три главни причини за владите што сакаат да ги врзат своите валути со странските: (1) непредвидливата нестабилност на флотирачкиот девизен курс, во краток или долг рок може да доведе до штета, (2) верувањето дека поврзувањето на валутата со валута на земја со ниска инфлација ќе помогне со домашните инфлациски притисоци и (3) фиксните стапки се привлечни поради усидрувањето на ценовната инфлација за увезените продукти и даваат одредница за инфлациските очекувања во приватниот сектор.

Првата причина е поврзана со цената на девизната нестабилност која не е квантифицирана. Оправдувањето за намалувањето на нестабилноста е верувањето дека неизвесноста на девизниот курс ја намалува меѓународната трговија, го обесхрабрува инвестирањето и врши притисок врз креаторите на политиката да го заштитат домашниот пазар од конкуренција за фирмите кои се погодени од нестабилните девизни стапки (Белонгиа и Кристал, 1990, стр. 76). Втората причина е зависна од верувањето дека валутата во земјата со помала инфлација ќе помогне со домашните инфлациски притисоци со обновување на домашната дисциплина во монетарната политика. Таргетирањето на девизниот курс е според тоа користено за стабилноста на увозот од поголема и постабилна економија. Таргетот тогаш е поставен, не на ниво кое ја

постигнува домашната монетарна цел зависна од домашната економија, туку е врзан за номиналната валута на таргетираната земја во очекување на успехот во однос на ценовната стабилност на таргетираната земја да се пренесе во домашната економија. Третата причина е честото објаснување за малите отворени економии кои имаат недостаток на кредибилитет во монетарната политика потребен за намалувањето на нивото на инфлацијата. Како што ќе видиме, кредибилноста брзо се претвора во неодржливо врзување во земјите каде што бизнис-циклусот отстапува од таргетираната земја.

Рамнотежните модели на таргетирањето на девизниот курс

Кога девизниот курс се користи како посреден таргет во монетарната политика, централната банка може да смета на усогласувањето на каматните стапки (низ монетарните пазари) и девизниот курс (низ девизниот пазар) како оперативни таргети. Теоретската база за овој приод доаѓа во форма на екстерна рамнотежа, изразена преку УИП, домашната рамнотежа, изразена преку MCI и моделот наречен Мандел-Флеминг модел (МФМ) кој го додава елементот на производ/доход и формира теорија на непостојаност, според кој под фиксен девизен курс со мобилност на капиталот централната банка не може да води независна монетарна политика.

Теоријата на УИП смета дека: ако меѓународните пазари за капитал се слободни од контроли и ако домашните и странските финансиски инструменти се перфектно заменливи, тогаш арбитражата треба да обезбеди соодветните стапки на заработка за домашните и странските хартии од вредност да бидат идентични (Бофингер, 2001, стр. 392). Равенките на истоветните каматни стапки се базираат на заработката од домашните и странските финансиски инструменти. Изедначувањето на домашните и странските стапки на заработка води до изведувањето на равенката на УИП:

$$i - i^* = \frac{S^e - S}{S} \qquad (39)$$

каде што i е домашната каматна стапка, i^* е странската каматна стапка, S^e е очекуваниот спот девизен курс и S е тековниот курс. Економските карактеристики на УИП за фиксен или флексибилен девизен курс се разликуваат во зависност од промената на улогата на каматните разлики. Под фиксни стапки разликата е ендогена (мора да биде одржувана за да се задржи пегот), под флексибилни стапки разликата е егзогена

(одредена од политиката). Во принцип, таргетирањето на девизниот курс значи следење на поголема земја (САД или Германија на пример од индустриските земји) во кои домашната централна банка ги усогласува домашните краткорочни каматни стапки егзогено, како дел од нивната домашна монетарна политика, и пасивно усогласување на домашните краткорочни стапки со цел да се задржи платежниот биланс во рамнотежа. Во таа смисла, поставувањето на каматниот диференцијал според таргетирањето на девизниот курс е комплетно ендогено (Бофингер, 2001, стр. 397). Односите во УИП поставуваат стриктни ограничувања над политиката со домашните каматни стапки. Ако централната банка сака да го стабилизира девизниот курс, мора да ги усогласи каматните стапки според пазарните очекувања за движењата во девизните односи.

Моделот на MCI го комбинира ефектот на краткорочните каматни стапки и на девизниот курс врз домашната агрегатна побарувачка, давајќи модел на домашна рамнотежа за таргетирањето на девизниот курс. Детален опис на механизмот на таргетирањето на девизниот курс и отстапките во MCI може да се најде во Бофингер (2001, стр. 416-419), а равенките според MCI можат да се најдат во Коста (2000) и Гуендер (2005). Овде можеме да ги забележиме главните равенки и да го сумираме значењето на MCI за монетарната политика. Поради краткорочната крутост на цените двете стапки можат да се изразат како реални каматни стапки и реален девизен курс. Вредноста на MCI е во тоа што ги комбинира реалните камати и девизни стапки во еден едноставен мерен инструмент кој го мери влијанието кое двете варијабли го имаат врз агрегатната побарувачка. Исто така ги мери промените во ставот на монетарната политика и поврзаниот ефект врз девизниот курс и промените на девизниот курс кој не е придружен од промените на каматните стапки, какви што се трговските шокови, загуба на сигурноста итн. (Гуендер, 2005, стр. 1).

Во едноставна форма односот на агрегатната побарувачка може да се напише на следниот начин:

$$y_t = -\alpha_1 r_t - \alpha_2 e_t + v_t, \text{ and } \alpha_1, \alpha_2 > 0 \qquad (40)$$

каде што y_t е агрегатната побарувачка, r_t е реалната каматна стапка, e_t е реалниот девизен курс и vt се другите фактори кои влијаат врз агрегатната побарувачка.

Затоа што MCI има смисла само ако постои промена во монетарните услови и релативните тежини на реалните каматни стапки и девизниот курс, Бофингер (2001) изведува равенка во која што ги наоѓаме отстапките на краткорочните реални каматни

стапки од неутралното ниво $\bar{r}$ и исто така забележениот реален девизен курс од неутрално ниво $\bar{q}$. Равенката тогаш ја зема следната форма:

$$MCI_t = r_t - \bar{r} - \delta(q_t - \bar{q}) \quad (41)$$

Тежишниот фактор δ го мери влијанието на релативната побарувачка на двата лоста на монетарната политика (каматните стапки и девизниот курс) кои се еквивалентни на тежините претставени како α_1 и α_2 во претходната равенка и кој мора да се изведе со помош на економетриски модел. Која тежина се појавува во MCI тогаш зависи од спецификациите на моделот избран за да ја процени агрегатната побарувачка. За да го користи MCI како оперативен таргет централната банка треба да го процени влијанието врз побарувачката од страна на два фактори на агрегатната побарувачка, треба да одреди таргет за инфлациската стапка и функција на општествената загуба и треба да ја постави MCI за да ја минимизира функцијата. Со тоа MCI би бил дефиниран како оптимален (MCI^{opt}). Решението за која комбинација на реалниот девизен курс и реалните каматни стапки се потребни доаѓа од УИП. Вистинската комбинација треба да ги избегне спекулативните одливи на капитал кои водат кон кризи на валутата. Накратко, Бофингер (2001) смета дека задачата за централната банка е да обезбеди внатрешна (MCI) и екстерна (УИП) рамнотежа.

Првично развиен во раните 1990-ти години главно од страна на Канадската централна банка MCI не беше користен екстензивно како оперативен таргет на монетарната политика (види во Озборн-Кинч и Холтон, 2010). Важно ограничување на MCI, освен тешкотијата во проценување на релативната тежина на секоја од релевантните стапки, е поврзана со тесната интерпретација на монетарниот трансмисиски процес. Моделот на MCI претпоставува дека вистинскиот девизен курс влијае врз агрегатната побарувачка која влијае врз инфлациската стапка и ги изоставува директните ефекти на реалниот девизен курс врз инфлациската стапка низ цените на увозот (Гуендер, 2005, стр. 4). Со други зборови, ја следи теоријата на трансмисискиот механизам на девизниот курс додека ги занемарува увозните шокови како што се нафтените шокови.

Моделот на Мандел и Флеминг го опишува краткорочниот однос помеѓу каматните стапки, производот и девизниот курс. Моделот е модифициран ИС-ЛМ модел (ИС=инвестиции/заштеди, ЛМ=ликвидноста и понудата на пари во финансискиот пазар) со додаток на трговскиот биланс (ТБ) во својство на девизниот курс. Моделот е користен

за да се докаже дека економијата не може да ги одржува девизниот курс, слободното движење на капиталот и независна монетарна политика во исто време.

Клучните претпоставки на моделот се перфектната мобилност на капиталот и фиксен девизен курс. Ефектот на фиксниот девизен курс, и со тоа девизниот таргетен режим, врз монетарната политика може да биде изразен на следниот начин:

> „Под фиксен девизен курс централната банка интервенира во девизниот пазар со купување или продавање резерви за да го задржи нивото на еднаквост на размената;...Купувањето на хартии од вредност од страна на централната банка доведува до вишок резерви и поставува надолен притисок врз каматните стапки. Но, падот на каматните стапки е спречен поради капиталните одлевања. Ова го влошува платежниот биланс. За да се спречи опаѓањето на девизниот курс, централната банка интервенира во пазарот, продавајќи странски валути и купувајќи ја домашната валута. Процесот продолжува додека насобраниот девизен дефицит е еднаков на купеното во отворениот пазар и понудата на парите е ставена на оргиналното ниво. Ова покажува дека монетарната политика со фиксен девизен курс нема значаен ефект врз нивото на доходот“ (Мандел, 1963, стр. 479).

Според Мандел (1963, стр. 484) монетарната политика нема влијание врз вработеноста под фиксен девизен курс. Со други зборови, дали кејнзијанските заклучоци или заклучоците на квантитативната теорија се точни зависи од тоа дали девизниот курс е фиксен или флексибилен. Импликациите на моделот се значајни за теоријата и водењето на монетарната политика под таргетирањето на девизниот курс како правило затоа што покажува дека комбинацијата на фиксниот девизен курс, автономната монетарна политика и слободната мобилност на капиталот не се компатибилни (Бофингер, 2001, стр. 411). Бидејќи содржи интеракција помеѓу трите елементи, теоријата исто така се смета дека го претставува таканаречениот триаголник на недоследност.

Тековите на капиталот се погодни за објаснувањето на недостатоците на фиксниот девизен курс и за поставување поголем нагласок на спекулативните причини за напуштањето на фиксниот девизен курс. Обстфелд и Рогоф (1995, стр. 79-80) заклучуваат дека ова не е главната причина за напуштањето на таргетирањето на девизниот курс затоа што шпекулативните напади на валутата исто така можат лесно да

се неутрализираат со интервенција на централната банка. Наместо тоа, поважни се конкуренцијата помеѓу владините цели и потребата да се погледа што се случува во остатокот од економијата. Домашните политички реалности, тие сметаат, тоа не го допуштаат дури и кога договорите со странските влади се во прашање. Било каков обид да се брани валутата од шпекулативен напад би довело до значајно зголемување на краткорочните домашни каматни стапки. Овие зголемувања ако се издржани ќе доведат до негативни ефекти врз банкарскиот систем, инвестициите и невработеноста помеѓу другите индикатори. Да се брани валутата и да се игнорираат последиците бесконечно се разбира не е кредибилно и формира ситуација која сама по себе ја прави валутата подложна на шпекулативни напади. Соочена со остануване на истата политика или со спасување на домашната економија, централната банка мудро може да ја избере втората опција. Пример за оваа динамика е даден во делот за монетарната политика на ОК, но слична лекција може да се најде и ако го разгледаме случајот со шведската Риксбанка и со Франција поврзано со ЕМС во 1990-те.

Таргетирањето на девизниот курс во големите затворени и малите отворени економии

Постојат значајни разлики помеѓу големите, релативно затворени економии и малите релативно отворени економии во однос на таргетирањето на девизниот курс како инструмент и таргет на монетарната политика. Целта во големите економии е да се таргетира девизниот курс како самостојна цел и од причини да се постави баланс во трговската размена, да се менаџираат тековите на капиталот или со други цели поврзани со економијата. Крајната цел на монетарната политика, ценовната стабилност, во големите индустриски економии се постигнува со домашно ориентирана монетарна политика како што е монетарното или инфлациското таргетирање базирано на домашни варијабли или индикатори. Во однос на корисност и користењето на едноставен фиксен девизен курс, правилото има помала смисла за големите валутни зони како што е американскиот долар, еврото или јапонскиот јен. Бофингер (2001, стр. 411) укажува дека девизниот курс во овие земји не може да се користи за намалување на дискрецијата на монетарните власти и дека девизниот курс не може да биде употребуван како едноставно правило во процесот на донесувањето на одлуките во многу комплексна средина. Меѓутоа, не постои причина потполно да се отфрлат движењата на девизниот курс во водењето на монетарната политика.

Помала отворена економија е сè уште условена со затворениот трансмисиски процес, но ефектите на промената во девизниот курс се премногу значајни за да бидат игнорирани во формирањето на стратегијата (Бофингер, 2001, стр. 246). Поради оваа причина, малите отворени економии често се фокусираат на девизниот курс како посреден таргет во монетарната политика. Постојат три сценарија или монетарни правила за таргетирањето на девизниот курс ако тој се користи во малите отворени економии: сценариото на фиксниот, флотирачкиот (независен) или менаџираниот девизен курс.

Фиксниот девизен курс како сценарио може да биде толкуван како едноставното правило на таргетирањето на девизниот курс. Посредниот таргет е фиксната номинална вредност на девизниот курс. За да се задржи фиксната вредност на девизниот курс, централната банка мора да интервенира во девизниот пазар или да ги усогласи краткорочните каматни стапки кога тие стапки отстапуваат од таргетираната стапка. Спроведувањето тогаш зависи од УИП, теоријата на еднаквоста на куповната моќ, ППП (purchasing Power Parity), каналот на каматните стапки и од каналот на очекувањата во монетарната политика. Со нивото на девизниот курс домашната MCI е комплетно егзогена, промената на девизниот курс Δs е еднаква на 0 и ја зазема следната форма:

$$MCI^{fix} = r^* + \alpha + (1-\delta)(\pi - \pi^*) + k \qquad (42)$$

Каде што r* е реалната каматна стапка во референтната земја, α е премијата за ризик и $(\pi - \pi^*)$ е разликата помеѓу инфлациските стапки. Постои важна условеност врзана за таргетирањето на фиксниот девизен курс која ја чини разликата помеѓу успех или неуспех на таргетното правило: (1) централната банка во референтната земја следи политика на каматни стапки во согласност со домашните макроекономски услови, (2) бизнис циклусот во домашната економија и референтната економија се релативно добро синхронизирани и (3) разликите во инфлацијата и премијата за ризик се релативно мали (Бофингер, 2001, стр. 420). Можеме да ги видиме последиците на оваа условеност кога ќе го земиме предвид водењето на монетарната политика на ОК подоцна во дисертацијата. Ако условите не се исполнети, фиксниот девизен курс се препорачува само за добивање на краткорочна кредибилност и за да се намали домашната инфлација.

Фундаменталниот проблем со фиксниот девизен курс е дека владата мора да е спремна да го запостави користењето на монетарната политика за стабилизациски цели. Во случајот на фиксниот девизен курс и привремената непроменливост во домашните цени и плати, штетата врз економијата е многупати зголемена (Обсфелд и Рогоф, 1995,

стр. 74). Клучната поука е дека владата која ја фиксира својата валута губи контрола над домашната понуда на пари. Владата не може да направи многу повеќе од тоа. Фискалната политика е многу бавна. Комерцијалните политики, како што се тарифите, водат до сознание дека тие мерки имаат висока цена во ефективноста и се ограничени со меѓународни договори, што значи можат да доведат до повратни санкции итн. Понатаму, Обстфелд и Рогоф покажуваат дека фиксните девизни курсеви се многу скапи за одржување ако не се поткрепени со кредибилна политика и ако нема соодветно решение за ситуацијата помеѓу флотирачките курсеви и усвојувањето на заедничка валута. Базирано на нивното истражување монетарната политика треба да се фокусира директно на ограничувањето на домашната инфлација, а девизниот курс треба да биде индикатор, но скоро никогаш како централен таргет на монетарната политика.

Флотирачкиот или слободниот девизен курс како сценарио е уште попроблематичен затоа што монетарната политика според ова сценарио би била дестабилизирачка наместо да доведе до внатрешна економска стабилност. Причината е дека флексибилниот девизен курс се однесува комплетно различно од тоа што го кажуваат учебниците и теоретските студии (Бофингер, 2001, стр. 422). Комплетно непредвидливиот девизен курс го прави овој приод непрепорачлив. Ако централната банка се обиде да го постигне оптималното ниво на MCI под строг флотирачки девизен курс, треба да прави многубројни усогласувања на каматните стапки константно. Промената во алокацијата во домашната економија ќе ги усложни разликите помеѓу домашниот и меѓународниот сектор на економијата. Ако централната банка го игнорира нивото на MCI и ги поставува каматните стапки независно на движењето на девизниот курс, политиката може да биде премногу експанзивна или премногу рестриктивна.

Во практиката најдоброто сценарио за малите отворени економии е компромисот помеѓу фиксниот и флотирачкиот девизен курс кој се нарекува менаџиран флотирачки девизен курс. Таргетот со оваа опција е правецот на номиналниот девизен курс и поради динамиката на поставувањето на таргетот за девизниот курс, методата е често наречена таргетирање на девизниот курс. Централната банка која користи овој вид стратегија внимателно таргетира комбинација на каматни стапки и девизни стапки истовремено. Затоа што таргетирањето на девизниот курс обично се прави со надолна стапка, се сведува на менаџирана девалвација на валутата или „лазечки пег“ кој може да биде активен или пасивен. Активен лазечки пег значи дека централната банка го менаџира девизниот курс со цел да се намали вредноста на домашната валута за помалку од инфлациската разлика од референтната валута или економија. Пасивен лазечки пег се

стреми да го намали или потполно да го елиминира инфлацискиот диференцијал. Додека целта на таргетирањето на менаџираниот флотирачки девизен курс е да се задржат каматните и девизните стапки на нивното рамнотежно ниво (така што нивното влијание врз домашната агрегатна побарувачка е оптимална за постигнување на финалната цел на монетарната стабилност), приодот е компромис, така што MCI нема оптимална вредност.

Отстапките од оптималната MCI за двата лазечки пегови се забележени во следните две формули (Бофингер, 2001, стр. 419):

За активен лазечки пег $(\Delta s = \pi^{\tau} - \pi^{*})$, каде што MCI е:

$$MCI^{act} = r^{*} + \alpha + (1 - \delta)(\pi - \pi^{*}) + k \quad (43)$$

За пасивен лазечки пег $(\Delta s = \pi - \pi^{*})$, каде што MCI е:

$$MCI^{pas} = r^{*} + \alpha + k \quad (44)$$

За да се избегнат значајни капитални одливи со движечкиот таргет на девизниот курс централната банка води политика во согласност со УИП и собира странски валути како резерва. Шпекулативните напади на валутата се сѐуште можни со слободниот тек на капиталот, во кој случај земјата мора да прифати поголемо намалување на вредноста на валутата.

Двојната цел на девизниот курс и стабилноста на пазарот за пари

Како оперативен таргет, девизниот курс се користи поради стабилизација на валутата или да се избегне поголемо намалување или зголемување на валутата. За да се постигне тоа централната банка користи интервенции во девизниот пазар. Да избегне намалување на вредноста на валутата таа ги троши своите резерви на странски валути во купување на сопствената валута; за да спречи зголемување на вредноста на валутата купува странски валути со сопствената валута. Ограничувањата и цената на таквата интервенција ако се користи константно ниво на девизниот курс и да се одржи девизен таргет се следните: (1) ако се заштитува вредноста на валутата од намалување на нејзината вредност, ограничувањето е сумата на странски валутни резерви, а цената е намалувањето на монетарната база и зголемувањето на домашното ниво на каматните стапки и (2) ако валутата се заштитува од зголемување во вредноста, не постои ограничување на сумата на странски валути кои централната банка може да ги купи со сопствената валута, но зголемувањето на монетарната база (значи потенцијалот за

стерилизација е поголем) врши притисок врз каматните стапки да се смалат. Ефектот од промените во монетарната база го истакнува прашањето: Дали постигнувањето на двојната цел на стабилноста на девизниот курс и стабилноста на пазарот за пари е возможно? Ако стерилизацијата е дефинирана како политика која не го променува нивото на девизниот курс во принцип, не е невозможно за централната банка да го таргетира девизниот курс и пазарот за пари во исто време (Бофингер, 2001, стр. 388-389). Меѓутоа, единствениот инструмент на централната банка, ако сака да ги постигне двете цели истовремено, е да ја стерилизира интервенцијата во девизниот пазар.

Во стерилизирана интервенција или стерилизирана интервенција во девизниот пазар, владата го брани девизниот курс со продавање на странски валути за домашната валута и тогаш го стерилизира потенцијалниот смалувачки ефект врз домашната монетарна база низ истовременото и еднакво купување на домашната монетарна база со купување на домашни хартии од вредност (Обстфелд и Рогоф, 1995, стр. 75 и Бофингер, 2001, стр. 389). Ефектот е промената на понудата во домашните и странските хартии од вредност во приватни раце, но без ефект врз релативната понуда на пари. Во практиката, тоа е политика која го чува нивото на каматните стапки во пазарот за пари константни. Без стерилизација, операциите во девизниот пазар ја зголемуваат домашната понуда на пари (ефектите на промената во монетарната база).

Заклучоци за таргетирањето на девизниот курс

Во однос на лекции или поуки од теориите поврзани со таргетирањето на девизниот курс можеме да изјавиме дека не постојат едноставни или лесни правила за девизниот курс кои се добри замени за домашно ориентираните таргетни режими. Таргетирањето на фиксниот девизен курс или таргетирањето на рамнотежното ниво на MCI можат да бидат видени како едноставни правила, но и двете не се ефективни под одредени услови. Формирање на модел базиран на таргетирањето на девизниот курс би било тешко знаејќи дека мора да го вклучи производот, вработеноста, каматните стапки, цените, инвестициите и тековната сметка. Овде, моделот на Мандел и Флеминг претставува значајно ограничување. Глобалните пазари на капитал не претставуваат технички потешкотии во одржувањето на пегот (централните банки имаат капацитет да ги стерилизираат таквите шокови), туку тие го комплицираат водењето и праксата и остават многу тесен простор за маневри. Помеѓу опциите за таргетирањето на девизниот курс, менаџирањето на девизниот курс е најефективно за малите отворени

економии. Губитокот на контрола над домашната монетарна политика со таргетирање на девизниот курс, како што видовме, не се подобрува со стерилизација на интервенциите во девизниот пазар. Стерилизирана интервенција може да направи многу малку, или ништо, да ја прекине тесната врска помеѓу монетарната политика и девизните стапки (Обстфелд и Рогоф, 1995, стр. 76). Една опција за таргетирање на девизниот курс за индустриските земји е да се променат очекувањата за идниот девизен курс: „монетарните власти треба да одбегнуваат да го врзуваат својот кредибилитет со варијабла која може инстантно и драматично да ги преслика очекувањата за идните настани“ (Обстфелд и Рогоф, стр. 95).

Мишкин (2009, стр. 228-233) нуди корисен преглед на теоретските предности и недостатоци на девизните стапки како таргетно правило. Помеѓу предностите се дека таргетите на девизниот курс ја стабилизираат инфлациската стапка за меѓународно разменетите добра и на тој начин директно придонесуваат за очувувањето на инфлацијата под контрола. Второ, земјата може да ги усидри инфлациските очекувања со таргетираната земја ако таргетот е кредибилен. Трето, претставува автоматско правило за водењето на монетарната политика и има предност на едноставност и е јасен таргет. Помеѓу недостатоците и критиките на таргетирањето на девизниот курс се дека со таков таргет земјата ќе ја изгуби независноста на својата монетарна политика и нема да биде во можност да реагира на домашните економски шокови. Шоковите во таргетираната земја директно се пренесуваат на домашната економија затоа што промените во каматните стапки во таргетираната земја водат до соодветни промени во каматните стапки на другата земја. Третиот важен ризик е дека таргетот ја изложува земјата на шпекулативни напади на нејзината валута. Видовме дека помеѓу опциите менаџираниот и девалвирачкиот девизен курс, и во исто време чување на внатрешната и надворешната рамнотежа предвид, е најдобрата опција за малите отворени економии. Монетарната политика според таргетирањето на девизниот курс може да врши притисок врз домашниот сектор на економијата, а меѓународниот сектор во економијата може да добива или да губи со флуктуациите кои се резултат на опаѓање или зголемување на вредноста на валутата. Негативниот биланс, или цена на таргетирањето, може да се должи на недостатокот на меѓународен механизам за девизниот курс.

Спроведувањето на монетарната политика

Последната точка посветена на монетарната теорија ќе ги испита теориите поврзани со спроведувањето на монетарната политика. Функцијата на централните банки како агенти на монетарната политика е да влијаат врз крајните цели на таа политика. Тие тоа го прават со контролирањето на варијаблите под нивна директна контрола и кои се нарекуваат оперативни таргети на монетарната политика. Оперативните таргети се еден од двата клучни елементи потребни за да се моделира процесот на спроведувањето. Специфично, целта на спроведувањето е да се постигне оперативниот таргет.

Еволуцијата на монетарните стратегии имаше влијание врз изборот на оперативниот таргет во смисла дека ги идентифицира таргетите во однос на крајните цели во одредената стратегија. Со тоа спроведувањето стана само поврзано со изборот на инструментите на монетарната политика, како што се операциите на отворениот пазар или одредувањето на задолжителните резерви кои можат да го променат оперативниот таргет и користењето на контролата на централната банка врз агрегатите, како што се резервите или врз поставувањето на краткорочните каматни стапки на посакуваното ниво. Ова во исто време значи дека спроведувањето може да биде засебно поле за истражување во монетарната политика. Всушност, спроведувањето во индустриските земји е постигнувано со употреба на истите монетарни инструменти низ повеќе стратегии.

Често спроведувачкиот процес, меѓусебната интеракција на инструментите во постигнувањето на оперативниот таргет, се смета за клучна активност на централните банки во водењето на монетарната политика. Како што видовме од дискусиите за трансмисискиот механизам ова е некомплетно или делумно гледиште во процесот на монетарната политика. Сепак, тоа е клучна состојка во секоја монетарна политика. Со други зборови, спроведувањето може да се опише со фразата, користена многу пати од Алан Гринспен, дека тоа е неопходен, но недоволен услов за водењето на оптимална монетарна политика.

Според оваа дефиниција на спроведувањето и со познавањето на процесот на избирање на оперативниот таргет од претходните секции, можеме да се фокусираме на инструментите на монетарната политика и самиот процес на спроведување. Прво треба да ги дефинираме најчесто користените термини, клучните доктрини поврзани со оперативниот таргет и да поставиме аналитичка рамка за разбирање на процесот на

спроведувањето, како и да ги објасниме инструментите на монетарната политика. Исто така потребно е да се објасни концептот на неконвенционалната монетарна политика пред крајот на дискусијата. Почнуваме со листа на референци за теоријата на спроведувањето на монетарната политика.

Преглед на литературата за спроведувањето на монетарната политика

Предложената генерална литература за теоријата и праксата на спроведувањето на монетарната политика, генерално или специфично за земјите во натамошните делови, може да ги вклучи: Биндсеил (2004), Бофингер (2001), Борио (1997), Бленк ет ал. (2001), БИС (1997), Бордот на директори на ФРС (1994), Бундесбанката (1995), ЕЦБ (2001), Меулендајк (1998), Мишкин (2004, 2009), Пул (1968), Валш (2003). Литературата за стандардниот модел на спроведувањето е избрана со додаток на Вудфорд (2001, 2002 и 2003), Витсел (2006) и Енис и Кеистер (2008).

Некои од поновите текстови го испитуваат ефектот на монетарната политика во ситуација на нула каматна стапка, ликвидната презаситеност позната како квантитативно олеснување и финансиските кризи во монетарната политика. Оваа група на услови има формирано, барем во литературата, нови теории поврзани со таканаречената неконвенционална монетарна политика. Дел од таа литература би била составена од Алфонзо и Лагос (2012), Бек и Кистер (2013), Бек и Монет (2013) и Борио (2010), а додатна литература за спроведувањето на монетарната политика се: Балино и Замалоа (1997), Батен ет ал. (1989), Касман (1993) и Бисигнано (1996).

Дефинирање на спроведувањето на монетарната политика

Пред да ги дискутираме таргетите, инструментите и пазарите неопходни за спроведувањето на монетарната политика, потребно е да се постави основна дефиниција на клучните термини, почнувајќи со дефиницијата на спроведувањето: „Спроведувањето на монетарната политика е разбрано како избор на оперативните таргети на монетарната политика и како начин да се постигне овој таргет со оглед на секојдневното дејствување со помош на инструментите на монетарната политика“ (Биндсеил, 2004, стр. 1).

Оперативен таргет е економска варијабла која централната банка сака да ја контролира и може да ја контролира од ден на ден низ користењето на монетарните

инструменти (Биндсеил, 2004, стр. 7). Денес постои консензус помеѓу централните банки и економистите дека најподобен оперативен таргет е нивото на краткорочните каматни стапки кои имаат влијание врз трендот на генералните каматни стапки. Алтернативни таргети се некои од квантитативните концепти или агрегатите на резервите како што е монетарната база.

Инструмент на монетарната политика е алатка достапна на централната банка која може да се користи за да се постигне оперативниот таргет. Трите главни спроведувачки инструменти во монетарната политика се: (1) статичните монетарни инструменти, (2) операциите во отворениот пазар и (3) задолжителните резерви. Во поново време другите специфични инструменти кои се користат од страна на централните банки се варијации на трите главни инструменти или централните банки користат комбинација на овие инструменти.

Оперативните таргети на монетарната политика и спроведувачките доктрини

Краткорочните каматни стапки се оперативен таргет под монетарната и под инфлациската стратегија исто како и според таргетирањето на девизниот курс и се сметаат за најсоодветни оперативни таргети за спроведувањето на монетарната политика. Во едноставни термини, причината е ефектот на цената на парите (претставена со каматните стапки) во многу краткиот рок на пазарите за пари. Овие пазари се најефективен начин за централните банки да влијаат врз генералниот збир на каматни стапки и, со тоа, целосниот збир на услови важни во монетарната политика. Постои, меѓутоа, значајна теоретска дебата која се одвива за време на повеќе декади за изборот на оперативниот таргет.

Дебатата е концентрирана на проценувањето на концептот кој се нарекува доктрина на состојбите во резервите (reserve position doctrine RPD) и на објаснувањето и проценувањето на доктрината на краткорочните каматни стапки (short-term interest rate doctrine, SID). Во практиката централните банки се оддалечија од резервите како варијабли и продолжија со користење на SID за контрола на резултатите од монетарната политика. Биндсеил (2004, стр. 2) е критичен за литературата во голем дел од периодот на дваесеттиот век и заклучува дека истата треба да биде преиспитана. Во исто време тој укажува дека добар дел од теоретското преиспитување во литературата веќе се случило во доцните 1990-ти. Два главни наода во неговото значајно истражување во

спроведувањето на монетарната политика се дека спроведувањето може да биде проучувано одвоено од стратегијата на монетарната политика и дека каматните стапки (цената на парите) како приод кон спроведувањето е единствената релевантна теорија. Со други зборови, монетарната политика е најдобро спроведена низ контрола на краткорочните каматни стапки без разлика на стратегијата. Цената на банкарските резерви (прекуноќната каматна стапка) е почетокот на каматните движења и според тоа почетна точка на процесот на монетарната трансмисија. Оваа теорија се чини е враќање на разбирањето на монетарната политика во раните 1920-ти години. Користењето на резервите (квантитативната ориентација) како концепт на спроведувањето според RPD е опишано како значајна научна обиколница.

Два минорни наода во Биндсеил (2004) ја илустрираат причината за обиколницата и теоретската вредност на раните текстови на Пул (1968). Наодите се: (1) двајцата, Кејнс и Фридман ја фаворизираат квантитативната ориентација како гледиште на спроведувањето на монетарната политика и ги одбиваат краткорочните каматни стапки како оперативен таргет и (2) моделот на Пул (1968) е најкорисниот модел како база за скоро сите моделирања на теоријата за спроведувањето.

Во оваа точка ќе го испитаме гледиштето на Пул (1968) во кое спроведувањето е одвоено од стратегијата на монетарната политика, т.е. краткорочните каматни стапки се оперативниот таргет на монетарната политика и во кое избраниот инструмент од страна на централната банка се различните операции во отворениот пазар. Другите два инструменти се испитани поради нивниот однос кон операциите во отворениот пазар, но не им е придадено полно теоретско внимание. Овој избор ќе ни дозволи не само да го ограничиме опсегот на дискусијата, туку исто така да го опишеме најрелевантното гледиште на спроведувањето на монетарната политика до финансиската криза во 2008 година. Во пресрет на оваа криза, теоријата на спроведувањето доби во значење и го промени правецот. Новите теории, меѓутоа, се надвор од опсегот на теоретската дискусија во овој дел. Краток преглед на поновите теории се наоѓа во делот за водењето на монетарната политика во Јапонија.

Пазарот за пари и процесот на спроведувањето на монетарната политика

Централната банка го контролира оперативниот таргет на монетарната политика преку пазарот за пари на централната банка. Овој пазар, често наречен пазар за пари, е многу различен од макроекономскиот пазар за пари. Главните учесници во пазарот за

пари се комерцијалните банки и централната банка. Затоа што билансот на централната банка е извор за монетарната база и може само да се надополни со понудата од централната банка, таа игра улога на монопол во понудата на базата на парите за финансискиот систем.

Оваа карактеристика на пазарот ја овозможува монетарната политика и го прави пазарот за пари најважниот концепт во стандардната теорија за спроведувањето на монетарната политика. Прво, опишуваме едноставна рамка, ги опишуваме основните елементи и односи присутни во пазарот за пари. Второ, го опишуваме моделот на спроведувањето на монетарната политика на Пул (1968) со кратка дискусија за неговите придонеси за монетарната политика.

Стандардната рамка

Основната или стандардна рамка во оваа точка е моделирана според практиката во американскиот пазар за пари во кој ФРС ја таргетира меѓубанкарската каматна стапка за федералните фондови (фондовите понудени од централната банка на САД со помош на монетарните инструменти), позната како ФФР. Тоа ФРС го чини преку контрола на веројатноста дека пазарот е долг или краток со фондови на крајот на периодот на одржување на резервите. Пазарот е управуван во опсег на широк коридор помеѓу нула и стапката на позајмување во статичните инструменти, зависно од актуелниот став.

Оваа операција во отворениот пазар е главниот инструмент на спроведувањето на монетарната политика во кое постои улога за статичните инструменти (дисконтната стапка) и минималното ниво на резерви или задолжителни резерви. Статичните инструменти во рамката се поставени на многу повисоко ниво, така што не е веројатно дека ставот на монетарната политика некогаш ќе треба да се постави со повисок таргет (Биндсеил, 2004, стр. 85). Каматната стапка на статичниот инструмент во САД од 2003 година е усогласен да се одржува на 100 базни поени над целта на ФФР, но може да биде поставен поинаку во други земји (ФФР на САД, 2005, стр. 47).

Каматната стапка е рамнотежната стапка на каматите постигната во пресекот помеѓу побарувачката за резерви (од страна на комерцијалните банки) и понудата на резервите (од страна на централната банка). Ова е ефективната или актуелната каматна стапка. Централната банка ја поставува таргетната стапка за краткорочните каматни стапки која е во согласност со посредните или финалните цели и го води пазарот кон постигнување на таргетното ниво на краткорочните каматни стапки во пазарот за пари.

Како референца (илустрација) можеме да ти забележиме таргетите за краткорочните пазарни каматни стапки и ефективната (прекуноќна) стапка за три индустриски земји.

Таргетите за краткорочните каматни стапки (варијаблите кои централните банки сакаат да ги одржуваат на одредено ниво) за САД се федералните фондовни стапки, за ЕЦБ тоа се минималните аукциски стапки во својата главна рефинансиска операција, а за ОК тоа е репо стапката. Ефективната (вистинска) краткорочна каматна стапка за САД е ефективната стапка на федералните фондови, за ЕЦБ тоа е просекот на прекуноќниот индекс на еврото (ЕОНИА), а за ОК тоа е прекуноќниот просечен индекс на стерлингот (СОНИА). Движејќи ги ефективните стапки (ако тоа е потребно) кон таргетната стапка е постигнато низ промената на количеството на резерви во пазарот и низ користење на механизмот на побарувачка и понуда.

Побарувачката и понудата на резерви

Стандардната рамка е микро модел во кој постои (1) побарувачка (за резерви) од страна на банките и (2) понуда (на резерви) од страна на централната банка. Рамнотежната цена на овие резерви го одредува квантитетот на резервите кои се понудени и соодветната цена на резервите (ефективните пазарни краткорочни каматни стапки).

(1) Побарувачката на резерви во едноставниот модел се состојат од задолжителни резерви (или минимални резерви) и вишок резерви. Можеме да работиме со стандардните букви кои ги претставуваат клучните варијабли:

$$R=RR+ER \qquad (45)$$

Каде што R= тоталните резерви, RR = задолжителни резерви и ER = вишокот резерви. Задолжителните резерви во овој случај се врзани за депозитите RR = $r \times D$, каде што r = соодносот на задолжителни резерви (во процент) и D = депозитите.

Соодветно, порастот на каматните стапки води до преносот на депозитите кон други средства и намалувајќи ги минималните резерви. Од перспектива на банките, на вишокот резерви не добиваат камата. Затоа, порастот на каматните стапки исто така е причина банките да одржуваат помалку вишок резерви и да сакаат да ги дадат како заем некои од резервите на другите банки, заработувајќи со повисоките каматни стапки, во случајот на пазарот на пари повисоки ФФР стапки. Затоа што двете се компоненти на тоталните резерви, порастот на каматните стапки во пазарот за пари (кое води кон пораст

на другите краткорочни стапки) го намалува нивото на резерви. Според овој однос, кривата на побарувачката на фондови во пазарот за пари има надолен правец.

Минималните резерви, меѓутоа, се само еден од двата главни извори на побарувачка на резерви. Мораме, додатно, да ја уважиме побарувачката која доаѓа од потребата за вишок на резерви и исто така мораме да земеме предвид како секој извор на побарувачка влијае врз процесот на спроведување. Зависно од доминантноста на секој од изворите постојат два модели на менаџирање на спроведувањето. Ако доминантниот фактор (според големината на минималните резерви) е минималната резерва и се употребува систем на просек, како во Еврозоната и делумно во САД, резултатот е дека прекуноќните каматни стапки се еднакви за време на периодот на одржување на резервите. Чувањето на резерви во кој било ден на тој период придонесува за исполнување на задолжителни резерви. Вишокот резерви се третираат како фиксна егзогена маржа според минималните резерви. Централната банка би требала главно да се фокусира на прогнозирање на автономните фактори, разбирање на формирањето на очекувањата во пазарот и да гради соодветна репутација (Биндсеил, 2004, стр. 82). Овој специфичен модел се вика модел на менаџирањето со агрегатната ликвидност. Ако доминантниот извор на побарувачката на резервите се работните парични салда (задолжителни резерви се многу ниски) овој фактор се менува значајно од ден на ден. Неизвесноста на овој вид побарувачка е илустрирана со фактот дека по меѓубанкарскиот пазар е затворен постои поголем индивидуален ликвиден шок кој ја остава банката без резерви или со вишок резерви. Специфичниот модел се нарекува модел на ликвидното менаџирање на индивидуалниот шок. Затоа што монетарниот пазар е одреден со побарувачката за работни парични салда и затоа што тие зависат од ефикасноста на платежниот систем и од менаџирањето на ликвидноста во индивидуалните банки, исто како и од неизвесностите поврзани со текот на плаќањето, централната банка треба константно да ја проценува побарувачката на работни парични салда (Биндсеил, 2004, стр. 83).

(2) Понудата на резерви содржи резерви позајмени од централната банка низ дисконтниот прозорец познати како дисконтни позајмувања (ДЛ) и непозајмени резерви (Rn) еднакви на резервите обезбедени во пазарот за пари (R) минус дисконтното позајмување (DL): Rn = R – DL. Важно е да се разбере дека иако непозајмените резерви се обезбедуваат со позајмување од други финансиски институции и операциите на отворен пазар од страна на централната банка (наместо преку дисконтниот прозорец)

сите резерви, како агрегат, крајно доаѓаат (и се контролирани) од централната банка како единствен понудувач на монетарната база.

Ако централната банка ја чува дисконтната стапка над рамнотежната стапка во пазарот за пари, поевтино е за банките да позајмат резерви од други банки или преку продажба на хартии од вредност по пазарната каматна стапка, отколку да обезбедат дисконтна позајмица. Кривата на понуда има необичен облик затоа што за рамнотежната стапка под дисконтната стапка банките нема да го користат дисконтниот прозорец, а понудата на резерви е одредена на нивото на Rn (види го графиконот за пазарот за пари). Понудата на пари од централната банка над дисконтната стапка станува хоризонтална. Кога централната банка интервенира во меѓубанкарскиот пазар за резерви, технички, се стреми да ја промени понудата на резервите достапна на комерцијалните банки така што просечната каматна стапка е еднаква на нејзиниот таргет за каматната стапка f^* (Енис и Кистер, 2008, стр.1). Централната банка го одредува количеството на непозајмени резерви Rn* кое мора да го понуди за да ја постигне таргетираната стапка. Промена во таргетот за каматната стапка бара понуда на поголема или помала сума на непозајмени резерви да го постигне посакуваниот таргет.

Ова е постигнато со користење на операции на отворениот пазар. Во случајот на САД инструментот е главно аранжманот на договорот за повторно купување (репо) со примарните дилери во затворен тип на ценовна аукција. Репо договорите инволвираат продавање на слободните резерви за обврзници со експлицитен договор дека трансакцијата ќе биде повратна во одредениот рок.

За да се зголеми таргетираната каматна стапка, централната банка ја намалува сумата на непозајмени резерви со продавање на обврзници на банките. За да ја намали каматната стапка, централната банка ја зголемува сумата на непозајмени резерви со купување на обврзници. Вкупната понуда на резерви е еднаква на квантитетот поставен од централната банка низ операциите, усогласен со потенцијално случајната сума која ја отсликува непредвидливата промена на автономните фактори (како што се промените во квантитетот на валутата во циркулација) (Енис и Кистер, 2008, стр. 4).

Затоа што тоталните резерви и автономните фактори имаат влијание врз точноста на операциите во отворениот пазар од страна на централните банки и крајно врз нивниот успех во одржувањето на стапката блиску до таргетираната стапка, централната банка мора да ја предвиди побарувачката на агрегатните резерви и промените во постоечката

понуда на резерви кои доаѓаат од автономни фактори (надвор од контролата на централните банки) со голем степен на точност.

Последица на промените во резервите е промена на монетарната база и монетарната понуда во системот. За дадена побарувачка за пари од централната банка секогаш ќе постојат фиксни односи помеѓу монетарната база и стапката во пазарот на пари (Бофингер, 2001, стр. 325-326). Значењето за монетарната политика е опфатено во моделот - пазарот на макроекономските пари на Пул (1970). Ако централната банка ја таргетира сумата на пари како посреден таргет, ја таргетира монетарната база, оставајќи ја каматната стапка да флуктуира. Ако го таргетира кредитот, каматните стапки се подобриот избор како оперативен таргет (види го кредитниот канал на монетарната политика).

Конечната карактеристика на моделот е работењето на дисконтниот прозорец. Ако економијата произведува големи шокови во побарувачката за резерви (со која било каматна стапка) како резултат на финансиски кризи, централната банка е спремна да обезбеди неограничено количество на дисконтни позајмици по дисконтната стапка така што рамнотежната стапка никогаш нема да порасне над таа стапка. Дисконтната стапка е една од двата начини според кои централната банка влијае врз краткорочните каматни стапки во пазарот за пари. Во комбинација со пазарната каматна стапка, дисконтната стапка ја сигнализира релативната цена на чување на вишок на резерви. Повисок степен на дисконтната стапка релативно на пазарната стапка доведува до комерцијалните банки да се поотворени на чување на резерви како мерка на претпазливост.

Од горенаведеното јасно е дека комерцијалните банки во својот однос кон централната банка се привлечени кон пазарот за пари поради нивната побарувачка за резерви, главно да ги исполнат барањата за минимални резерви, но исто така поради менаџирање на меѓубанкарските плаќања. Тие исто така имаат сметка со централната банка која служи за расчистување на сметките со погодни карактеристики, како што се: опцијата за пречекорување во позајмувањето за своите дневни пазарни операции (ова е карактеристика што ја намалува потребата за минимални резерви).

Централната банка од друга страна има потреба да ги држи комерцијалните банки многу блиску инволвирани во пазарот заради водење на ефективна монетарна политика. Со други зборови, односите во пазарот се симбиотички и обострани. Пазарот исто така има потенцијал да помогне или да им наштети на билансите на комерцијалните банки. Фактот дека пазарот има вградена доза на неизвесност доведува до тоа комерцијалните банки да ги применат методите кои го максимизираат профитот. Ова е продолжено со

потребата да се менаџираат опциите базирани на просекот на резервите кои тие го имаат за време на периодот на одржување на минималните резерви итн. Тоа исто така ја води централната банка да се стреми да прави точни проценки на резервите кои ѝ се потребни за да биде ефективна во постигнување на таргетот за каматните стапки подолго време. Природата на пазарот и разните можности за максимизирање на профитот се прикажани во следниот исечок од литературата:

> „Затоа што банките не можат потполно да го предвидат точното време на плаќањата тие се соочуваат со неизвесност за нето одлевањата од нивните сметки кои содржат резерви и затоа типично не се во можност точно да ги задоволат своите минимални резерви. Наместо тоа, тие мора да ги избалансираат можностите за чување на вишок резерви наспроти можноста да бидат предмет на пенали заради недостаток на резерви. Побарувачката на резерви се должи на оптималното балансирање на овие потреби“ (Енис и Кистер, 2008, стр. 4).

Овој став води кон моделот на Пул (1968) како еден од највлијателните модели поврзани со спроведувањето на монетарната политика. Моделот беше, според самиот текст, поставен за да го објасни менаџирањето со резервите во пазарот за пари од перспектива на максимизирање на профитот и претпоставката за одреден степен на неизвесност. Со други зборови, го моделира сегашното гледиште на спроведувањето на монетарната политика.

Моделот на Пул (1968)

Пул (1968) се занимава со фундаменталните прашања на односите помеѓу каматните стапки и квантитетот на резерви во спроведувањето на монетарната политика. Предноста на овој модел е дека сите клучни односи во секојдневното водење на отворениот пазар се претставени во единствен модел, користи теоретски приод и е поставен како стокастичен модел (претпоставува степен на неизвесност). Затоа што е потребно разбирање на овие односи, ако сакаме потполно да ја објасниме теоријата поврзана со позицијата на резервите на централната банка и принципите кои стојат зад пазарот за пари, краток преглед на моделот е од корист. Додатно, поголем дел од литературата за сегашната монетарна политика, теоријата на спроведувањето на политиката, вклучувајќи ја горната едноставна рамка, ја користат анализата на Пул

(1968) на еден или друг начин. Пул претставува теоретски модел на менаџирањето на резервите од страна на комерцијалните банки во краткорочниот меѓубанкарски пазар на САД.

Специфичната цел на Пул е да го испита значењето на вишокот резерви, позајмувањето од централната банка и позајмувачката стапка на централната банка (дисконтната стапка). Сите информации и анализи во овој дел се базирани на краткото, но влијателно дело на Пул, објавено во 1968 година.

Главната претпоставка на моделот е дека банките можат да позајмуваат слободно од ФРС преку дисконтниот прозорец. Иако оваа претпоставка го служи моделот добро (го фокусира моделот на процесот на усогласувањето на резервната состојба без да навлезе во менаџирањето на портфолијата), Пул (1968, стр. 771) признава дека оваа претпоставка не е реалистична и дека е невозможна и не треба да биде земена премногу буквално. Друга претпоставка е дека краткорочното раководење со резервите од страна на комерцијалните банки (моделот се концентрира на овие многу краткорочни усогласувања) се случува примарно во пазарот за федералните фондови и низ позајмувањето од ФРС. Во многу краток рок, банкарскиот раководител со резервите го зема за дадено флуктуирањето на депозитите и резервите предизвикани од расчистувањето на чековите и другите активности на нивниот кредитен оддел. Работата на раководителот на резервите е да ги усогласи резервите со овие флуктуации (Пул, 1968, стр. 770).

Моделот има неколку други претпоставки. Банките мора да ги подмират барањата за резервите секој ден, сите депозити се претпоставува дека се депозити по видување и дека соодносот на резервите е калкулиран базирано на депозитите и резервите на крајот на секој работен ден. Стапката на давање на заем и на позајмување во пазарот за пари е одредено конкурентно и дисконтната стапка е секогаш над пазарните стапки. Моделот претпоставува неизвесност. Инаку, немаше да постојат вишок на резерви или побарувања на крајот на денот.

Во реалноста, банките имаат голем дел од денот да направат одреден број на одлуки и постојат повеќе рунди на размена на резервите од кои само еден дел се со централната банка. Да се објасни краткорочноста на пазарот и одлуките во пазарот Пул прави директна претпоставка дека сите одлуки се направени во уште пократок период напладне секој работен ден. Иако ова е поддржано од литературата, со пладнето како најважно време во денот за раководење со резервите, тоа е премногу едноставно во однос на вистинскиот временски период (Алфонзо и Лагос, 2012, стр. 6). Во моделот на

Пул, секоја банка мора да направи одлука за големината на позајмувањето од федералните фондови или давање на заем во одредено време. Во тоа време одлуката мора да биде направена базирано на очекувањата за депозитите, нето кредитирањето или повлекувањето на фондови помеѓу пладне и затворањето на бизнисите.

Пул го прикажува проблемот на раководителот со банкарските операции за резервите точно напладне. Ако банката го заврши денот со дефицит на резерви мора да позајми од централната банка по цена на дисконтната стапка. Цената на позајмувањето тогаш би била разликата помеѓу дисконтната стапка и стапката на федералните фондови кои би можеле да се позајмат напладне. Ако банката го заврши денот со вишок резерви, цената е можноста да позајми средства на други банки по стапката на федералните фондови напладне. Оптималната политика за раководителот во пазарот напладне е клучниот дел за моделот на Пул. Симболите за агрегатите и концептите користени во равенките се следните:

D= банкарскиот депозит на пладне

R= банкарските непозајмени резерви на пладне (непозајмени од централната банка низ дисконтниот прозорец или преку пазарот)

q= сообносот помеѓу минималните резерви и депозитите

i_d = дисконтната стапка

i_t = стапката на федералните фондови

Z= нето депозитот (помеѓу пладне и на крајот од работниот ден)

Z_U = горната граница на Z

Z_L = долната граница на Z

f(Z)= дистрибуцијата на веројатноста на Z одредена од раководителот на резервите во банката

F= федералните фондови позајмени од банката на пладне (позитивни ако се работи за позајмица, негативни ако се работи за фондови кои се дадени на заем на друга банка)

F*= оптималната големина на F

C= очекуваната цена поради неизвесноста во текот на резервите

На крајот на работниот ден сите легални барања за резервите ќе бидат подмирени ако:

$$R+F+Z \geq q(D+Z) \qquad (46)$$

Вишокот резерви Е ако оваа равенка е исполнета, е дадено како:

E=R+F+Z-q(D+Z)=R+F-qD+(1-q)Z (47)

Ако легалните барања за резервите не се исполнети, банката мора да ја позајми од фондови од дисконтниот прозорец сумата Б:

B=q(D+Z)-(R+F+Z)=qD-R-F-(1-q)Z (48)

Пул дава формула за калкулирање на цената на неизвесноста за добивката или загубата на депозити за С:

$$c = it \int_{\hat{Z}}^{Z_U} [R + F - qD + (1-q)Z]\, f(Z)dZ,$$

$$+(i_d - i_t) \int_{Z_L}^{\hat{Z}} [qD - R - F - (1-q)Z]\, f(Z)dZ, \quad (49)$$

Каде што $\hat{Z} = (qD - R - F)/(1-q)$

Сумата во заградите во првиот интеграл е големината на вишокот резерви (непозајмените резерви, позајмени федерални фондови и позајмувањето од дисконтни резерви). По заградите се вредноста на депозитите кои би предизвикале вишок на резерви (ограничувачките фактори). Заградите во вториот интеграл го содржат позајмувањето од дисконтниот прозорец со нет депозитите што би предизвикале позајмување. Цената на секој долар на вишокот на резерви е i_t и центата на секој позајмен долар е $i_{d-}i_t$.

Минимизирањето на трошокот или цената значи наоѓање на оптимално ниво за F. Пул (1968, стр. 773) поставува дериват на горната равенка согласно со F=0:

$0 = i_t - i_d \int_{Z_L}^{\hat{Z}} f(Z)dZ$, или, (50)

$P[Z < (qD - R - F^*)/(1-q)] = \frac{i_t}{i_d}$ (51)

Според равенката, F треба да биде избрано така што веројатноста (P) од левата страна на равенката е еднаква на соодносот на стапките на федералните фондови и дисконтните стапки (претпоставени како што спомнавме да бидат помали од еден). Според моделот, оптималната стапка на федералните фондови станува стапка на побарувачката за федералните фондови, која е функција на дисконтната стапка, стапката на федералните фондови и дистрибуцијата на веројатноста за добивка или загуба базирана на резервите (Пул, 1968, стр. 774). Земајќи ја предвид дистрибуцијата на веројатноста, што е повисока

дисконтната стапка и минималните резерви и што се пониски стапките на федералните фондови, толку е поголемо *F**. Да ги комплетира наодите на моделот, Пул укажува на важноста на двата фактори за неговата равенка да биде релевантна: за соодносот базиран на равенката да работи стапката на федералните фондови не смее да биде премногу ниска или трошоците за трансакцијата премногу високи. Ако стапката на федералните фондови е многу ниска можно е банките да чуваат вишок на резерви затоа што трансакциските трошоци ги надминуваат добивките со стапката на федералните фондови. Со трансакциските присутни трошоци побарувачката на федералните фондови повеќе не зависи од соодносот на стапката на федералните фондови и дисконтната стапка.

Моделот е проширен понатаму со фактот дека минималните резерви на ФРС мора да бидат исполнети во период од две недели. Иако Пул ги испитува двете недели на одржување на резервите од перспектива на максимизирање на профитот како стратегија на секоја банка во пазарот за пари. Причините за централната банка да го одредува овој период не се објаснети. Овој недостаток во моделот можеме да го надополниме со објаснувањето од страна на ФРС (2005, стр. 35) и Енис и Кистер (2008, стр. 3):

Минималните резерви на САД се калкулираат како сооднос на квантитетот на трансакциските депозити и паричните салда на банките за време на двонеделниот период од почетокот на периодот на одржување. Побарувањата можат да се исполнат со постоење на готови пари во самата банка за време на периодот на одржување. За време на двонеделниот период, пред почетокот на периодот на одржување на резервите на крајот на денот мора во просек да бидат еднакви на резервните побарувања, минус квантитетот на готовите пари чувани за време на претходниот сметководствен период. Првата причина за користење на задолжителните резерви е дека го прави големиот дел од побарувачката за резерви предвидлив, што го поедноставува спроведувањето на монетарната политика. Второ, периодот на одржување овозможува банките да ги расподелат резервите за време на периодот, без страв од непостигнување на побарувањето секој ден. Трето, периодот на одржување на резервите се смета како алатка на монетарната политика која ја прави побарувачката за резерви поеластична за време на продолжен период од времето. Поголемата еластичност на побарувачката ја намалува нестабилноста во рамнотежната пазарна стапка. Проблемот со овој приод е што централната банка нема перфектен начин да ја постигне посакуваната каматна стапка. Во овој пазар стапката може да биде под или над таргетната стапка за тоа време. Второ, во последниот ден од периодот на одржување побарувачката на резерви повторно

станува нееластична и кривата во дијаграмот на побарувачката е надолна (види во Енис и Кистер, стр. 11-15).

Главното значење на моделот, според Пул (1968) е дека стапката на федералните фондови (или која било меѓубанкарска позајмувачка стапка) е важна за нивото на резерви и за пазарниот процес. Меѓубанкарската стапка е користена да ја сигнализира состојбата на резервите, нивото на затегнатост во пазарот за пари и е корисна за разбирањето на банкарските поседувања на вишок на резерви и нивното позајмување од ФРС. Најважниот придонес е нагласокот на каматните стапки, тоталните резерви и сумата на пари, наместо агрегатното позајмување на банките, дисконтанта стапка и слободните резерви. Краткорочното управување со парите можеби е предност наспроти првите три. Високата стапка на федералните фондови значи дека постои одлив на резерви или дека постои зголемување на задолжителните резерви поради поголемите депозити или издадените позајмувања. Исто така, дефицит во резервите можеби сигнализира повисоки стапки во пазарот за пари во блиска иднина и намалување на банкарскиот систем. Последиците се дека централната банка може да интервенира за да ја контролира стапката или резервите за да ги постигне посакуваните резерви или ефектот на стапката. Во исто време, агрегатните банкарски позајмувања, дисконтната стапка и слободните резерви немаат значење за процесот затоа што тие не сочинуваат корисни информации за водењето на монетарната политика. Овој аргумент е доказ за важноста на стапката и нерелевантноста на самиот монетарен агрегат. Накратко, пуловиот модел дава теоретска поддршка за сегашното гледиште на спроведувањето на монетарната политика.

ЗАКЛУЧОЦИ ОД ТЕОРИЈАТА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

Можеме да ги започнеме заклучоците со одговорот на прашањата од воведот поврзани со неуспехот на монетарната политика да ја избегне кризата во 2008 година. Прашањата се следните: (1) дали монетарната политика не успеа да дејствува за да го спречи колапсот на економијата што доведе до продолжена рецесија, (2) дали монетарната политика беше ограничена од страна на институционалните цели, вклучувајќи го фокусот на ценовната стабилност или некој друг фактор и (3) дали има значајни влијателни фактори, вклучувајќи ги неефикасностите во финансиските и

другите пазари врз кои креаторите на монетарната политика едноставно не можеа да влијаат и кои се причините за таквата одлука?

(1) Од прегледот на теоријата во овој дел од дисертацијата можеме да заклучиме дека со тек на време монетарната политика еволуираше во ефективна алатка за произведување ценовна стабилност. Причината за оваа ефективност е разбирањето на недостатоците на монетарната политика, помеѓу кои и невозможноста да влијае врз вистинските варијабли, како што се вработеноста и производството без да создаде нестабилност која се манифестира во поголема инфлација без да се добијат подобри резултати за овие варијабли во долг рок. Во оваа смисла, монетарната политика не потфрли во своето дејствување да го спречи колапсот на економијата. Наместо тоа, придонесе кон важната цел на ценовната стабилност. Бенефициите од таквата политика се во ограничувањето на високата цена на инфлацијата.

(2) Второто прашање, за ограничувањата на монетарната политика во постигнувањето на другите монетарни цели не е лесно да се одговори. Можеме да дадеме двоен одговор дека институционалната рамка на монетарната политика делумно го ограничи опсегот на активностите на централната банка на оние активности кои обезбедуваат ценовна стабилност. Второ, самите централни банки заклучија дека ценовната стабилност е примарниот интерес на монетарната политика со тоа што дејствуваше да ги постигне другите монетарни цели во краток рок и само откога првата цел не беше во прашање.

Важна забелешка која не е често дискутирана во темите поврзани со монетарната политика е дека централните банки не се одговорни за фискалната политика. Додека централните банки се спречени да ги финансираат владите, тие исто така не можат да го променат владиното трошење кое е финансирано од позајмувањето во второстепениот пазар. Затоа што централните банки, како што видовме, користат владини обврзници за спроведувањето на монетарната политика во пазарот за пари, улогата на монетарната политика во зголемувањето на владините дефицити е нејасно во најдобар случај. Конечно, видовме дека постои краткорочна размена помеѓу постигнувањето на ценовната стабилност и вработеноста (Филипсовата крива) ако централната банка може да смета на несиметрични информации за да поттикне економска активност со намалувањето на трошоците на производството (ненадејна инфлација). До таа мера, до која анализите на Милтон Фридман се точни во денешно време, дека нема долгорочна размена, ефективна политика за постигнување на овие цели не е возможна. Дури и ако ги надминеме долгите и променливи задоцнувања на трансмисиониот механизам, тоа би

било во полза на постигнувањето на ценовната стабилност. Постигнувањето на другите цели на монетарната политика во долг рок е многу проблематично во теоретска смисла.

Заклучокот и одговорот на ова прашање е дека централните банки се ограничени од страна на нивната институционална рамка, како и од теоретските ограничувања во постигнувањето на сите монетарни цели во долг рок. Додатно, централните банки не беа имуни на механизмот со кој владата ги финансираше дефицитите во своите буџети.

(3) Третото прашање е најдобро одговорено низ анализите во индивидуалните случаи на водењето на монетарната политика во индустриските земји. Од горната дискусија на трансмисиониот механизам и поспецифично според кредитниот канал ни дава некаква подлога за неуспехот на пазарот. Едно од прашањата е поврзано со каналот на банкарските кредити. Како што видовме, монетарната политика повеќе не работи преку квантитативното гледиште на спроведувањето на политиката, а банките се сè повеќе зависни од надворешни финансии (надвор од финансирањето преку централните банки). Иако централната банка не е потполно поврзана со овој канал во монетарната политика, значењето на каналот за финансискиот сектор е во пораст. Додека овој канал ја поврзува монетарната политика со фактори важни за финансиската криза, централната банка не е семоќна.

Главниот недостаток на кредитниот канал е дека не нуди елегантен инструмент со кој монетарната политика би се служела за постигнување на ценовната стабилност во долг рок. Ако монетарната политика не може да ги контролира финансиските пазари, и ако централните банки немаат подобри информации од приватниот сектор тие не можат да ја измерат ефикасноста на пазарите и не можат да ја надополнат проценката на економските агенти, да го стабилизираат или да ги корегираат пазарите. Централните банки ја одржуваат претпоставката на ефективноста на приватните пазари дури и кога не се ограничени со регулации. Резултатот е сектор на економијата кој е превиден од монетарната политика и регулативата на централните банки. Заклучоците за неуспех во овој однос зависи од тоа кој ја има клучната улога за функционирање на финансиските пазари. Централните банки, кои не се во можност да управуваат со финансиските пазари кои се надвор од нивна контрола (како што се инвестициските банки во САД), едноставно можат да заклучат дека улогата на монетарната политика е да се одговори на последиците на колапсот на пазарот по економијата, наместо да се меша во пазарите. Според тоа теоретско сознание тешко е да се види како тие би интервенирале на прво место.

Варијаблата што монетарната политика успева да ја контролира и да ја постигне е ценовната стабилност. Низ создавање на монетарни режими кои се потпираат на единствена цел на ценовната стабилност и низ раководење со краткорочните флуктуации само како второстепена цел на монетарната политика централните банки во периодот од 35 години од крајот на Бретон Вудс обезбедија макроекономска стабилност со заштитување на вредноста на парите.

Можеме да заклучиме дека најдобар начин за постигнување на оваа цел во иднината е да се продолжи со дефинирање на таргетот како јасно номинално сидро во однос на инфлацијата и да се подредат сите други активности на постигнувањето на таргетот во среден рок. Ова, меѓутоа, не прави многу за прашањето на финансиската криза или рецесијата. Рецесиите во минатото можеби беа предизвикани со рестриктивна монетарна политика која имаше за цел значајна дезинфлација, одржувањето на ниска инфлација во подолг рок може да го елиминира овој фактор како причина за следната рецесија. Фактички, последната рецесија предизвикана од монетарната политика, како што ќе видиме во следните делови на дисертацијата, можеби беше рецесијата во 1990-1991 година. Продолжувањето на верувањето дека монетарната политика не треба да биде причина за економска нестабилност, исто така придонесе за успехот во постигнувањето на ценовна стабилност. Иако важна цел на монетарната политика, ценовната стабилност не беше фактор кој самиот доведе до кризата и до последиците од кризата. Кој е придонесот на монетарната политика во кризата во 2008 година и дали тој придонес е предусловен од фокусот на инфлацијата?

Проблемот со мноштвото цели и постоењето на примарна цел во монетарната политика е што задачата за централните банки може да се структуира така што кога примарната цел, ценовната стабилност, е постигната, тоа дозволува централната банка да почне да спроведува монетарна политика усмерена кон постигнувањето на другите цели на монетарната политика. Овој хиерархиски мандат (стремење кон другите монетарни цели кога инфлацијата е под контрола) беше илустрирано со грешката со стимулативните акции на монетарната политика пред финансиската криза во 2008 година. Улогата на ФРС на САД во финансиската криза е објаснета со користењето на овој хиерархиски мандат. Со инфлацијата под контрола, ФРС беше слободна да се стреми кон целите на „максимален одржлив економски пораст“. Во меѓувреме „никој не изрази загриженост за долгорочните последици од она што беше признаено како ексцесивно лесна политика“ (Торнтон, 2012, стр. 75).

Според тоа, можеме да го одговориме прашањето со изјава дека целта на ценовната стабилност не беше факторот што придонесе за кризата да се појави (со претпоставка дека централната банка не беше одговорна за финансиските пазари). Наместо тоа, проблемот што придонесе до кризата беше двојниот и хиерархиски мандат на централната банка.

Со цел да се формира краток преглед на главните наоди од целиот теоретски дел на дисертацијата, можеме да почнеме со позајмување на листа направена од Мишкин (2009, стр. 1):

1. Не постои долгорочна размена помеѓу производот (вработеноста) и инфлацијата;
2. Очекувањата се клучни за резултатите на монетарната политика;
3. Монетарната политика е подложна на проблемот со временската непостојаност;
4. Независноста на централната банка е потребна за успешна монетарна политика;
5. Силно номинално сидро е клучно за постигнување добри резултати во монетарната политика.

На оваа листа можеме да ги додадеме следните заклучоци:

6. Недостатоците на каналите на монетарниот трансмисиски систем можат да доведат до макроекономска нестабилност;
7. Таргетирањето на цените на средствата (финансиски и реални) доведува до неефикасна монетарна политика;
8. Ниска и стабилна инфлација се претвора во очекувања за идното ниво на инфлација;
9. Не постојат перфектни монетарни правила;
10. Монетарните режими ги комбинираат целите на монетарната политика со монетарните правила и даваат дискрециска насока или опција за монетарната политика;
11. Инфлациското таргетирање е во моментот доминантната монетарна стратегија;
12. Краткорочните каматни стапки се сметаат за најадекватните оперативни таргети

ДЕЛ 2: МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО РАЗВИЕНИТЕ ИНДУСТРИСКИ ЗЕМЈИ: ОД 1973-2008 ГОДИНА

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА СОЕДИНЕТИТЕ АМЕРИКАНСКИ ДРЖАВИ

ВОВЕД

Во споредба со Бундесбанката, Банката на Англија (и другите инфлациони таргетери), и на Европската централна банка (ЕЦБ), Федералниот резервен систем (ФРС) на Соединетите Американски Држави (САД) има направено релативно малку напор да ѝ обезбеди на јавноста јасно дефинирана монетарна рамка (Бофингер, 2001, стр. 307).

Рамката на ФРС, како и другите владини рамки во САД, е воспоставена за да се постигне системот на проверки и рамнотежи во рамките на владата. На пример, претседателот на Одборот на гувернери на ФРС е назначен од страна на претседателот на САД, но е одобрен од страна на Конгресот. Конгресот ги дава сите оовластувања кои ѝ се потребни на централната банка за да биде независна и ефикасна, но сепак, структурата на известување на централната банка е комплексно поврзана со Конгресот. Она што дава значајна независна структура е улогата на гувернерите на банките во резервниот систем и нивното учество во Сојузниот комитет за отворен пазар - ФОМК (Federal Open Market Committee - FOMC), како и на деликатниот систем на стаж на неговите членови.

Монетарната политика на САД може да се гледа како модел за другите централни банки, но сепак има одредени карактеристики кои се сосема различни од другите. На пример: институционалната поставеност на ФРС вклучува повеќе монетарни цели кои се изоставени во статутот на толку многу други централни банки. Целите на ФРС вклучуваат максимална вработеност, стабилни цени и умерени долгорочни каматни стапки. Другите централни банки ја ограничуваат нивната јасна законска цел на ценовната стабилност. Во однос на стратегијата и спроведувањето на монетарната политика, ФРС е познат по спроведувањето на повеќе стратегии кои се опишани во овој дел, но исто така и за нивното базирање врз операции на отворениот пазар како инструмент за да ги постигне своите стратешки цели. Употребата на американската дисконтна стапка како инструмент на пример е спорадично и второстепено по важност.

Поради зачувувањето на форматот на дисертацијата, монетарната политика на САД е испитана најпрво преку краток опис на институционалната рамка. Второ, овој дел

ја разгледува хронологијата на настаните во економската и монетарната политика од 1973 до 2008 година. Трето, методолошкиот дел ги истражува промените во стратегијата и спроведувањето кои беа користени од страна на ФРС да ги постигне своите крајни цели. Оваа точка ги проучува прашањата поврзани со монетарните правила, оперативната дискреција на ФРС, ефективноста на посебните стратегии или методи и управувањето со кризи пред и за време на рецесии.

Искуството на САД со монетарната политика во пост - Бретон Вудс ерата е слично со искуството на водење на монетарната политика во Германија, Велика Британија и Јапонија. Сите тие поминале низ истите фази на развој, особено во нивниот избор на стратегија и нивното разбирање на природата на системот на монетарната трансмисија. Тие, сепак, имале различни резултати во различни времиња. САД веројатно имал најлоши перформанси меѓу индустријализираните земји во борбата со инфлацијата во 1970-тите. Долго време се тврди дека промените во односот кон златниот стандард што може да се проследи наназад до големата депресија во 1930-те, заедно со поголеми интервенции на владата и политичкото мешање можеби доведе ФРС да ги следи политиките кои ја овозможија инфлацијата на 1960-те и 1970-те години. Тоа можеби, исто така, доведе до тоа САД да го напушти златниот стандард и фиксен девизен курс во 1971-1973 година (Вилок, 1997, стр. 35).

Со текот на времето ФРС ја усвои како свое номинално сидро понудата на пари изразена како збир на монетарни агрегати. ФРС, исто така, усвои монетарно таргетирање и таргетирање на инфлацијата со уникатна таргетна рамка. Таргетирање на инфлацијата во случајот на САД беше повеќе флексибилно и веројатно помалку транспарентно отколку во други индустриски земји. Со општиот неуспех на фокусот базиран на монетарните агрегати, централните банки низ целиот свет присвоија монетарна политика базирана на краткорочни каматни стапки. САД не беше исклучок. Иако САД не ја следеше промената кон експлицитно таргетирање на инфлацијата и беше сугерирано да ја прифати таквата политика сè додека таа конечно ја направи промената во 2013 година по Бен С. Бернанке, тогашиот претседавач на ФРС на САД.

Во резимето ние можеме да идентификуваме некои клучни лекции кои можат да се изведат од искуството на САД. Успехот на американската монетарна политика не може да се сведе само на делата на нејзината централна банка. Многу институционални фактори придонесуваат за нејзините одлуки или имаат влијание врз нејзиниот развој. Еден од важните надворешни фактори за успехот на ФРС е именувањето на претседателот на Одборот на гувернери како клучен донесувач на одлуки или како

најважно влијание врз одлуките на централната банка. Во оваа смисла ние речиси можеме да ја карактеризираме американската монетарна политика во текот на годините врз основа на вештините, личностите и влијанијата на неколку поединци кои ја водеа ФРС. Во текот на периодот на испитувањето, Вилијам Милер, Пол Волкер, Ален Гринспен и Бен Бернанке оставија трага врз водењето на монетарниот систем на САД помеѓу 1973 и 2008 година.

ИНСТИТУЦИОНАЛНА РАМКА НА ФЕДЕРАЛНИОТ РЕЗЕРВЕН СИСТЕМ НА САД

Конгресот на САД ја формира актуелната централна банка или ФРС во 1913 година. Главната цел на новоформираната американска централна банка беше да се обезбеди побезбеден, поприлагодлив, и многу постабилен монетарен и финансиски систем. Должностите на ФРС од своето основање спаѓаат во четири општи области:

- Спроведување на монетарната политика со влијание врз монетарните и кредитните состојби во стопанството во извршување на максимална вработеност, стабилни цени и умерени долгорочни каматни стапки;
- Надгледување и регулирање на банкарските институции;
- Одржување на стабилноста на финансискиот систем и ограничување на системскиот ризик кој може да произлезе во финансиските пазари;
- Обезбедување на финансиски услуги на депозитните институции, владата на САД и странските официјални институции, имајќи голема улога во менаџирањето на националниот платежен систем.

Оргиналната причина за формирањето на ФРС беше неуспехот на претходниот банкарскиот систем да обезбеди ефикасно финансирање за проблематичните депозитни институции. ФРС беше, со други зборови, извор на краткорочен кредит за банкарскиот систем. Овој кредит е важен извор на ликвидност кога било која банка се справува со неочекуван и севкупен одлив на средства за време на финансиска паника (Одборот на гувернери на Федералниот резервен систем, 2005, стр. 1).

Поради банкарска криза во 1907 година, Конгресот на САД ја основа

Националната монетарна комисија која предложи основање на институција која во иднина ќе ги спречи или која ќе ги лимитира финансиските нарушувања. Резултатот беше формирањето на Законот за федерални резерви и формирањето на ФРС. Законот повика на: „Формирање на федерални резервни банки, да достават еластична валута, да обезбедат средства за редистрибуција на хартии од вредност, да се воспостави поефикасен надзор на банкарството во САД, и за други намени“ (Одборот на гувернери на Федералниот резервен систем, 2005, стр. 2).

Дополнителни закони кои влијаат врз Федералниот резервен систем на САД

Понатамошно законодавство ја додефинира улогата на ФРС и ѝ додели дополнителни цели и задачи во текот на годините. Меѓу неодамнешните промени во законодавството кои влијаат врз Законот за Федерални резерви од раните 1970-ти години до денес се:

- Законот за целосна вработеност и балансиран раст од 1978 година;
- Законот за дерегулација на депозитни институции и Законот за монетарна контрола од 1980 година;
- Законот за реформа на финансиските институции и Законот за извршување од 1989 година;
- Законот за подобрување на федералното депозитно осигурување од 1991 година и;
- Законот на Грем – Лиш – Блили од 1999 година.

Дополнителното законодавство ги дефинира основните цели на националната економска политика кои беа релевантни за ФРС. ФРС е дел од сеопфатен федерален економски естаблишмент кој е надгледуван од страна на Конгресот. Овие цели вклучуваат економски раст во согласност со потенцијалот за раст на економијата, високо ниво на вработеност, стабилни цени и умерена долгорочна каматна стапка (Одборот на гувернери на Федералниот резервен систем, 2005, стр 2.).

Толкувањето на независноста на ФРС според оваа економска легислатива е сложено. Секојдневните одлуки на ФРС не е потребно да бидат ратификувани од страна

на претседателот или конгресот, но тие одлуки се предмет на надзор од страна на Конгресот на САД и ФРС мора да работи во рамките на севкупните цели на економската и финансиската политика основана од страна на владата. Тогаш ФРС со оваа дефиниција е *"независен во рамките на владата."*

Процесот на донесување одлуки во рамките на Федералниот резервен систем

Другата клучна компонента на ФРС пропишана од страна на Конгресот е Федералниот комитет за отворен пазар познат како ФОМК. ФОМК (FOMC) ги надгледува операциите на отворениот пазар на ФРС како главен инструмент на националната монетарна политика. Операциите на отворениот пазар имаат влијание врз износот на федералните резерви на располагање на депозитните институции, кои влијаат на целокупните монетарни и кредитни услови. Депозитните институции и советодавни комитети, кои даваат препораки на Одборот на гувернери и на резервните банки, ги сочинуваат последните две компоненти на монетарниот систем на САД. Описот на структурата на секоја од клучните компоненти на ФРС ќе биде корисен во нашиот третман на водењето на монетарната политика на ФРС. Одлуките за монетарната политика се главно направени од страна на Одборот на гувернери и ФОМК и администрирани од страна на други институции на централната банка, како и продолжениот дофат на резервните банки и на самите депозиторски институции. Целокупната политика во однос на операциите на отворениот пазар е одредена од страна на ФОМК, но авторитетот над промените во задолжителните резерви, есконтната стапка иницирана од ФРС, е концентриран и во Управниот одбор.

Одборот исто така има одговорност, во рамките на Законот за федерални резерви, за редовно ажурирање на Конгресот за својата работа. Претседавачот на Одборот е потребно да сведочи пред два клучни финансиски комитети: сенатскиот комитет за банкарство, домување и урбанистички работи и внатрешниот комитет за финансиски услуги на или околу 20 февруари и 20 јули секоја година. Овие сведоштва вклучуваат напори, активности, цели и планови на одборот на гувернери и на ФОМК во однос на водењето на монетарната политика и на економските случувања во САД. Одборот и другите компоненти на ФРС редовно издаваат артикли и извештаи кои се достапни за јавноста (Одборот на гувернери на Федералниот резервен систем, 2005, стр. 5).

Банките членки на ФРС имаат значајна улога во обезбедувањето на информации

за ФОМК и за Одборот на гувернери во остварувањето на најважните одлуки за монетарната политика. Меѓу важните публикации кои се споделени со јавноста е посебен извештај наречен „Беж книга“ издадена две недели пред секој состанок на ФОМК. На секои две недели, одборот на секоја банка членка на ФРС, мора да препорача каматни стапки за своето кредитирање низ дисконтниот прозорец што е предмет на разгледување и донесување одлука од страна на Одборот на гувернери (Одборот на гувернери на Федералниот резервен ристем, 2005, стр. 11).

ХРОНОЛОГИЈА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА САД

ФРС на САД се соочи со бројни предизвици во периодот по завршувањето на Бретон Вудс-договорот. Неколку различни временски периоди содржат различни монетарни услови, стратегии и методи за постигнување на нејзините главни цели. Во принцип, на почетокот на 1970-тите беа продолжување на активностите кои дозволија вградената инфлација да продолжи како значаен економски проблем за американската монетарна политика. Периодот меѓу 1973 и 1979 година беше продолжение на т.н. „голема инфлација“. Годините 1979 и 1980 година беа невообичаено турбулентни години и се предмет на позначајно испитување. Во 1979 година Вилијам Милер беше заменет со Пол Волкер како претседател на ФРС преземајќи го кормилото на централната банка во време на длабока економска криза. Доаѓањето на Волкер се совпадна со воведувањето на нов режим кој ќе му овозможи на ФРС подобро да се справи со вкоренетата инфлација. Турбуленцијата на 1979 и 1980 година беше заменета со период на многу рестриктивна монетарна политика во траење од ноември 1980 до август 1982 година. Непосредниот резултат на политиката беше многу пониска инфлација, но, исто така, рекордно висока невработеност и длабока рецесија.

По рецесијата од 1981-1982 година ФРС успеа во остварување на многу пониска инфлација и создавање на економски раст и ниска невработеност, која беше прекината дури во 1987 година со падот на берзата и малку подлабока рецесија која траеше од 1990 до 1991 година. Економијата продолжи да биде силна во текот на 1990-те и во 2001 година. Текот на американската економија во овој период доживеа невиден економски раст и просперитет, со ниска инфлација, ниска невработеност и значителен економски

раст. Бумот заврши во март 2001 година, кога економијата влезе во својата следна значајна рецесија. Во текот на деловната криза од 2001 година американската економија исто така беше погодена од терористичките напади на 9. 11. 2001 година.

Некои економисти сметаат дека продолжувањето на лесна монетарната политика во периодот по 2001 година, со рекордно ниско ниво на краткорочни каматни стапки под влијание на ниското ниво на стапката на федерални фондови (ФФР), придонесоа за целосен неуспех во пазарот за домување во САД, што во 2008 година доведува до брз пад на приватното богатство, пропаст на берзата и сериозна закана за целокупниот финансиски систем. Хронологијата на значајните настаните релевантни за водењето на монетарната политика на САД од 1972 до 2008 година може да се подели на следниве временски периоди:

- Големата инфлација од 1973-1919 година;
- Турбуленција во монетарната политика од 1979-1980 година;
- Почетокот на големата умереност од 1980-1987 година;
- Ерата на Гринспен од 1987-2001 година;
- Монетарно олеснување и финансиската криза од 2001-2008 година.

Оваа поделба во никој случај не е единствениот начин да се образложи однесувањето на американската монетарна политика. Различните стратегии, методи и резултати од спроведувањето на монетарната политика се преклопуваат. На пример, Алан Гринспен беше претседател на Одборот на ФРС до 2006 година. Периодот по рецесијата во 2001 година, сепак, носи карактеристична монетарна политика која се одвојува од политиката пред 2001 година. Монетарно олеснување, според некои анализи, беше спроведено не само да ѝ помогне на американската економија да закрепне од рецесијата, но, исто така, да ја намали опасноста од дефлација по јапонското искуство во 1990-тите.

Големата инфлација од 1973-1979 година

Реагирајќи на растечката инфлација, кон крајот на 1972 година ФРС почна да ја подигнува стапката на ФФР. Како резултат на арапско-израелската војна во октомври, 1973 година, стапката на инфлација во текот на дванаесетте месеци беше зголемена до 8,7%. Во средината на 1973 година, ФРС водеше порестриктивна монетарна политика.

Построгата монетарна политика и истовремениот пораст на светските цени на енергијата (првиот нафтен шок на деценијата) ја заврши економската експанзија од раните 1970-ти години. Економската активност продолжи да се намалува во 1973 година и првата четвртина од 1974 година, формирајќи основа за рецесија со остри падови во реалниот производ и инфлацијата. Просечната стапка на инфлација во текот на 1974 година беше 11%. ФРС ја намали ФФР стапката од својот врв од 13% во јули 1974 година на 5% кон крајот на мај 1975 година. Забавувањето на економската активност исто така доведе до значителен пад во краткорочните и долгорочните пазарни каматни стапки и доведе до пониска очекувана стапка на инфлација.

Во 1975 година економијата доживеа пад во производството и инфлацијата. Инфлацијата поврзана со зголемувањето на светските цени на енергијата, сепак, беше апсорбирана до почетокот на 1975 година. Вкупната инфлација се намали на 6,9% во декември 1975 година (Графикон 1). Овој пад е уште повисок од нивото на инфлацијата на краевите на претходните рецесии, што укажува на тоа дека ФРС не направи доволно за да се реши проблемот на инфлацијата. Стапката на ФФР падна со голема брзина, од врвот со 13% на 5% до мај 1975 година. Овој развој беше реакција на економските услови и е во согласност со значајните опаѓања на останатите краткорочни каматни стапки (Муса, Волкер, Тобин, 1994, стр. 87).

Во пролетта на 1975 година ФОМК почна да ја соопштува намера за монетарната политика со специфицирање на стапки на раст за монетарни агрегати. Конгресот на САД имаше клучна улога во оваа промена и тоа го правеше против приговорите на ФРС. Резолуцијата на Конгресот 133 специфично побара ФРС да таргетира монетарни агрегати (Фридман Б. М., 1996, стр. 8). На почетокот на секоја година, опсегот на таргетирањето беше прецизирано за следните четири квартали за стапката на раст на три монетарните агрегати: М1, М2, М3. Како водич за монетарната политика со пократок рок ФОМК исто така утврди таргетни стапки на раст за овие три монетарни агрегати во текот на наредниот квартал.

Фокусот на монетарно таргетирање на САД беше количината на тесната дефиниција на парите, агрегатот М1, составен од валутата и лесно реализирачки депозити. Причината за изборот на М1 како примарен таргет беше дека теоријата на побарувачката за пари за трансакциски цели изгледаше кредибилна. Понатаму, како практично прашање, беше јасно дека валутата и депозитите тогаш беа двата главни начина на влијание врз трансакциите во САД. Агрегатот М1 во 1975 година како мерка за пари покажа најголема стабилност во однос на приходите во САД во текот на

периодот по Втората светска војна (Фридман Б. М., 1996, стр 8-9). Во 1970-тите, јавноста сметаше дека М1 е корисен за следење на монетарната политика на ФРС и за предвидување на идните ефектите од монетарната политика врз инфлацијата и каматните стапки. Ова недвосмислено одигра улога во каналот на монетарната политика базиран на очекувања (Гевин, 1985, стр. 1). Доколку М1 беше транспарентна таргетирачка варијабла, и сè додека М1 беше стабилен во однос на инфлацијата, тоа помогна луѓето да формираат точни инфлациски очекувања (Гевин 1996, стр. 30). Подоцна ќе образложиме дека сите монетарни агрегати, вклучувајќи го М1 и подоцна М2, немаат добра корелација со производството или инфлацијата и на крајот беа отстранети или напуштени.

На првиот знак на економско заздравување во текот на летото во 1975 година краткорочните каматни стапки се зголемија до некоја мерка. До крајот на септември 1975 година стапката на ФФР беше зголемена на 6,3%. Сепак, М1 и М2 растат под долните граници на нивниот посакуван таргетен опсег. Инфлацијата продолжи да биде присутна во текот на 1976 на ниво од 4,9%, што беше во тоа време значително пониско од инфлацијата од 1973 година и 1974 година. Стапката на ФФР беше спуштена на 4,6% до крајот на 1976 година. Монетарните агрегати продолжија да растат, но беа во рамките на таргетираниот опсег.

Стратегијата на монетарната политика од 1975 година се фокусираше на монетарните агрегати како посреден таргет и на стапката на ФФР како оперативен таргет на ФРС преку своето трговско биро во Њујорк, т.н. Биро за отворен пазар (ОМД). Поставување на стапката на ФФР беше постигнато со операции на отворен пазар кои влијаат врз банкарските резерви за да се постигне саканата стапка на ФФР во тесен опсег дефиниран од страна на ФОМК. Оваа стапка беше потоа двојно користена како стапка за поставување на трендот и како контролна мерка за банкарските резерви и кредити.

Економски показатели во 1977 и 1978 година

На почетокот на 1977 година економијата на САД доживеа брз економски раст, особено во текот на првата половина од годината. Стапка на раст на реално БДП достигна 4,7% во 1977 година и 5,3% до 1978 пред значително да опаѓа во 1979 година и 1980 година. Севкупниот економски раст за период од две години меѓу 1978 и 1979 година беше позитивен, сепак, со реалната БДП стапка на раст во рамка помеѓу 2% и 6% (Графикон 2).

Стапката на инфлација имаше благ пораст во 1977 година, кога на дванаесет-месечната стапка на потрошувачкиот ценовен индекс (CPI) на инфлација се зголеми од 4,9% во декември 1976 година на 6,7% во декември 1977. Просечната инфлација за 1977 изнесуваше 6,5%. ФРС се спротивстави на оваа инфлација, според месечните статистички податоци, во текот на 1977 година со зголемување на ФФР за 2%. До средината на јули 1977 ФФР беше кренатa за три четвртини од еден процент и за дополнителни 1,25% до крајот на годината. Од декември 1977 година ФФР изнесуваше 6,5% (Одборот на гувернери на Федералниот резервен систем, 2013). Инфлацијата порасна во текот на 1978 година, достигнувајќи 9,0% во декември 1978 година. Енергетската компонента на CPI беше 8% до крајот на 1978 година, но ќе се зголеми значително во 1979 година, како последица на втората нафтена криза. До крајот на третиот квартал од 1978 година, речиси сите мерки на инфлација беа значително над новото од претходната година.

Сите монетарни агрегати во 1977 година останаа во рамките на таргетот или блиску до таргетот споредено со претходната година. Таргетните опсези за монетарниот раст во 1978 година беа поставени малку пониско отколку за 1977 година. Фактичните стапки на раст за сите три монетарните агрегати беа намалени од нивната стапка во 1977 година. Агрегатот M1 се зголеми над горната граница на својот таргетиран опсег, а M2 и M3 се зголемија во близина на горните граници на нивниот опсег. Според историските статистики, сепак, сите три монетарните агрегати постигнаа континуиран раст (Андерсон, 2003). Во текот на последните месеци од 1978 година стапката на раст на монетарните агрегати е забавена, но остана над или во близина на горните граници на своите долгорочни растежни движења.

ФОМК одговори на влошувањето на инфлацијата и на брзиот раст на монетарните агрегати со подигање на ФФР од 6,5% во почетокот на јануари до 8,75% до крајот на септември, и на крајот до 10% од декември 1978 година. Во април 1978 оваа антиинфлациска ориентација беа одразени во акција на ФРС во форма на насока за менаџерот на ОМД. Одредбата за ОМД беше тој да даде „отпор на инфлациските притисоци“ пред „поттикнување умерена економска експанзија“ (Муса, Волкер, и Тобин, 1994, стр. 90).

Во октомври 1978 година американскиот долар дојде под тежок надолен притисок во девизните пазари како резултат на кризата на доверба во способноста и подготвеноста на американските власти да преземат ефикасни мерки за да се контролира инфлацијата. На 31 октомври и 1 ноември 1978 година, американското Министерство за

финансии и ФРС презедоа мерки за да се справат со кризата, најавувајќи мерки за да се здобијат со значителни износи на странски валути со кои можат да интервенираат во поддршка на доларот во девизните пазари.

Турбуленција во монетарната политика: 1979–1980

Резултатите од напорите за намалување на инфлацијата во 1979 година беа многу негативни. Во текот на годината инфлација се зголеми со забрзано темпо, од 9,3% во јануари до 13,3% во декември 1979 година. Во ова време ФРС го направи својот прв сериозен напор да се справи со долгорочната вградена инфлацијата и од октомври 1979 година ефективно започна со процес на дезинфлација. Поради изборот на Пол Волкер, во тоа време нов претседател на одборот на ФРС, напорите да се спречи инфлацијата по 1979 е позната како волкерова дезинфлација. Фридман Б. М. (1988) ја опиша дезинфлацијата која започна во 1979 година со следните зборови:

> „Сите отсекогаш знаеа дека доволно цврста монетарна политика, одржувана за доволно долго време, може да ја запре дури и најдлабоко вкоренетата инфлација. Неподготвеноста да се продолжи во таа насока не лежи во неверување дека таквата политика би ја направила својата работа, но во грижата за реалните трошоци што следат. Она што беше нов почеток во октомври 1979 година беше желбата да се сносат тие трошоци“ (Фридман Б. М. 1988, стр.19).

Една од причините за инфлација во 1979 година беше вториот нафтен шок предизвикан од политичките настани во Иран. Резултатот на кризата е значително повисоката цената на нафтата на светските пазари. За да се илустрира ефектот на инфлацијата доволно е да се напомене дека енергетската компонента на CPI покажа 37,4% зголемување во текот на 1979 година, во споредба со 8% во 1978 година. Проблемот во 1979 година во САД беше дека со исклучок на овие зголемени цени на енергијата, инфлацијата сè уште се зголемила значително, од 9,2% во 1978 година на 11,1% во 1979 година. Врската помеѓу цената на нафтата и инфлацијата е предмет за дискусија затоа што двете се наизглед заплеткани во добар дел од 1970-тите. Тезата дека двата големи нафтени шока кои се случија во 1973 и во 1979 година предизвикаа сериозна инфлација се оспорени од доказите на моделот на монетарната политика кои

велат дека реалните каматни стапки беа премногу ниски за да се намали инфлацијата и анализа на временската рамка на цената на нафтата наспроти однесувањето на стапката на инфлација. Кларида, Гали и Гертлер (2000) година веруваат дека разликите во монетарната политика остануваат да бидат од клучно значење за високо и постојано ниво на инфлација. Монетарните причини се исто така развиени во делата на неколку економисти, меѓу нив и Де Лонг (1997), Бернанке, Гетлер и Вотсон (1997) и Барски и Килиан (2002), кои се сомневаат во степенот до кој нафтените шокови можат да ги објаснат настаните во 1970-тите. Второ, дури и ако нафтените шокови беа од клучно значење за двете рецесии, би било тешко овие шокови да создадат ваков вид на инфлација во отсуство на акомодативна монетарна политика (Кларида, Гали и Гетлер, 2000, стр. 166). Муса, Волкер и Тобин (1994), исто така, тврдат дека вториот нафтен шок, што исто така ги погоди другите индустријализирани земји, особено Германија и Швајцарија, не беше единствената причина за порастот на инфлацијата. Инфлацијата, наместо тоа, во голема мерка е последица на неуспехот на ФРС да се соочи со подемот на инфлациските притисоци подоследно и поефикасно во порана фаза.

Табелата (Графикон 3), што ја покажува реалната цена на нафтата и на инфлацијата, илустрира како двата нафтени шока не се основната причина за големата инфлација од 1970-тите (Кларида, Гали и Гетлер, 2000, стр. 167). Табелата покажува дека првиот нафтен шок во 1974 година се случи пред зголемувањето на инфлацијата. Цената на нафтата тогаш останува константна до доцна во 1979 година. Исто така постои постојан пораст на инфлацијата во текот на период од три години пред вториот нафтениот шок во 1979 година. Исто така, падот во реалната цената на нафтата е проследен и со пад на инфлацијата во раните 1980-ти.

Во текот на првиот квартал на 1979 година економијата на САД се зголеми за стапка помала од 1%. Во јули 1979 година, ФОМК проценил дека во вториот квартал падот ќе биде проследен со понатамошното намалување подоцна во текот на годината. Генерално се верувало, во ФРС и на други места, дека рецесијата била или е во тек или ќе започне (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр. 92). Ова подоцна беше балансирано со поблаги податоци за поголемиот дел од 1979 година, но не беше познато или предвидено во тоа време. Имаше умерен раст во текот на летото на 1979 година и почетокот на 1980 година и нема никакви докази за длабока рецесија во периодот.

Во однос на монетарната политика, ФФР беше одржуван речиси постојано и во тесен опсег помеѓу 10% и 10,5%. Во текот на првиот квартал од 1979 година M1 се намали, додека M2 и M3 пораснаа со стапка под долните граници на нивниот таргетиран

опсег. Во текот на вториот квартал, растот на сите монетарни таргети се зголеми значително. Летото 1979 година, секој од агрегатите ја достигна или ја надмина горната граница на својот таргетиран опсег. Горната граница на таргетот за стапката за ФФР беше зголемена во јули 1979 година од 10,5% до 10,75%.

Од март до септември 1979 година, сите монетарни агрегати се зголемија од долните граници на нивниот таргетиран опсег до над горните граници. Како резултат на тоа, американскиот долар дојде под надолен притисок во текот на летото на 1979 година. Единаесет месеци по драматичната најава на администрацијата на нова политика за намалување на инфлацијата тие политики не беа успешни.

На монетарниот раст во текот на 1970-тите години му беше дозволено да ги надмине најавените таргети. Новите монетарни таргети беа со нова база со цел да се приспособат на минатата инфлација и минатиот прекумерен монетарен раст. Најзначајниот развој за насоката на монетарната политика на ФРС во 1979 година е промената на претседателството на ФРС. Волкер станува претседател на Одборот на ФРС во август 1979 година. На 6 октомври, 1979 година, ФРС најави нови напори за борба против инфлацијата. Ја зголеми есконтната стапка, претстави ново ниво на задолжителни резерви за банките и усвои нова оперативна постапката за спроведување на монетарната политика.

Новата оперативна процедура во 1979 година

Според новите оперативни процедури воведени од страна на ФРС во октомври 1979 година ОМД повеќе нема да биде насочен кон одржување на стапката на ФФР на одредено ниво или во тесен опсег на толеранција, но ќе му биде наложено да обезбеди обем на банкарски резерви во согласност со саканите стапки на раст на монетарните агрегати одредени од страна на ФОМК (види Гевен и Кајдленд, 2000, Волек 1984, Милендајк, 1998, меѓу другите извори).

Технички, ОМД ќе работи со проценување на вкупниот обем на банкарските резерви потребни за поддршка на таргетираниот краткорочен монетарен раст поставени од страна на ФОМК. Износот на позајмени резерви што треба да биде обезбеден преку дисконтниот прозорец на ФРС, исто така ќе биде проценет. Менаџерот на ОМД тогаш го снабдува посочениот износ на *непозајмени резерви* соодветни да се постигне таргетот за вкупните банкарски резерви преку операции на отворениот пазар (Муса, Волкер и Тобин 1994, Гевин и Кајдленд, 2000, и Фридман Б М., 1988). Со оваа измена, ФРС исто

така ја промени нејзината заложба за намалување на монетарниот раст. Новата оперативна постапка го смени начинот на кој ФРС ги спроведува одлуките донесени на состаноците на ФОМК (Гевен и Кајдленд, 2000, стр. 40). Според новата оперативна постапка се очекуваше дека променливоста на ФФР најверојатно значително ќе се зголеми. Поради оваа причина опсегот на толеранција за ФФР помеѓу средбите на ФОМК беше проширен, а менаџерот на ОМД доби значителна дискреција во контролирањето на достапноста на резервите со оглед дека целта беше да се намалат стапките на раст на монетарните агрегати според дирекцијата на ФОМК.

Во суштина, промената подразбира дека ФРС ќе обезбеди резерви кои водат кон посакуваниот исход за инфлацијата и растот на производството, ефективно менувајќи го фокусот од поставување на стапка за ФФР на таргетирање на монетарниот агрегат со тоа што на ФФР ѝ се дозволува да варира во поширок таргетен опсег.

По најавата на новата оперативна постапка, краткорочните каматни стапки се зголемија драстично и цените на долгорочните обврзници паднаа. Стапката на ФФР се големи на 15,5% на крајот на октомври 1979 година. Таа падна на 13,5% во ноември, завршувајќи ја годината со 14%. Во текот на последните три месеци од 1979 година, растот на монетарните агрегати беше многу значително забавен во споредба на брзото темпо на претходните шест месеци (види во Андерсон, 2003).

Економските турбуленции во 1980 година

Годината 1980 започна со позитивен економски раст во текот на јануари и февруари. Во исто време се бележи континуиран пораст на инфлацијата и можно засилување на инфлацијата, прогноза покрената поради зголемувањето на цените на стоките. Интервенцијата на претседателот Џими Картер на 14 март 1980 година со пакет буџетски предлози за намалување на проектираниот федерален дефицит, како и новоовластените контроли за потрошувачки кредити од страна на ФРС, доведоа до економската нестабилност на 1980 година. Овој потег, зајакнат поради истовремената рестриктивна монетарна политика, имаше непосреден ефект во реалната економија. Реакцијата на кредитните контроли и рестриктивната монетарна политика во економијата беше прилично брза и доведе до економска криза и паѓање на каматните стапки. Кредитните контроли беа повлечени на почетокот на летото 1980 година, главно поради тоа што беше изборна година, а општата јавност имаше негативна реакција спрема мерката (Аксилрод, 2011, стр. 94).

Во текот на 1980 година, монетарните агрегати пораснаа значително и го надминаа краткорочниот таргет поставен од страна на ФОМК. Во текот на последниот квартал од 1979 година и во текот на првиот квартал од 1980 година инфлацијата продолжи да расте со забрзано темпо: шестмесечната стапка на инфлација беше снижена на 12,1%, 12,6% и 13,3% во октомври, ноември и во декември 1979 година, а потоа бележи 13,9%, 14,2% и 14,8% во јануари, февруари и март 1980. Инфлацијата има благ пад во април, мај и јуни 1980 година (Графикон 4).

Во првиот дел на 1980 година ФОМК ја подигна горната граница на опсегот на толеранција на ФФР од 15% до 22%. Фактичкото ниво на ФФР скокна од 15% во февруари до 19,4% на крајот на март 1980 година. Цените на стоките се зголемија значително, на што укажува зголемената загриженост за можноста за значителна инфлација. Резултатот на рестриктивната монетарна политика и контролата на кредитите ја доведе економијата во рецесија со пад на реалното БДП од9%. Краткорочните каматни стапки паднаа, т.е. стапката на трезорските записи падна од 15,5% во март на 7% во јуни.

По економската криза сите монетарни агрегати наеднаш се намалија во април и беа непроменети во мај 1980 година. И двете останаа под долната граница на долгорочниот таргетен опсег. Падот во монетарните агрегати и економско заздравување во јуни 1980 година беа јасни знаци на рецесија на која ФРС реагирала откако првично се обидувала да ја намали инфлацијата со рестриктивна монетарна политика. Ова беше почетокот на „двојната“ рецесија од раните 1980-ти. Двете одделни рецесии биле прекинати со краткорочна (двомесечна) експанзија во летото 1980 година. Бидејќи проширувањето беше толку кратко, а причините за двете рецесии беа исти, многу анализи ги комбинираат две рецесии (Лејбонт и Макинон, 2002, стр. 15, исто така, види Аксилрод, 2011, стр. 94).

Реакцијата на монетарната политика на овој рецесиски притисок беше многу динамична. Во рок од три месеци стапката на ФФР е намалена за 10% од својот врв постигнат на крајот на март 1980, укажувајќи на значителна промена, од рестриктивна монетарната политика на експанзивна политика, во краток временски период. Падот на стапката на ФФР е опишан како согласен со оперативната процедура, но промената беше прилично брза и во општа спротивност на рестриктивната монетарна политика на почетокот на годината. Со скромно економското закрепнување во текот на летото 1980, и како резултат на значителното олабавување на монетарната политика во текот на пролетта, монетарните агрегати почнаа да растат со забрзано темпо.

Реакцијата на ФРС на порастот на монетарните агрегати беше зголемување на стапката на ФФР. Во текот на летото стапка остана релативно ниска (околу 11% до септември) и се зголеми на 13% пред ноември. Стапката на ФФР се зголеми за 4% од своето најниско ниво, наспроти 10% промена кога ФРС ја намалуваше стапката да се спротивстави на економскиот застој. Оваа асиметрична реакција беше дополнителна аномалија ако се земе предвид објаснувањето за агресивната експанзија на монетарната политика фокусирана околу употребата на новата оперативна постапка. Истата агресивност не се однесува на затегнување на монетарната политика во случајот на економско заздравување.

Растот на CPIинфлацијата во текот на 1980 година никогаш не се намали, освен накратко во јули 1980 година. Во последните шест месеци од 1980 година CPI бележи инфлација од 12,4%. Со оглед дека намалувањето на инфлацијата беше број еден приоритет на монетарната политика за 1980 година, оваа цел, повторно, не е постигната.

Главните причини за неуспехот во намалувањето на инфлацијата и непредвидливата промена во монетарната политика во 1979 и 1980 година беа воведувањето на нова постапка во монетарната политика, воведување на нови финансиски правила (вклучувајќи ги и кредитните контроли на банките) и нестабилноста во однесувањето на монетарните агрегати, која беше важен таргет за монетарната политика во тоа време. Најголемата пречка можеби беше континуираното очекување на висока инфлација, што беше формирана во текот на годините пред 1980 година.

Почетокот на големата умереност: 1981–1986 година

Епизодата на непредвидлива монетарната политика заврши кога Роналд Реган беше избран за претседател на САД на 4-ти ноември, 1980 година. Рестриктивната монетарна политика која започна како реакција на континуираната инфлација и економското заздравување во втората половина на 1980 година продолжи за дваесет и еден месец и заврши во август 1982 година. Исклучително рестриктивната монетарна политика значително ја намали инфлација, од 12,4% во текот на 1980 на -3,9% на крајот на 1982 година, но придонесе кон продолжувањето на рецесијата што го намали БДП за 3,3% и ја зголеми невработеноста на рекордни 10,8%.

Економската активност во економијата на САД забавува и се стабилизира сè до

јули 1981 година. Дотогаш стапката на ФФР беше во високиот опсег од 18,5% до 19,5% во траење од шест недели. Стапката на ФФР беше исклучително висока во споредба со промената во CPI, која во истиот период беше на ниво на 10%. Ова ниво на толеранција и фактичката стапка на ФФР се показатели на рестриктивна монетарната политика за периодот помеѓу јули 1980 и јули 1981 година.

Резултат на впечатливо рестриктивната монетарната политика беше остро опаѓање на економските активности во текот на четвртиот квартал од 1981 година. Главните показатели на инфлација, потрошувачкиот и производствениот инфлациски индекс,покажуваат мошне намалена стапка на инфлација во 1980 и во почетокот на 1981 година. Каматните стапки, вклучувајќи ги државните записи и долгорочни обврзници го следеа трендот со значајно пониски рати кон крајот на септември 1981 година (Графиконите 5 и 6).

Олабавувањето на монетарната политика со цел да се спротивстави на рецесијата беше значително помала отколку што може да се очекува од претходните акции и актуелната оперативна процедура. Дополнително, за разлика од 1980 година, слабоста во монетарните агрегати или економијата не беше проследена со реакција на ФРС. Долгорочниот резултат беше продолжен период на ниска инфлација и намалена инфлациска нестабилност што ќе трае во наредните две децении. Цикличните флуктуации во целата економија постојано се намалуваат од 1980 година. Периодот ќе биде познат како „Големата умереност“ (Гуринчас, 2010 стр. 2).

Во февруари 1981 година ФОМК донесе одлука да го толерира паѓањето на монетарните агрегати под долните граници на таргетираниот опсег. На 31 март 1981 година, ФОМК донесе одлука да се откаже од референцирањето на М1 во нејзините директиви на ОМД и од 1982 година ФРС престана да известува и да објавува таргети за порастот на М1. Ова ефективно го означи крајот на монетарното таргетирање како стратегија за ФРЦ. Раздвојувањето на монетарните агрегати од официјалната политика беше поизразено отколку во случајот на Германија, каде што Бундесбанката продолжи да ги објавува и да ги третира монетарните таргети како важни за спроведувањето на нивната монетарна политика. Регулаторните промени и финансиските иновации придонесоа за зголемување на монетарните агрегати што доведе до забрзување на порастот на М1 во 1982 година (Графикон 7). Промените ја забавија или ја намалија брзината на М1. Резултатот беше дека ФРС едноставно го минимизираше значењето на таргетот за М1 кон крајот на 1982 и ги потенцираше М2 и М3 (Мајер, 2001, стр. 8). ФРС ефективно запре со практиката на монетарно таргетирање на почетокот на годината и

дозволи слободно флуктуирање на сите монетарни агрегати, а ФОМК почна постепено да се враќа на каматната стапка како оперативна стратегија. ФРС не се откажа целосно од монетарните агрегати, но со текот на времето тие станаа само показатели, наместо сидро на монетарната политика.

Во 1982 година стапката на ФФР продолжи да биде висока и, генерално, меѓу 14 и 15,5%. Стапката на инфлација изнесуваше 6% во текот на поголемиот дел од годината. Опсегот од 8% помеѓу инфлацијата и стапката на пораст на ФФР беше одржувана во економија без вистински раст на производството и невработеност од околу 10%. Според порастот на монетарните агрегати во текот на овој период, оваа ситуација сигнализира рестриктивна монетарна политика за остатокот на годината. Слабата економија, високата стапка на невработеност и умерената стапка на инфлација, сепак, предизвика олабавување на монетарната политика од страна на ФРС. Значително пониска стапка на ФФР од 9% беше постигната до август 1982 година. Олабавувањето на монетарната политика помогна да се појави зајакнување на економијата кое продолжи без прекин до крајот на 1987 година (Фридман Б. М., 1988, стр. 1).

Зајакнување на економијата и новиот режим на таргетирање од 1982-1985 година

Постигнувањето на ниска инфлација по рецесијата во 1981-1982 година беше проследено со промена на таргетниот режим. Со оглед дека односот помеѓу нивото на ФФР и износот на задолжување на дисконтиот прозорец е прилично прецизен, според процедурите кои се користат од октомври 1982 година до крајот на 1980 година, ФОМК применува режим кој може да се опише како индиректно таргетирање на ФФР. ФРС според оперативната процедурата на позајмени резерви го утврдува степенот на воздржаност или степенот на притисок применет на состојбата (позицијата) на банкарските резерви. Факторот што го одредува степенот на контрола беше дисконтниот прозорец (Гилберт, 1985).

Во текот на 1983 година имаше зголемена деловна активност. Нивото на БНП за целата година се зголеми за 6,5%, а стапката на невработеност падна за 2,5%. Инфлацијата на крајот од годината остана иста и на ниво од 3,8% постигнати во 1982 година. Како резултат, ФФР се движеше во опсегот помеѓу 8,5% и 9,5%. Движењето на монетарните агрегати, како што споменавме, не влијаат на промените во монетарната политика, а ФРС само го набљудуваше однесувањето на монетарните агрегати. Иако

имаше извесна опозиција за постепено исфрлање од употреба на М1, односот помеѓу агрегатот и инфлацијата ги направи таквите ставови неефективни и политиката на САД ќе се движи подалеку од квантитативните таргети во потполност (види во Гевин 1985). Вториот значаен монетарен агрегат, М2 официјално беше напуштен во раните 1990-ти. Ова беше една деценија одкако М1 престана да биде релевантен како таргет. Причината беше дека неочекуваниот и упорен пораст на брзината во оптекот (velocity) на М2 за време на почетокот на 1990-тите ја намалија нејзината релевантност за монетарната политика (Ју, 1998, стр. 31).

Во 1984 година ФРС продолжи да го одржува истиот став како и во 1983 година. Степенот на притисок врз банкарските резерви беше константен и соодветен на ФФР од околу 9,5%. Како што економската активност во 1984 година се зголемуваше во повеќето сектори постоеше сè поголем притисок врз кредитите. ФРС направи мала смена на горната граница на опсегот на толеранција за ФФР стапката од 2% до крајот на јули 1984 година. Стапката на ФФР се зголеми постепено од 10% до 11,5% во средината на годината. Малото затегнување на монетарната политика беше резултат на загриженоста дека продолжувањето на брза економска експанзија би можела да ја забрза инфлацијата. Ова беше прв пример на превентивно затегнување на политиката на ФРС како реакција на предвидена или идна инфлација. Стапката на економскиот раст, сепак, се намали до средината на летото 1984 година.

Како резултат на забавувањето на економската активност, стапката на ФФР беше намалена на 10% во есента 1984 година. Степенот на загриженост за монетарните агрегати во 1984 година дојде дури по една цела година на економско заздравување и како резултат на одржување на кредибилитетот на антиинфлаторната политика на ФРС. На крајот на годината, монетарните агрегати го постигнаа средното ниво на нивниот опсег. Со ова, ФРС го постигна својот годишен монетарен таргет за прв пат.

Експанзивна монетарна политика од 1985-1986 година

Во текот на 1985 и 1986 година монетарната политика на ФРС беше експанзивна. Причината за монетарната експанзија беше економијата, а не однесувањето на монетарните агрегати. Силниот американски долар, придружен со показатели што сугерираат значително слабеење на економската експанзија, беа поважни од брзата експанзија на монетарните агрегати (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр. 121).

На почетокот на 1985 година, стапката на ФФР беше одржувана во близина на

8,5%, а потоа таа беше намалена на 8% и 7%. Во текот на првата половина од 1985 година, М1 се зголеми значително над горната граница на својот таргетен опсег, додека М2 се зголеми до, и потоа, над должината на горната граница на својот таргетен опсег. Во втората половина на 1985 година, податоците покажуваа умерена економска експанзија, но ФОМК беше поделен околу изгледите за економијата. Инфлацијата беше на најниската стапка од 1980-тите и доживеа благ пораст сè до ноември и декември 1980 година. ФОМК не го зголеми притисокот врз позициите на банкарските резерви помеѓу јули и декември 1985 година и избра благо олабавување на таа политика во ноември 1985 година. Стапката на ФФР се одржува на ниво од 8% од јули до декември 1985 година.

Цените на нафтата падна многу брзо во 1986 година, влијаејќи врз инфлацијата и економската активност. Инфлацијата опадна во текот на месеците февруари, март и април 1986 година. Инфлацијата се зголеми за само 1,1% во текот на целата година, значително пониско во споредба со претходните три години, кога инфлацијата изнесуваше нешто помалку од 4%. Економската активност во САД беше намалена во државите кои беа производители на нафта. Во исто време појакиот долар влијаеше негативно на манифактурните индустрии и придонесе за негативна економска средина. Растот на БДП беше 6,6% во првиот квартал, 1,8% во вториот квартал, 0,8% во третиот квартал и нешто поголем, 2,3% во четвртиот квартал од 1986 година.

Реакцијата на централната банка на пониските цени на нафтата беше да ја олабави монетарната политика. Стапката на ФФР беше доведена поблиску до 7% во јуни и 6% во јули каде што остана до ноември 1986 година. Оваа стапка продолжи да се одржува на почетокот на 1987 година. Беше проценето дека централната банка реагирала на кредитните пазари, а не дека сакаше да влијае врз трендот на пазарната стапка (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр. 123). И покрај зголемувањето на нивото на монетарните агрегати во текот на 1985 и 1986 година ФРС продолжи да спроведува експанзивна монетарна политика.

Американскиот долар и монетарна политика во средината на 1980-тите

До крајот на 1984 година постоеше нова загриженост во дискусиите на ФОМК, имено, извонредното покачување на американскиот долар во однос на странските валути и влошувањето на трговијата и салдото на тековната сметка на САД. Доларот почна да расте константно од 1980 година и го достигна својот врв во 1985 година (Графикон 9).

Со оглед на тоа што силниот долар придонесе за намалување на инфлациските притисоци, порастот беше поздравен. Во 1984 година доларот порасна во вредност за 10% над предходните 45% од 1980 година и продолжи да расте во вредност, стекнувајќи дополнителни 10% до врвот на вредноста во 1995 година. Ова ниво на зголемување создаде голема загриженост до крајот на 1984 година, кога ФОМК издаде упатство кое ќе доведе до понатамошно олеснување на монетарната политика.

Надворешните притисоци врз доларот доведоа до договорот наречен Плаза, кој беше постигнат на 22 септември, 1985 година. Учесниците во овој договор, Франција, Јапонија, Велика Британија, САД и Западна Германија најавија пониска девизна вредноста на американскиот долар и презедоа мерки за намалување на платниот дисбаланс (види во Обстфелд 1990, Фунабаши 1988). Договорот беше главно поставен да доведе до снижување на доларот во однос на јенот, што и се оствари. Резултатот подоцна ќе доведе до уште еден меѓународен договор познат како Договорот од Лувр (види во Аксилрод 2011, стр. 114).

Монетарната политика во ерата Гринспен: 1987–2001

Економските активности продолжија да се шират во текот на 1987 и 1988 година и покрај турбуленциите предизвикани од падот на пазарот кон крајот на 1987 година. Пред пазарниот пропаст, олабавувањето на монетарната политика во претходните две години и слабеењето на вредноста на американскиот долар по Договорот од Плаза, најверојатно го стимулира растот во економијата што резултира со оживување на американскиот извоз и континуираниот економски раст. Реакцијата на ФРС на овие економски текови беше да се заостри монетарната политика во почетокот на 1987 година сè до пазарниот пропаст на 19 октомври 1987. Затегнувањето на монетарната политика имаше две придобивки. Придонесе во борбата против слабоста на американскиот долар и против оживувањето на инфлацијата, која беше на 5.9% во првата половина од годината. Монетарните агрегати, исто така беа забавени во споредба со претходните две годишни нивоа. Ова исто така може да се должи на рестриктивната монетарна политика (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр 124-125).

Поволниот трговскиот биланс и намалувањето на федералниот дефицит ја поддржа стабилизацијата на доларот во текот на летото на 1987 година. Алан Гринспен стана нов претседател на Одборот на ФРС, заменувајќи го Волкер во август 1987 година. Истиот месец, пазарните каматни стапки во САД се зголемија во пресрет на построгата

монетарната политика што беше преземена поради континуираната слабост на американскиот долар и зголемувањето на странските каматни стапки. Со зголемувањето на притисокот врз резервите, стапката на ФФР се зголеми над 7%. Трендот продолжи во септември и октомври 1987 година, кога таа се зголеми за 7,76%. Зголемувањето на ФФР кон крајот на септември и октомври можеби беше и резултат на порастот на севкупните каматни стапки наместо на акциите на ФОМК (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр 126, 127). Следејќи го трендот, опсегот на толеранција за ФФР беше зголемен од 4-8% на 5-9%. Монетарните агрегати останаа под нивните долни граници.

Падот на берзата во 1987 година

Кога се случи вртоглав пад на берзата, на 19-ти октомври 1987 година, рестриктивната монетарна политика во 1987 година беше само едно од објаснувањата за економските услови кои доведоа до значителен пад на нивото на пазарот. Остатокот од економските показатели исто така не ја одразуваат сериозноста на падот. Ова го остава на човечкиот фактор како водечка причина за големината на падот на берзата. На кратко, тоа може да се објасни како паника: „Падот на берзата беше шок за стабилноста на финансискиот систем, не само поради големината на падот во цената, туку и повеќе, бидејќи функционирањето на пазарот беше значително оштетен“ (Карлсон, 2006 , стр. 21). Ова наложуваше одговор од страна на ФРС што беше испорачан брзо и веднаш по настанот на 19-ти октомври 1987 година.

Реакцијата на ФРС на падот на берзата беше значаен (за посеопфатна историја на падот на берзата во 1987 реакцијата на ФРС види то Карлсон, 2006). Прво, централната банка издаде јавно соопштение со кое експлицитно ја потврди својата подготвеност да послужат како „извор на ликвидност за поддршка на економскиот и финансискиот систем“. Второ, банкарскиот систем доби 17 милијарди долари - еквивалентно на повеќе од 25% од банкарските резерви и 7 % од монетарната база. Се очекуваше комерцијалните банки да продолжат да обезбедуваат кредити на други институции во финансискиот систем, вклучувајќи кредити за хартии од вредност вршени од страна на брокерите-дилерите. ФРС и излезе во пресрет на зголемената побарувачка за валутата и банкарските резерви со интервенција на отворениот пазар, а стапката на ФФР беше намалена од околу 7,5% на околу 6,75% (Гудфренд, 2002, стр. 2). Поради овој одговор, што во суштина изнесуваше осигурување од страна на централната банка дека тоа ќе ја користи монетарната политика за да го помогне финансискиот сектор, опоравувањето

од падот на берзата беше релативно брзо. Интервенцијата ја намали нестабилноста и ја смири финансиската криза до крајот на годината. Штом ситуацијата се смири, централната банка повлече поголем дел од ликвидност што беше внесена непосредно по кризата (види во Карлсон 2006).

Инфлација, застој во БДП и високиот долар од 1988 – 1989 година

Инфлацискиот притискок кој започна во 1987 година продолжи и во 1988 година, дополнително оправдувајќи ја воздржаноста во американската монетарна политика. На почетокот на 1988 година ФРС го олесни притисокот врз банкарските резерви, што доведе до намалување на стапката на ФФР на 6,5% и умерен раст на БДП. CPI инфлацијата се зголеми на 5,7% во јуни 1988 година. Монетарните агрегати и инфлацијата почнаа да растат повторно во 1988 година. Ова беше одговорено со зголемување на стапката на ФФР на 9,5% до јуни 1988 година. Зголемувањето на стапката на ФФР беше двојно поголема од стапката на инфлација, што покажува многу рестриктивна монетарна политика. Позицијата помогна да се зајакне доларот, кој остана на позитивно ниво до јуни 1989 година. И покрај порастот на вредноста на доларот во текот на овој период ФРС го зачуваа својот фокус на поттикнување на стабилноста на цените и промовирање на одржлив економски раст. До крајот на 1988 година, нивото на ФФР изнесуваше 8,7% со тренд на понатамошно забрзување во 1989 година.

Гудфренд (2001) тврди дека во втората половина на 1980-тите години имаше враќање на повисоки инфлациски очекувања. Доказите за овие очекувања се зголемувањето на стапката на 30-годишната обврзница која се зголеми во доцните 1980-тите од 7,5% на 9,6% во периодот меѓу март и октомври 1987. Падот на берзата во 1987 година, според тоа, спречи што инаку би била уште порестриктивна монетарната политика и веројатно одложи натамошно затегнување. ФРС се чинеше дека дејствувала претпазливо, наместо да се обиде да спречи инфлација (види во Муса, Волкер и Тобин, 1994 и Гудфренд, 2001).

Од март 1988 година, затегнувањето на монетарната политика продолжи поради континуираната економска експанзија и можноста за зголемување на инфлацијата. Инфлацијата во САД се зголеми во 1988, 1989 и во 1990 година, доведувајќи ја стапката на базичната CPI инфлација (без прехранбените и цените на енергијата) од под 4% во 1986 година на 5,3% во 1990 година. Одговорот на инфлацискиот тренд беше порестриктивна монетарна политика. ФФР се искачи на речиси 10% до март 1989

година. Оваа рестриктивна монетарна политика резултираше со забавување на растот на реалниот БДП до крајот на 1990 година, кога растот на БДП беше само 2,5%.

Забавувањето на економијата и рецесијата од 1990-1991 година

Во август 1990 година, САД беа ангажирани во војна со Ирак што доведе до понатамошно забавување во економијата и, во исто време, цената на нафтата се зголеми од 15$ за барел до над 35$. Резултатот на војната и повисоките цени на енергијата беше намалувањето на економската активност, есента 1990, која траеше до крајот на првиот квартал од 1991 година. Рецесијата траеше од јули 1990 година до март 1991 година. ФРС донесе намалување на ФФР од 8% на почетокот на војната на помалку од 6% во пролетта на 1991 година. Инфлацијата го промени курсот поради рецесијата и поради рестриктивната монетарна политика пред Заливската војна. CPI индексот се намали на 4,4% во 1991 година. Американската економија доживеа економското закрепнување со раст на БДП од 4% во 1992 година додека стапката на невработеност се искачи на 7,8% во јуни 1992 година, ситуација опишана во тоа време како „опоравување со невработеност“ (Гудфренд, 2002). Како реакција на високата стапка на невработеност, ФФР беше намалена од 6% до 4% во 1991 година и 3% до 1992 година. Земајќи ја предвид инфлацијата, реалната ФФР беше ефективно 0% и таа остана на исто ниво во следните 18 месеци, т.е. до февруари 1994 година. Оваа стимулативна политика беше одговор на зголемената невработеност, но исто така да им помогне на банките да кредитираат и полесно да дојдат до рекапитализација. Во меѓувреме, стапката на инфлација беше релативно ниска и околу 3% (Гудфренд, 2002 стр. 4).

Економското закрепнување и американската монетарна политика во 1990-те

Во економска смисла, годините 1993, 1994 и 1995 беа експанзивни. Нивото на ФФР беше зголемено седум пати и кумулативно од 3% до 6% од февруари 1994 до февруари 1995 година. Инфлацијата остана помеѓу 2,5% и 3%. БДП се зголеми за 4%, од 2,6% во 1993 година. Во 1994 година стапката на невработеност падна од 6,6% на 5,6%. Политиката, според тоа одржа ниска инфлацијата и невработеност. По 1994 година, економијата на САД се прошири без да се предизвика инфлација. Невработеноста во доцните 1990-ти години ќе достигне историски ниско ниво од 4% без да предизвика

притисок врз платите.

Како стратешка промена во монетарната политика, од 1994 ФРС почна да ги објавува своите таргети за ФФР, и со тоа да ја зголемува видливоста и кредибилитетот на монетарната политика. Соодветно на тоа, затегнувањето на монетарната политика во 1994 година не беше без политичка полемика во која Конгресот се сомневаше во мотивацијата за рестриктивна монетарна политика во време на ниска инфлација. Монетарната политика на ФРС од јануари 1996 до мај 1999 година беше помогната од претходниот успех којшто доведе до зголемување на кредибилитетот на ФРС во борбата против инфлацијата и од условите на поголема продуктивност поради значајни технолошки иновации предводени од комуникацијата и информатичката технологија (види го Ју, 1998, стр. 32-34 и Кон, 2003, стр.3). Опишувајќи го однесувањето на американската монетарна политика во овој период Гудфренд (2002) ги наведува овие две околности како ризици за успешна политика:

Од 1996 до 1998 ФРС ја задржа ФФР помеѓу 5,25% и 5,5%. И покрај притисокот на економскиот раст врз инфлацијата, ФРС не ја зголеми ФФР за уште две години, или од 1997 до 1999 година, веројатно поради два значајни меѓународни финансиски настани; во 1997 година финансиската криза во Источна Азија и во 1998 година финансиската криза по рускиот финансиски пропаст. Како и во 1987 година, центарот се чини, се проблемите во финансискиот пазар и може да се тврди дека ФРС го одложи затегнувањето на монетарната политика поради финансиската криза, која овој пат се случи на странска почва (види во Кон 2003, стр 3 - 4). Многу ниската инфлација во овој период можеби придонела за стрпливиот пристап на ФРС. Имаше прашања и загриженост од страна на економистите во врска со економските показатели како што се растот на производството и невработеноста, што до 1997 година се движат во спротивна насока (Ју, 1998, стр. 33).

Во 1999 година имаше поголема агрегатната побарувачка од економски капацитет да ја задоволи побарувачката. Економијата беше во близина на својот потенцијален БДП со напнат пазар за работна сила. Реалниот БДП се зголеми за 4,7% и 8,3% во третиот и четвртиот квартал на 1999 година. Невработеноста падна од 4,3% на почетокот на годината на 4% до крајот на годината. Ниските каматни стапки оставија мал простор за маневрирање со оглед дека експанзијата сепак има свој крај:

„ФРС би можел да го изгуби својот кредибилитет за ниска инфлација и проширувањето ќе заврши, како и честопати во претходните децении, со

зголемувањето на инфлацијата, инфлациски ризик во пазарите за обврзници и затегнување на политиката доволно да се врати кредибилитетот за ниска инфлација. Алтернативно, ако скоро целосниот кредибилитет на ФРС за ниска инфлација е одржан, тогаш зголемувањето на трошоците по единица труд ќе резултира со помал профит, пониска вредност на капиталот, колапс на инвестициите и побавен раст на личната потрошувачка“. (Гудфренд, 2002, стр. 12)

ФРС реагираше со зголемување на ФФР од 1% до 6,5% помеѓу ноември 1999 и мај 2000 година. Растот на БДП во 2000 година беше променлив, но остана позитивен во текот на годината. Во првиот квартал на 2001 година, растот на БДП остана ист, падна на 0,3% во вториот квартал и беше 1,3% во третиот квартал. Потрошувачката продолжи да биде повисока во 2001 година, но бизнис-инвестициите доживеаа пад, почнувајќи со нула стапка во првиот квартал на 2001 година и пад од повеќе од 10% по годишна стапка во вториот и третиот квартал од 2001 година. Откако се успори растот на БДП, растот на економскиот капацитет (кон крајот на 1990-те) изгледаше прекумерен и беше поголем од растот на продуктивноста. Инвестициските планови исто така беа замрзнати поради повисоката невработеност, особено во производниот сектор (Гудфренд, 2002, стр. 13-14). Овие и други намалувачки трендови (еден од нив беше зголемената отплата на долгот од претходните успешни години) предизвика ФРС да го намали таргетот за ФФР од 6,5% на почетокот на 2001 година на 1,75% во декември 2001 година. Ова беше постигнато во 11 намалувања во текот на годината (пример на постепено спуштање на каматната стапка). Намалувањето се случи по паѓањето на растот на БДП од 5,25% на помалку од 1% во рок од пола година.

Со настаните на 11 септември 2001 година и нападот на Светскиот трговски центар во Њујорк доведе до остар пад на довербата на потрошувачите и контракција во производствениот сектор (Гудфренд, 2002, стр. 14). Пораст на стапката на невработеност есента 2001 година се искачи со рекордна брзина, а економијата изгуби околу 800.000 работни места. Рецесијата која започна на почетокот на годината се продлабочи, но не беше длабока. Според Бернанке (2010), рецесијата во 2001 година беше умерена, а причините за рецесија можат да се најдат во падот на пазарот на крајот на подемот на дот-ком економијата и имаше мала врска со монетарната политика.

Монетарната политика во периодот од 2001 до 2007 година и финансиската криза во 2008 година

Постојат најмалку три општи теории за тоа што ја предизвикало рецесијата во 2008 година. Една од нив е дека прилагодливата природа на монетарната политика на ФРС од почетокот на 2001 година придонесе за станбен меур. Втората теорија е дека станбениот меур беше подгреван од презаситеност во глобалните заштеди. Третата теорија е дека дерегулацијата на американскиот финансиски систем, со почеток во 1990-тите во времето на Бил Клинтон, придонесоа за претерувања во финансискиот сектор. Конвергенција на многу фактори, веројатно, одиграла улога што доведе до финансиска криза. Овој дел се фокусира на монетарната политика како причина за 2008 финансиска криза и почетокот на рецесијата.

Како предговор на дискусијата за монетарната улога во финансиската криза од 2008 година може да биде корисно да се опише повеќе непосредната финансиска причина за кризата. Во срцето на финансиската криза беа таканаречените потпримарни хипотеки кои беа направени од страна на банките по налог на Конгресот на САД и кои банките потоа ги претворија во хартии од вредност. Голем дел од овие хартии од вредност беа во форма на колатерализирани (обезбедени со имотна вредност) должнички обврски (CDOs). Кога цените за просторот за домување достигнаа врв, а потоа почнаа да паѓаат, некаде помеѓу средината на 2006 и почетокот на 2007 година, загубата од банкрот на потпримарните хипотеки почна да се зголемува драматично (Тејлор, 2008, стр. 8, исто така, види Лодиен, 2009). Изложеноста на инвестициските банки, и со тоа на целиот финансиски систем, на овие финансиски инструменти беше значително и доведе до неуспех и несолвентност на некои важни инвестициски банки од Вол Стрит. Врските формирани во текот на годините помеѓу овие институции ја направи ситуацијата ризична за речиси сите банки. Кризата го зголеми системскиот ризик за целокупниот американскиот финансиски систем, кој ја поттикна интервенцијата и излегувањето од долгот од страна на владата на САД во 2008 и 2009 година. Првата финансиска помош за извлекување од долговите беше обезбедена за инвестициски банки, не од страна на американското Министерство за финансии, туку, наместо тоа, од страна на институцијата задолжена за кредитна стабилност во САД, ФРС.

Економските ефекти од финансиската криза врз економијата на САД се предмет на детално истражување во годините по почетокот на кризата. Американскиот Конгрес создаде анкетната комисија за финансиската криза со цел да ги испита причините за

финансиската и економската криза во САД во 2008 година. Сеопфатен финален извештај на комисијата беше објавен во 2011 година (Анкетна комисија за финансиската криза, 2011).

Акомодативна монетарна политика

По намалувањето на ФФР на 1,75% во 2001 година понатамошните рати продолжија да паѓаат во 2002 и 2003 година достигнувајќи 1% во јуни 2003 година. Оваа стапка ќе се одржува до јуни 2004 година. Официјалното објаснување за многу ниската ФФР беше бавниот раст на вработеноста (ова е вториот случај на закрепнување на економијата непроследена со висока невработеност по 1991 година), и ризикот од дефлација по падот на американскиот пазар за капитал (Гуринчас, 2010 стр.7, и Бернанке, 2010 стр. 4). За да се одговори на можноста за дефлација во ситуација на веќе ниска каматна стапка ФОМК почна да изнесува уште повеќе информации за својата монетарна политика и ја објави својата позиција во однос на среден временски рок. Прва прилика ФРС изјави дека ќе биде прилагодлива за „значителен период“. Оваа нова практика беше наведена како „идна насока“ за стратегијата на ФОМК (Бернанке, 2010, стр. 3). До јуни 2004 година, со намален ризик од дефлација, ФОМК почна со постепено зголемување на ФФР сè додека не достигна 5,25% во јуни 2006 година.

Базичната инфлација остана под 2% во 2003 и 2004 година и блиску до 3% до 2006 година. Причината за повисока инфлација беше поврзана со цените на енергијата (исклучени од базичната инфлација). Генерално, монетарните услови беа стабилни со долгорочни прогнози на инфлација во тоа време (со хоризонт од 10 години), „добро закотвени“ и стабилни на ниво на 2,5% од 1998 година (Гуринчас, 2010 стр. 11).

Гледано низ призма на економските показатели, разумно е да се заклучи дека во однос на макроекономската стабилност, вклучувајќи ја стабилноста на цените и БДП, периодот што претходеше на настаните од 2008 година беше период на економска експанзија и ценовна стабилност. Овој просперитет, меѓутоа, исто така се чинеше дека доаѓа со извесна цена на чинење, затоа што економијата на САД по финансиската криза во 2008 година доживеа еден од најтешките рецесии, а најголемата пазарната вредност загуба од 1930-тите, па навака.

Нивото на акомодација

Дебатата за влијанието на монетарната политика врз финансиската криза генерално се фокусираа на нивото на акомодација, некаде во 2002 година и утврдување на колку таа политика беше рестриктивна во споредба со некои од стандардните правила на монетарната политика. Во овој период ФРС беше веројатно преокупиран со решавање на стравот од дефлација, затоа што тоа се случи во Јапонија во 1990-тите. Оваа загриженост можеби придонесе за отстапувања од „редовното“ поставување на каматна стапка од страна на ФРС (Тејлор, 2008, стр. 2).

Тејлор (2007) тврди дека според долгорочна пракса на ФРС од минатото, политиката беше навистина премногу акомодативна и придонесе за појавувањето на прекумерно заситен пазар за недвижнини, а потоа кон крајот на станбениот меур, во 2008 година, финансиската криза (Коенинг, Лисон и Кан, 2012, стр. 163). Со други зборови, она што преовладуваше во поставувањето на каматната стапка од страна на ФРС беше дискрециона монетарна политика. Тоа е отстапка од пристапот базиран на монетарните правила што во негова анализа беше причината за најдолгиот период на просперитет од завршувањето на Втората светска војна кој почна во раните 1980-ти години. Импликацијата е дека оваа девијација доведе до кризата во пазарот со недвижнини, која ја предизвика финансиската криза во 2008 година (Графикон 10).

Бернанке (2010) обезбедува објаснување во кое ја опишува улогата на монетарната политика како само делумно одговорна за условите кои довеле до кризата и поради што таа придонесе за почетокот финансиската криза во 2008 година. Според неговото објаснување изгледа дека монетарната политика беше и соодветна (во однос на макроекономските цели), а исто така премногу акомодативна, така што придонесе за превисоките цени на пазарот за недвижнини, подржувајќи ги ниските каматни услови:

> „Иако монетарната политика 2002-2006 изгледа како да е разумна во согласност со целите на ФРС за максималното одржливо ниво на вработеност и стабилност на цените, сè уште не ја имаме разгледано можноста дека акомодативната политика, иако можеби соодветна за постигнување на инфлациските и производствените цели во среден рок, ненамерно придонела кон станбениот меур (Бернанке, 2010, стр 11.).

Факторот што придонел за колапс на овај меур би можел, додатно на прекумерната акомодација во периодот на раните 2000-ти години, исто така, да биде порестриктивната монетарна политика пред колапсот (просекот на ФФР 2006-2007 година беше 2,3% наспроти -0,5% во претходната година). Ова, пак, имаше негативни ефекти врз пазарот за хартии од вредност познати како CDO, така што ризикот од другите поврзани хартии од вредност се зголеми. Преку различни канали и како резултат на некои понатамошни политики, проблемите на пазарот за CDO хартиите од вредност се прелеа на остатокот на пазарот за државни мениците на САД и на кредитните пазари во странство (Лодиен, 2009 стр 5-6). Во согласност со Тејлор (2007), Лодиен (2009) заклучува дека просекот на стапките на „реалните фондови“ и растот на М2 укажува на тоа дека политиката беше рестриктивна во 2000 година, експанзивна во 2001-2003 и 2004-2005 и повторно рестриктивна во периодот 2006-2007 година (Табела 1). Со тоа, по првичниот придонес кон експанзијата на цената на недвижности, порестриктивна монетарна политика што следеше, откако Бернанке ја презеде функцијата во ФРС, беше катализатор за падот на цените на куќите (Лодиен, 2009 стр. 7).

Раздвојувањето на краткорочните и долгорочните каматни стапки

Важен тренд поврзан со кризата, цените на недвижнините и со монетарната политика е раздвојувањето на краткорочните каматни стапки, поставени од страна на централната банка и долгорочните пазарни каматни стапки. Со почетокот на порестриктивна монетарна политика, со почеток во 2004 година, се очекуваше дека ова ќе влијае на долгорочните каматни стапки. За разлика од многу краткорочните стапки кои се користат само од страна на финансиските институции, долгорочните каматни стапки се порелевантни за бизнисите и домаќинствата. Каматните стапки со подолги рокови, сепак, не реагираа на монетарната политика на ФРС. Кога ФФР беше спуштена на 1% во 2004 година, (пад од 5,5 %), приносот на 10-годишната трезорска обврзница се намали за 3,57% на 3,2%. Кога ФФР се зголеми, помеѓу 2004 и 2007 година, долгорочните стапки останаа еднакви или беа во опаѓање во текот на истиот период (Гуринчас, 2010 стр. 15).

Гринспен, исто така, беше збунет од дивергенцијата на долгорочните од краткорочните каматни стапки под влијание на ФРС: „Засега, непредвиденото однесувањето на светските пазари на обврзници останува загатка. Движењето на цените на државните записи се можеби краткорочна нерегуларност, но ќе помине некое време

пред ние да сме во состојба да ги разбереме силите кои стојат зад неодамнешното искуство“ (Гринспен, 2005).

Торнтон (2012), исто така, ни обезбедува детална анализа на раздвојувањето на краткорочните и долгорочните каматни стапки, тврдејќи дека ФФР престанала да биде поврзана со долгорочните благајнички каматни стапки во доцните 1980-ти, кога ФРС го усвои ФФР како таргет на неговата монетарна политика наместо оперативна цел на монетарната политика. Торнтон (2012) поставува хипотеза дека ФРС престанала да влијае на долгорочните стапки во 1980 година. Исто така, промената се случила бидејќи американската централна банка започнала со користење на ФФР за спроведување на монетарната политика (Торнтон, 2012, стр. 20). Како објаснување како тоа би можело да се случи, Торнтон (2012) наведува дека Законот на Гутхард се однесува на оваа ситуација: „Секоја забележана статистичка регуларност ќе има тенденција да пропадне кога врз неа е ставен притисок поради контролни цели“. Со други зборови, ако односот помеѓу ФФР и долгорочната стапка (на пример, на 10-годишните благајнички записи) се одржа во 1970-тите и раните 1980-ти години, тоа е затоа што и двете биле под влијание на пазарните сили. Како што наведува Торнтон, до крајот на 1980-тите години, поточно, во мај 1988 година, ФРС ефективно почна да ја користи процедурата на таргетирање на ФФР и на тој начин оттогаш влијаат фрз ФФР.

Теоријата на природната каматна стапка и финансиската криза во 2008 година

Хетзел (2009), исто така, има своја структурна теорија, во која што објаснувањето за појавата на длабока рецесија во 2008 година може да се најде во погрешна монетарна политика. Монетарниот шок, според него, беше во форма на неуспех од страна на ФРС да го проследи намалувањето на природното ниво на каматна стапка со намалување на ФФР. ФРС воопшто не ја намали ФФР во периодот помеѓу април и октомври 2008 година, а во периодот помеѓу март и октомври 2008 година ја намали стапката само за 0,25% и покрај влошувањето на економските активности. Пред да се случи значајно уништување на богатството поради остриот пад на пазарот за капитал, во втората половина на септември 2008 година, реалното ново на ФФР веќе ја надмина природната стапка. Природната каматна стапка е реалната каматна стапка во согласност со националниот производ во своето природно ниво (потенцијалниот национален производ) и со стабилна инфлација. Огромниот губиток на богатството по тој датум

мора да го има намалено новото на природната каматна стапка, тврди Хетзел (2009), и направи монетарната политика да биде уште порестриктивна (Хетзел, 2009, стр. 213-214).

Лаубак и Вилијамс (2003) користат едноставен макроекономски модел да ја изведат природната стапка од движењата во националниот БДП (по контролирање за други варијабли, вклучувајќи ја, најважно, вистинската стапка на ФФР). Во нивниот модел, ако вистинската стапка на ФФР е над природната стапка, монетарната политика е рестриктивна, и го повлекува БДП надолу, а ако е под природната стапка, монетарната политика е стимулативна, и го турка нивото на БДП погоре. Иако важно за макроекономската теорија и монетарната политика, проценките на природната каматна стапка, тврдат Лаубак и Вилијамс (2003), се многу непрецизни и се предмет на значителна грешка при мерење во реално време.

Фактот што го поддржува аргументот дека монетарната политика во 2008 година би можела да биде фактор што придонесе за рецесија е дека значајното намалување на националниот производ започна во Велика Британија, Еврозоната и Јапонија, меѓу другите земји, во исто време, во вториот квартал на 2008 година. Рестриктивната монетарна политика во овие земји ја објаснува ситуацијата подобро од пренесувањето на блага рецесија од САД во тоа време (види кај Хетзел, 2009, стр. 215).

Бидејќи аргументите се базираат на природни каматни стапки во 2008 година кои се комплицирани за мерење, според Лодиен (2009), креаторите на политиката најверојатно се фокусирале на дефект во финансиските пазари, но не и на монетарната политика како причина за финансиската криза и рецесијата што следеше. Понатака, поради ниското ниво на номиналната ФФР и трендот на понатамошно опаѓање, монетарната политика во тоа време се смета за прилагодлива и експанзивна. Според Лодиен (2009), монетарната политика на ФРС од декември 2007 година беше експанзивна во време кога економијата на САД го достигна својот врв и влезе во рецесија. Понудата на пари се зголеми за 11%, а монетарната база двојно повеќе од есента 2008 година. Ова ефективно ја елиминира можноста за намалување на М2 и монетарниот инвентар. Пред есента 2008 година, повеќето членови на ФОМК беа претпазливи поради очекуваниот, ако не и заканувачки, ризик од инфлација како последица на нивната монетарна позиција во врска со ФФР (*FOMC Chatter*, 2008).

Теоријата на глобална презаситеност од заштеди

Дивергенцијата на краткорочните од долгорочните каматни стапки е исто така поврзана со вториот и алтернативен поглед на причините за финансиската криза во 2008 година, а тоа е нивото на глобалните заштеди во тоа време. Краток опис на теоријата базирана врз глобалната презаситеност на заштеди е значаен поради тоа што таа беше високо котирана теорија на листата на причини за прегреаниот стамбен пазар во САД во изјавите дадени од страна на Бернанке за финансиска криза во 2008 година.

Приближувањето на пропаста на вредноста на недвижнините, како што беше потврдено од графиците кои покажуваат ескалирачки цени и ниво на почнати стамбени објекти, според оваа теорија започнува во средината на 2000 година како резултат на странските заштеди кои се користат за купување комплексни хартии од вредност поврзани со хипотеки, т.н. средства врз основа на хартии од вредност (Графикон 11). Сепак, се смета дека одговорноста и влијанието на монетарната политика во врска со нерамнотежа во заштедите е ограничена (Бернанке, 2010, стр. 21). Бернанке (2005) и Гринспен (2005) ја опишаа ситуацијата како „презаситеност со глобални заштеди“, давајќи ѝ поддршка на теоријата базирана врз овие заштеди и истовремено ја одбија критиката дека ФРС придонела за големата финансиска криза од 2008 година.

Според ова објаснување постоеше вишок на светски заштеди - глобалната презаситеност од заштеди – кој ги движеше надолу каматните стапки во САД и во други земји. Доказот е во тоа што долгорочните каматни стапки останаа ниски и покрај зголемувањето на краткорочните ФФР стапки (Тејлор, 2008, стр. 4). Тејлор (2007) ја отфрла оваа теорија врз основа на тоа дека нема докази за глобалната презаситеност на заштеди. Во овој период, САД штедеше помалку отколку што инвестираше (САД имаше сметковен дефицит). Штедниот јаз постоеше, но надвор од САД (Графикон 12,Тејлор, 2008, стр. 4).

МЕТОДОЛОГИЈА НА АМЕРИКАНСКАТА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

Овој дел ја разгледува стратегијата на американската монетарна политика, нејзиното спроведување, идентификација на оперативните и посредните цели и оперативните процедури на ФРС. Делот е организиран во согласност со измените во

американската монетарна политика во текот на четирите децении од крајот на Бретон Вудс-аранжманот. Уште поважно, делот е поделен според главните режими на таргетирање кои ја карактеризираа американската монетарна политика. Предноста на овој пристап е тоа што ги следи теоретските концепти на таргетирање во монетарната политика.

Во секој од деловите во врска со одредена стратегија на монетарната политика прво ќе ја испитувам самата стратегија проследено со дискусија или опис на нејзиното спроведување, како и оперативните процедури и инструменти кои се користат за да се постигне дадената цел на монетарната политика. Во секој дел, стратегијата и спроведувањето на монетарната политика претставува одредено разбирање на целта или на целите на монетарната политика во тоа време како и на природата на трансмисиониот механизам.

Монетарно таргетирање и американската монетарна политика

Стратегијата на ФРС да ги контролира инфлацијата, вработеноста и економскиот национален производ од раните 1970-ти до средината на 1980-тите е во согласност со теоријата и праксата на монетарно таргетирање. Од крајот на 1980-тите, монетарните агрегати се користат само како информативна варијабла. За подобро да го разбереме спроведувањето на стратегијата на монетарно таргетирање од страна на ФРС можеме да направиме разлика помеѓу краткорочните каматни стапки и слободните резерви како водечки принципи или оперативни цели. Во двата случаи, сепак, целта е нивото на парите во економијата како што е дефинирано од страна на монетарните агрегати. За да можеме да ја разложиме стратегијата на монетарна политика, и соодветните имплементациски стратегии, понатака, можеме да направиме разлика помеѓу периодот од 1973 до 1979 година кога водечки принцип беше ФФР, која е краткорочната меѓубанкарска каматна стапка во САД, и два понатамошни периоди, 1979-1982 година и 1982-1987 година, кога оперативните цели беа слободните резерви со меѓубанкарската стапка поставена како саморегулирачка варијабла. Оперативните процедури за спроведување на овие стратегии во сите три периоди се базира на операции на отворен пазар од страна на отворен пазарски шалтер на ОМД во Њујорк кој има влијание врз резервите во состав на ФРС. Суптилните разлики меѓу процедурите, занемарливи во пракса (од перспектива на операциите на отворениот пазар), предизвикуваат вистински

економски ефекти, вклучувајќи периоди на екстремна нестабилност во клучните варијабли и исходи.

Стапката на федералните фондови (ФФР) како водич за монетарно таргетирање од 1973-1979 година

Како резултат на зголемената загриженост за инфлацијата во почетокот на 1970-тите години ФОМК почна да ги следи монетарните агрегати повнимателно. До 1975 година, ФОМК беше формално одговорен за јавно објавување на своите цели за растот на парите. Втората можна причина зошто ФРС ја адаптирала стратегијата на монетарно таргетирање, како и во случајот на Бундесбанката, беше потребата за номинално сидро за својата монетарна политика по Бретон Вудс. Ние веќе видовме дека експериментот со монетарното таргетирање во текот на 1970-тите години беше во голема мерка неефикасно во намалувањето на нивото на инфлација.

И покрај многу високата инфлација кон средината и крајот на 1970-тите години ФРС сè уште беше пофокусирана на стапката на невработеност и на стабилноста на каматните стапки отколку на целта за намалување на инфлацијата. Стратегијата беше да се намали стапката на инфлација преку намалување на растот на парите, но ФРС тогаш не сметал дека целите поврзани со растот на парите е висок приоритет (Мишкин, 2000, стр. 2). ФФР била поставена премногу ниско за политиката да биде ефективна во борбата против инфлацијата. Специфично, номиналната каматна стапка беше зголемена за помалку од стапката на инфлацијата (Кларида, Гали и Гетлер, 2000, стр. 34). Очекувано, фокусирањето на невработеност резултираше со намалена невработеност во текот на 1970-тите години, но тоа, исто така, резултираше со акомодација на инфлацијата (Бовин, 2005, стр. 20). Рамката користена од страна на ФОМК за насочување на активностите на операциите на отворен пазар помеѓу 1973 и 1979 година вклучи поставување на монетарна цел и менување на ФФР постепено нагоре или надолу ако парите се над или се движат под целта (Биндсеил, 2004 стр. 218). Оперативната процедура и оперативните цели беа на нивото на резерви обезбедени преку операции на отворен пазар од страна на ФРС.

Во текот на 1970-тите, ФОМК му наложуваше на ОМД во Њујорк да ја одржува специфичната вредност на ФФР, под услов монетарните агрегати да движат во рамките на нивниот сакан краткорочен опсег. Менаџерот бил овластен да направи мали корекции на ФФР во тесен опсег на толеранција ако опсегот на движење на монетарниот агрегат

бил прекршен (Муса, Волкер и Тобин, 1994, стр. 88). Директивите кон ОМД не беа секогаш специфични во однос на нивото на ФФР, меѓутоа можеа да содржат дискреција во имплементацијата на монетарна политика зависно од економската ситуација. Приспособувањата и дискреционите одлуки беа координирани помеѓу ОМД и ФОМК. Да ја лимитираат стапката на порастот на парите, ФОМК би одлучиле да го сменат својот монетарен таргет во корист на ФФР. За да изберат која цел е поважна да се постигне, ОМД ќе ги користат информациите за фактичните и потенцијалните перформанси на економијата. Како и во случајот со Германија, централната банка во овој случај се потпира врз повеќе од нејзините специфични таргети и поставениот опсег за таргетот и донесува одлуки кои ќе бидат оправдани со состојбите во економијата.

Во 1970-тите и 1980-тите години ФРС не спроведуваше строго монетарно таргетирање како автоматско правило. Ова е илустрирано од недостатокот на допирни точки помеѓу монетарните агрегати и таргетите поставени од страна на ФРС по 1979 година (Графикон 13 и 14). Централната банка беше исто така водена од нивото на инфлацијата и се обиде да влијае врз стапката на инфлација, особено во доцните 1970-ти години. Веројатно како реакција на претерано високата инфлација во тоа време, ФРС објави дека намалувањето на инфлацијата е нивната основна цел во 1979 и во 1980 година. Сепак, дури и кога се обидуваат да постигнат стабилност на цените се спроведуваше политика која ја смени насоката на монетарната политика подалеку од таргетирање на нивото на инфлацијата, а кон обезбедување на поддршка за вработеноста и растот во економијата.

Спроведување на стратегијата на монетарно таргетирање со помош на стапката на федералните фондови

Трансмисиониот механизам базиран на таргетирање на ФФР беше базиран на побарувачката на пари како функција на каматните стапки и вкупните трошоци во економијата. ФРС ја контролираше сумата на пари преку своето влијание врз каматните стапки. Целта на стратегијата беше да управуваат со растот на монетарните агрегати (да се ограничи растот во рамките на најавениот опсег и во текот на наведениот период) со поставување на таргет и мал опсег за ФФР (50-100 базични поени, до следниот состанок на ФОМК). Ова е илустрирано со блискоста на фактичкиот раст на монетарните агрегати и таргетираните нивоа (Графикон 13). За да ја спроведе стратегијата, ФРС се потпираше на постапката базирана на влијание врз побарувачката на пари преку

контрола на каматните стапки. ФРС во суштина ја контролираше цената на парите. Ако беше побарана инфлаторна сума на пари (во износ поголем од капацитетот да се задоволи побарувачката) ФРС ја испорачуваше. Ова, се разбира, беше акомодативно за инфлацијата во 1960-тите и 1970-тите години (Аксилрод, 2011, стр. 92).

До 1975 година, на почетокот на секоја година, ФОМК го одредуваше таргетираниот опсег за следните четири квартали за стапки на раст на три монетарни агрегати: М1, М2 и М3. ФОМК, исто така, ги утврдуваше таргетираните стапки на раст на агрегатите во текот на наредниот квартал. Додатно на методот на поставување на таргетниот опсег за монетарните агрегати, ФРС ја следеше практиката на ребазирање на своите таргети секоја година за М1 и М2 и секоја година за фактичкиот монетарен раст од претходната година.

ФОМК обезбедува оперативна насока за монетарната политика за менаџерот на ОМД на ФРС во Њујорк. Оваа директива е одредена по секој состанок на ФОМК. Во 1970-тите оваа директива содржи референца за стапките на раст на монетарните агрегати како една од проблематиките што треба да се земат предвид. Гилберт (1985) ги опишува постапките што се користат од страна на ФОМК да обезбеди директиви во однос на спроведување на монетарната политика со користење на процедурата на таргетирањето на ФФР (Графикон 15). ОМД ги спроведува директивите на ФОМК со тоа што ги регулира непозајмените резерви за да се задржи на почетната стапка веднаш по состанокот и во рамките на таргетираниот опсег до следниот состанок. Фактичката постапка беше дека ФОМК ги избира таргетите за раст, главно за М1 (како посредна цел), а персоналот ја проценува ФФР што ќе го постигне саканиот раст на парите (Биндсеил, 2004, стр. 218). Директивата користена од страна на ОМД за оперативно спроведување на монетарната политика е всушност определениот таргетен опсег за ФФР.

ОМД потоа ги испорачува количините на непозајмени резерви неопходни да се задржи стапката на ФФР во рамките на таргетираниот опсег. Ова се остварува преку операции на отворен пазар на ОМД и вклучува купување или продавање главно американски хартии од вредност. Поконкретно, ФРС започнале да користат обратни операции на отворен пазар (за разлика од директни операции со купување и продавање на хартии од вредност). Методот работел како сигнал за пазарот на пари преку операции кои ги менуваат пазарните услови за резервите кога средствата сè уште се тргуваат врз база на претходната таргетна стапка (Биндсеил, 2004, стр. 218). Ова подразбира влијание врз ФФР со зголемување или намалување на понудата на фондови кои се достапни

веднаш и кои можат да функционираат како банкарски резерви.

Монетарно таргетирање со помош на непозајмени резерви од 1979-1982 година

ФФР таргетот како одредница беше заменет со нова оперативна постапка на 6 октомври 1979 година. Оттогаш, ОМД станува одговорен за снабдување на банкарски резерви во согласност со саканите стапки на раст на монетарните агрегати поставени од страна на ФОМК. Операциите на отворен пазар останаа главен инструмент на американската монетарна политика, но целта на операциите на отворен пазар беше снабдување на износот на резервите во согласност со своите цели за порастот на парите, а во исто време дозволувајќи многу поголеми флуктуации на ФФР. ФФР се движи во многу поширок опсег (до 400 базични поени, што е спротивно на 50-100 базични поени претходно) и е второстепен во споредба со монетарниот таргет (Гилберт, 1985, стр. 17). Процедурата на непозајмени резерви ја доближува ФРС поцврсто кон стратегија на монетарно таргетирање. Промената е драматична и трансформирачка во однос на долгорочни стратегии и имплементација на монетарната политика во САД. Новиот пристап е дизајниран за да обезбеди поблиска контрола врз понудата на пари, со фокусирање на секојдневните оперативни одлуки, многу помалку на каматните стапки и многу повеќе на агрегатното ниво на резервите (Акислрод, 2011, стр. 89).

Оправдување на монетарното таргетирање преку непозајмени резерви

Аргументот за стратегијата со непозајмени резерви (најмонетаристичкиот пристап кој често се нарекува експеримент повеќе од трајна стратегија) може да се направи од поглед на односите со јавноста и од политичка перспектива во тоа време. Како и во случајот на Германија, со најавувањето на монетарниот таргет ФРС ја користи неговата комуникативна вредност. Второ, литературата во врска со предметот е недвосмислена дека преземените мерки во воспоставувањето на новата оперативна постапка и даде далеку поголема флексибилност на ФРС во движењето на ФФР (види во Кларида, Гали и Гетлер, 2000 и Муса, Волкер и Тобин, 1994). Со други зборови, политиката може да се толкува како покритие за многу поагресивен став во борбата со инфлацијата. Пристапот со ограничувањето на монетарниот раст за да ѝ се спротивстави на инфлацијата беше многу поповолно отколку зголемување на каматната стапка на

централната банка. Одговорноста за порастот на каматна стапка може да се префрли на инфлациските очекувања, вишокот на побарувачка за кредити од страна на владата и, генерално, на приватниот сектор.

Бернанке и Мишкин (1992) и Мишкин (2001) исто така ја поддржуваат теоријата дека промената во политиката служеше само да се скрие големото зголемување на каматните стапки (исто така, види во Муса, Волкер и Тобин, 1994 стр. 97). Следните промени во политиката според оперативната процедура од октомври 1979 година придонесе за извесна конфузија во водењето на монетарната политика. Како што видовме од нашата хронологија, за време на турбулентниот период во 1979 и 1980 година ФРС прво ја подигна ФФР повисоко за да се бори против инфлацијата, а подоцна значително ја смалува при првиот знак на економско забавување, само да ја зголеми по краток период во кој економијата ги покажа првите знаци на закрепнување.

Торнтон (2001) укажува на релативно едноставна причина за воведувањето на нова оперативна постапка. Тој тврди дека откако ФФР се зголеми на ниво на есконтната стапка, таа престана да обезбедува дополнителни информации за степенот на притисок во пазарот за резерви. Во тоа време се веруваше дека подобри информации за притисокот во пазарот за резерви можат да се добијат од однесувањето на задолжување и вишокот на резерви.

Оперативната процедура со непозајмени резерви

За оваа постапка да функционира во пракса ФРС почна да таргетира резерви мерени од посакуваните тримесечни стапки на раст на М1 (Графикон 16). Таргетниот коридор беше поставен на околу 5%. ФОМК прво избира таргет за М1 за тримесечјето. Потоа, вработените го проценуваат соодветното ниво на тотални резерви. Втората стапка беше исклучително тешка поради различите коефициенти на различните видови на депозити. Од вкупниот резервен таргет, ОМД изведува таргет за непозајмените резерви со одземање на нивото на позајмени резерви кои биле утврдени од страна на ФОМК.

Вработените прават проценки на соодветни комбинации на позајмени резерви и пораст на парите за дадена есконтната стапка. ФРС го надополнува квантитативниот оперативен таргет со коридор за ФФР. Исто така, дискрецијата никогаш не беше елиминирана од процесот и ФОМК често го менувал механизмот. Исто така, ФОМК обезбеди одредена слобода за ОМД самиот да прави дискрециони одлуки (Биндсеил,

2004, pp 220-221). Понатаму, статистичката основа за утврдување на таргетот за агрегатот на резервите, кој беше во согласност со одлуките на ФОМК, вклучуваше значајна слобода на одлучување од страна на вработените (Аксилрод, 2011, стр. 91). Крајниот резултат на сето тоа беше зголемувањето на ФФР и продолжената нестабилност на монетарните агрегати.

Промените во оперативната процедура во 1979 и 1982 година имале многу мал ефект врз операциите на ОМД затоа што оперативните цели базирани на резервите (кои служат како показатели на условите на пазарот за резерви) се високо меѓусебно поврзани (Торнтон, 2001, стр. 4). Во најголем дел, работењето со резервите значеше работа со проценки и претпоставки на вкупните резерви, позајмувања од дисконтниот прозорец и непозајмени резерви. Гилберт и Треблинг (1981) кои пишуваат во времето на фактичкото спроведување на оперативната процедура ни дава подетален опис на практичните импликации на истите. Во практична смисла, најголемите активности во рамките на новата постапка се промените во целите на непозајмените резеерви (НБР) и промените во есконтната стапка.

По секој состанок на ФОМК, персоналот на Одборот на гувернери го проценува просечното ниво на вкупните резерви (ТР) кое е во согласност со краткорочните цели на Комитетот за растот на монетарните агрегати. Просечните нивоа на ТР биле познати како трендот на вкупните резерви (ТР тренд) и биле поставени за период од 3-5 недели помеѓу состаноците на ФОМК. ФОМК, исто така, донесува одлука за почетното ниво на позајмените резерви кои се користат во одредувањето на трендот на НБР. Трендот на НБР е добиен едноставно со одземање на претпоставката за позајмување од трендот на ТР проценет од страна на персоналот на Одборот на гувернери. ОМД работел со проценување на вкупниот обем на банкарските резерви потребни за поддршка на краткорочните таргети за монетарниот раст поставени од страна на ФОМК. ОМД тогаш го проценувал износот на позајмените резерви кои би можеле да бидат обезбедени преку дисконтниот прозорец на ФРС и преку операции на отворен пазар; менаџерот на ОМД, тогаш, би го обезбедил потребниот износ на НБР соодветни да го постигнат таргетот за вкупните банкарски резерви. Целта на ОМД беше да го направи просечното ниво на НБР во текот на неколкуте недели помеѓу ФОМК средбите еднакво на трендот на НБР. За да биде полесно одредувањето на трендот на НБР, тој беше претворен во неделни цели за нивото на НБР (Гилберт и Требинг, 1981, стр 13; Исто така, види во Гилберт 1985, стр 18.). До втората половина на 1982 година, ФРС ја замени постапката со нова оперативна постапка врз основа на позајмени резерви.

Проблеми поврзани со таргетирањето на непозајмените резерви

Промената на оперативната постапка во 1979 година донесе зголемена монетарна контрола од страна на ФРС, но монетарните агрегати продолжија да растат. Спроведувањето на оперативната процедура предизвика висока нестабилност на сите индикатори, особено на ФФР. Комплексноста на проценувањето на непозајмените резерви придонесе за брзо укинување на оваа оперативна постапка. Дополнително на конфузијата беше нејасноста за тоа што точно беше таргетирано. Начинот на употреба на оперативниот таргет од страна на ФОМК не беше потполно јасен и беше препуштен на дискреција практикувана од ОМД. Фокусот се движеше помеѓу монетарните агрегати и каматните стапки (Бофингер, 2001, стр. 309). Во текот на 1978 и 1979 година инфлацијата продолжи да се зголемува и покрај спроведувањето на новата постапка. Како што видовме, за дваесет и еден месец, почнувајќи во октомври 1980 година, ФРС предводеше постојан напор да се намали инфлацијата со држење на краткорочните каматни стапки на многу повисоко ниво од претходната норма.

Дека ФРС не ја следеше процедурата како прашање на монетарната стратегија може да се забележи од фактот дека постапката служи за да се оправда агресивното затегнување на монетарната политика во есента 1979 година и во почетокот на 1980 година, но не успеа да ги намали фондовите доволно во пролетта 1980 година, кога економијата се најде во рецесија. Со други зборови, реакцијата на ФРС на брзорастечките монетарни агрегати и (подоцна) реакцијата на рецесиското ниво на монетарните агрегати (под нивните цели) во 1980 година беше асиметрична. ФРС ја крена ФФР за 10%, а потоа ја спушти стапката за само 4%. Годината 1980 беше една од најбурните во американската монетарна политика дотогаш. Тешкотијата во проценувањето и постигнување на таргетот то направи периодот на таргетирање на непозајмени резерви краток и променлив.

Монетарно таргетирање базирано на позајмени резерви од 1982-1987 година

До 1982 година, трендот на инфлацијата беше сосема свртен на спротивна страна. Цената на стабилноста на цените, меѓутоа, беше сериозна рецесија и значително губење на вработеноста. Трошоците на оваа т.н. Волкер-дефлацијата ги содржи некои од

најважните лекции во монетарната политика во однос на балансот помеѓу постигнувањето на стабилна инфлација и целите на максимална вработеност и национален производ. Еднаш постигната, ниската инфлација, исходот на дезинфлацијата, продолжи да биде фокус на американската монетарна политика. Со процедурата за таргетирање на позајмени резерви ФФР таргетот полека стана фокус на целокупната монетарна политика. Во скоро целиот период на 1980-тите таргетот беше управуван преку процедура за таргетирање на позајмени резерви опишана во оваа точка.

Во поглед на стратегијата, по 1982 година, американската монетарна политика сè повеќе се карактеризира како индиректно или имплицитно инфлациско таргетирање. Новите монетарни услови и промената во варијабилноста и односот помеѓу монетарните агрегати и целите на монетарната политика го сменија фокусот од таргетирање на сумата на парите кон менувањето на каматните стапки (за промените во значењето на монетарните агрегати за монетарни цели види во Фридман Б. М., 1996). Монетарните агрегати станаа информативна варијабла и економистите генерално веруваат дека усвојувањето на процедурата со позајмени резерви претставува пресврт на политиката кон поставувањето на ФФР и подалеку од директната контрола на парите (Торнтон, 1988, стр. 1). Аксилрод (2011, стр 111) ја опишува постапката со позајмени резерви од внатрешен институцијски аспект:

> „Откако новата постапка ја надживеа својата корисност, таа беше заменета во текот на подоцнежните години на мандатот на Волкер со пристап кон политика кој беше многу близок до таргетирање на стапката на федералните фондови со помош на операции на отворен пазар, но не буквално. Наместо да ја земе стапката на фондови како цел, Волкер го убеди ФОМК да го користи вкупното позајмување на банките кај федералните резервни банки како свој оперативен таргет“ (Аксилрод, 2011, стр. 111).

Во текот на периодот од 1982 и длабоко во 1990-тите години, ФРС практикуваше процедура на таргетирање на позајмени резерви (БР). ФОМК почна да ги наведува своите цели за операциите на отворен пазар како степен на воздржаност во однос на банкарските резерви. Како водич, директивата на ФОМК за ОМД повикува на: (1) повеќе воздржаност, (2) помалку воздржаност, или (3) степенот на воздржаност во однос на резервите да биде непроменет.

Причините за промената во оперативната процедура

Директната причина за промената на оперативната процедура во октомври 1982 година беше привремената суспензија на краткорочните цели за М1. Воведувањето на тековни сметки со камата и спроведувањето на дезинфлациска политика предизвика драматична промена во однесувањето на брзината на оптекот (velocity) на М1. Во отсуство на стабилен однос помеѓу монетарните агрегати и економската активност (вклучувајќи го и нивото на трошење во економијата) ФОМК мораше да ја модифицира својата постапка за водење на резервната одредба (Мулендајк, 1998, стр. 52).

Дополнително, претходната постапка на таргетирање на НБР даде значителна тежина на целта на ФОМК за М1, агрегат кој сега беше ефективно деактивиран. Вкупниот тренд на резервите не може да се проценува базирано на целите за М2 и М3, без претпоставка или таргет за М1 (Гилберт, 1985, стр. 19). Постојат голем број на причини за зголеменото раздвојување на М1 и варијаблите како што се трошоците, економската активност и инфлацијата во 1980, како што е наведено од страна на Гилберт (1985), Фридман Б. М. (1988 и 1996) и Гевин (1995) меѓу другите. Еден конкретен аспект на промената на значењето на агрегатот е ефектот од промената на матрицата за заштедите и формата на парите како готовина по регулаторните промени на банкарските правила во Соединетите Американски Држави. Еден таков фактор е завршувањето на времетраењето на голем волумен на сертификати познати како ол-сејверс (all-savers) сертификати во октомври 1982 година. Оваа конкретна промена имаше привремен ефект врз побарувачката на пари. Месечните банкарски (и други финансиски) сметки поврзани со пазарот за пари уште повеќе ја променија побарувачката на пари. Според Волиш (1984), непредвидливото однесување на побарувачката на М1 во однос на основните детерминанти на тој агрегат се одразија врз транзицијата кон различен состав на агрегатот како резултат на сметките што содржат камата. Со други зборови, фундаменталните промени во структурата на монетарните агрегати ја променија својата каматна еластичност (и низа други карактеристики) и го направија односот помеѓу количината на парите и вкупните трошоци во економијата високо проблематичен (види кај Фридман Б. М., 1996 и Гевин 1985). Бидејќи монетарните агрегати не беа во средиштето на оперативната процедура, затоа што не можеа да ги задоволат условите на трансмисиониот механизам, ФРС се сврти кон односот помеѓу таргетираното ниво на позајмени резерви од дисконтниот прозорец, ФФР и краткорочните каматни стапки.

Во рамките на ова индиректно таргетирање на ФФР (преку контрола на позајмените резерви) целта е иста како и со оперативаната процедура при таргетирањето на ФФР пред 1979 година, да се влијае на краткорочните стапки, кои пак имаат влијание врз побарувачката на пари. Претпоставката за овој метод да може да работи е стабилен однос помеѓу каматните стапки и количеството на побарувањето на пари. Другата, и потесна, претпоставка е влијанието кое го има контролирањето на количината на пари врз каматните стапки. Според тоа, таргетирањето на ФФР и оперативната процедура за таргетирање на количината на позајмени резерви се многу слични. Разликата е во тоа што со тергетирањето на позајмени резерви не постои директна врска помеѓу целите за монетарните агрегати и понудата на резерви. ФФР има опсег што е многу поширок во постапката на таргетирање на ФФР.

Спроведување на оперативната процедура со позајмени резерви

Спроведувањето на директивата на ФОМК според процедурата со позајмени резерви е постигната со истиот метод како и со претходните процедури на монетарно таргетирање, преку обезбедување на непозајмени резерви на отворениот пазар за резерви од страна на ОМД.

Нилсен (1997) и Гудфренд и Велплеј (1986) го опишуваат оперативниот режим на позајмени резерви како систем базиран на притисок. ФРС снабдува недоволна количина на залихите (преку операции на отворен пазар) за банкарскиот систем да ги исполни своите обврски. Ова предизвикува вишокот на побарувачка на федерални резерви на пазарот, каде што оние банки кои имаат дефицит во резервите позајмуваат од другите банки кои имаат вишок резерви, а некои банки се потоа принудени да обезбедат резерви со задолжување преку дисконтниот прозорец на ФРС.

Во практична смисла, постапката започнува со две проценки. Една од нив е таргетираното ниво на позајмени резерви, а втората е проценка на вкупните резерви од страна на ФРС персоналот. Таргетот за позајмени резерви е исто така познат како позајмувачка претпоставка и го претставува износот на резервите што ФРС сака да им го наметне на депозитните институции да го позајмуваат од дисконтниот прозорец. Нивото на НБР што треба да бидат доставени се определува со одземање на таргетното ниво за позајмени резерви од проценката (на персоналот) за вкупните резерви. Проценката на вкупните резерви зависел од тогашниот систем на сметање на резервите. Двата сметководствени система во тоа време исто така имаа своја улога. Првиот беше

врз основа на заостанатата задолжителна резерва (во сила до јануари 1984), а вториот систем, по јануари 1984 година, беше базиран на истовремената задолжителна резерва. Според системот на заостаната задолжителна резерва, потребните резерви за секој период на одржување биле познати на почетокот на периодот. Проценката за секој период е изведено со додавање на проценка на вишокот на резерви на познатото ниво на потребните резерви. Според системот на истовремени резерви, потребните резерви за секој период на одржување не биле познати, сè до крајот на периодот. Персоналот мораше да ги процени потребните резерви за секој период на одржување и да ги ревидира проценките многу пати (Гилберт 1985, стр. 20). Нивото на НБР беше поместено за истиот износ како ревизијата на проценките на бараните резерви. Гилберт (1985) користи графичка шема (За други слични шеми, исто така види во Торнтон, 1988), која го илустрира механизмот на оперативната постапка со БР во рамките на пазарот за резерви.

На шемата (Графикон 17), вкупните резерви и НБР се на хоризонталната оска и се однесуваат на просечното ниво во текот на периодот на одржување во траење од две недели. Линиите за побарувачката на резерви се вертикални, бидејќи тие се дадени за фиксен износ на резерви за секој период на одржување. Откако персоналот ќе ги процени вкупните резерви P1 нивото на таргетот на БР или „позајмувачката претпоставка“ бира ниво на НБР на N1. Имено БР* = R1-N1. Ова ниво на позајмици дава ниво на ФФР rf2 на табелата.

Доколку персоналот на ФРС процени ново ниво на вкупните резерви како резултат на промена во побарувачката за резерви, (во согласност со оперативната постапка за BR), ОМД ќе го промени нивото на НБР обезбедени на отворениот пазар да го задоволи тагетираното ниво на БР. Во овој случај истото ниво на БР повикува на R2-N2 = R1-N1 = БР. Тогаш. ОМД ќе обезбеди поголема количина на НБР што е соодветно на ова ниво. Истото ниво на БР ќе го задржи нивото на ФФР на исто ниво. Ако ФРС го промени таргетот за BR (на пример да се намали износот на задолжување) ОМД би понудиле ниво на НБР помало од N2 и на тој начин би се намалило нивото на БР и би го зголемило нивото на ФФР. Оваа воздржаност е слична на тоа да се дозволи нивото на ФФР да порасне до својата горна граница според претходната процедура со таргетирање на ФФР пред 1979 година.

Методот со БР е опишан како индиректен метод на влијание врз ФФР и другите краткорочни рати. ФФР влијае врз побарувачката за пари преку влијанието врз каматните стапки, без оглед на состојбата на нивото на пари и, наместо тоа, зависи и

работи базирано на претпоставката дека постои стабилен однос помеѓу каматните стапки и побарувачката на количеството на пари. Не постои директна врска помеѓу целите за монетарните агрегати и понудата на НБР. Ова раздвојување на целите за монетарните агрегати и целите за каматните стапки беше најсуштинска промена во стратегијата во овој временски период во американската монетарна политика.

Ова не подразбира дека монетарните таргети или монетарно таргетирање исчезнаа потполно. Пред да можеме да ја опишеме промената во методологијата од страна на ФРС под Гринспен кон повеќе директни форми на таргетирање на инфлацијата би било полезно да дискутираме за причините за инсистирањето на САД да продолжи со користење на монетарно таргетирање или барем концептот на монетарно таргетирање во 1980-тите и 1990-тите години.

Продолжувањето на монетарно таргетирање како информативна варијабла

Монетарните агрегати веќе не беа посредни таргети на монетарната политика, оваа практика е ефективно завршена до 1983 година со воведувањето на оперативната постапка со позајмени резерви. Тие сепак беа прилично корисни информативни варијабли кои имаа некаква таргетна вредност која никогаш не беше потполно следена. Оперативната процедура со позајмени резерви беше во тој однос мала промена во оперативната практика на ФРС, но значителна промена во стратегијата. Одлуките сè повеќе беа водени од информации за економската активност, инфлацијата, девизните движења и условите во финансискиот пазар (Меулендајк, 1998, стр. 53). Со други зборови, во суштина, се појавија дополнителни фактори кои влегоа во формирањето на таргетот за позајмување на резерви при дисконтниот прозорец и ФФР.

Крајот на стратегија на користење на таргети за монетарниот раст започна со објавувањето на офрлањето на М1 од процедурата на таргетирање есента 1982 година. ФРС целосно го напушти монетарното таргетирање од 1987 година, но во времето на промената ова не беше доволно видливо. Промената во стратегијата не беше широко промовирана или спомената од страна на ФРС до многу подоцна и поексплицитно во 1990-тите години. Изборот на ФРС да се сврти кон таргетирање на позајмени резерви во периодот 1983-1990 според Мулендајк (1998) и Биндсеил (2004), најверојатно, претставува обид централната банка да се повлече од предходната доктрина фокусирана на бакарските резерви, позната како “Reserve Position Doctrine” (RPD) без потреба да го

признаат тоа премногу отворено. Во пракса тоа веројатно значеше сосема недвосмислено повторно фокусирање на каматните стапки. Потоа не беа направени обиди од страна на ФРС за да се оправда таргетирањето на позајмени резерви во рамките на една кохерентна рамка на RPD. Друга индикација на оваа промена беше дека таргетите за монетарниот раст беа отсутни од директивата на ФОМК (Меулендајк, 1998, стр. 53).

ФРС не ги користеше монетарните агрегати делумно поради загриженоста во врска со нивната нестабилност и поради нивниот недостиг на влијание врз економскиот раст и инфлацијата. Несигурноста на односот помеѓу монетарните агрегати и националниот производ (БДП) и инфлацијата беше потврдена во текот на 1980-тите години, кога американската економија доживеа силен економски раст и помала невработеност и покрај континуираното зголемување на монетарните агрегати. Студиите на американските монетарни агрегати во текот на периодот, вклучувајќи го Фридман Б. М. (1996), заклучуваат дека имало одреден дефект во односот помеѓу сите монетарни агрегати и инфлацијата. Зошто постоење на нестабилност на монетарни агрегати? Законот за монетарна контрола од 1980 година, со своите измени на системот за задолжителни резерви и мерките за дерегулација, предизвикаа понатамошни промени во еволуцијата на М1 и М2, и придонесоа во 1982-1983 година за слабеење на врската помеѓу овие монетарните агрегати и економската активност и цените (Биндсеил, 2004, стр. 222).

Зошто, тогаш, САД продолжи да го нагласува монетарно таргетирање како средство за монетарната политика? Освен објаснувањето од страна на Бернанке и Мишкин (2009) дека тоа е само криење на вистинската цел, борбата против инфлацијата со многу високи каматни стапки, можно е да се конструира случај дека влијанијата базирани на монетаристичката школа беа силни во време кога повеќето индустријализирани земји, вклучувајќи ја Германија, усвоија монетарно таргетирање. Во таа смисла, режимот на монетарна политика во САД во 1979-1982 година беше кулминација на еден поширок монетариситички експеримент. Други аргументи го базираат развојот на монетаристичкиот пристап на составот на ФОМК и други политички притисоци во тоа време (Бовин, 2005, стр. 3). Бернанке и Мишкин (2000) поставија хипотеза дека индустријализираните земји редовно се вртат кон монетарното таргетирање секогаш кога има „кризна“ ситуација.

Една од причините за оваа „кризна“ употреба на монетарните агрегати може да биде комуникацискатa вредност на постапката за таргетирање каде што се објавува

таргетот за варијабла која е добро разбрана и која е логично поврзана со агрегатната потрошувачка. Повеќе пари во економијата значи поголема агрегатната побарувачка. Помалку пари (или ограничен монетарен раст) значи помала потрошувачка и го намалува притисокот врз агрегатната побарувачка и инфлацијата. Конечно, до 1980-те, емпириски податоци го поддржуваат ставот дека растот на М1 беше разумен, предвидлив и водечки одредувач на номиналната економска активност. Повеќе години за време на 1980-те ФРС му придаде најмногу тежина на агрегатот М2 затоа што во просек побарувачката за овој агрегат во однос на номиналниот приход беше прилично стабилна (Мулендајк, 1998, стр. 4 и 53).

Сите овие фактори придонесоа за ФРС да брани или да прецизира монетарно (квантитативно) базирана стратегија дури и кога оперативните процедури веќе не се потпираат на методологијата на монетарното таргетирање. Сепак, од силен посреден таргет, монетарните таргети станаа информативни варијабли без значителна практична важност во водењето на американската монетарна политика. ФРС ги призна краткорочните каматни стапки како единствен оперативен таргет на монетарната политика дури во доцните 1990-ти.

Таргетирање на инфлацијата и американската монетарна политика

Стратегијата на монетарната политика на САД која се појави во текот на 1980-тите и 1990-тите години и продолжи во 2000-тите, се состои од внимателно следење на знаците на идната инфлација, заедно со периодични „превентивни интервенции“ од страна на ФРС против заканата од инфлација, но без експлицитно номинална сидро (Бернанке, Лобах, Мишкин, и Позен, 1999, стр. 307). Една од можните причини за таквата стратегија би можел да биде проблемот со севкупните цели на американската монетарна политика како што е наведено во Статутот на ФРС. Имено, двојните цели на максимално вработеност и стабилна каматна стапка може да се судри со единствената цел на стабилни цени. Во таа ситуација, претпазливоста е важен фактор кој ќе влијае врз постигнувањето на оптимални резултати за сите цели на монетарната политика. Уште поважно, со повеќе дискрециона политика, ФРС не доаѓа во ризик од конфликт со Конгресот на САД околу независноста да одредува свои цели (Гудфренд 2004, стр. 350). Недостаток на експлицитно номинално сидро и фактот дека САД немаше експлицитна стратегија на инфлациско таргетирање доведе до уникатен пристап познат и како

стратегија „само направи го“ („just do it“) (види во Мишкин 2009, стр. 245-247). Стратегијата беше многу успешна, затоа што влијаеше на економските резултати во текот на двата најдолги периоди на раст во историјата на САД, во 1980-тите и 1990-тите, и во текот на двете најблагите рецесии, во 1991 и 2001 година (За пример, види во Гудфренд, 2004, стр 311; исто така, Тејлор, 1998, стр 3-4).

Иако постои општа согласност за оперативните методи и практиката на таргетирање кои се користат во текот на овој период и зголемена важност на инфлација за американската монетарна политика, исто така постои несогласување околу прашањето за тоа дали истите се во согласност со рамките на инфлациското таргетирање. Дали стратегијата „само направи го“ е многу различна од практиките на другите земји кои користат инфлациско таргетирање? Гуфренд (2004), Бернанке и Мишкин (1997) меѓу другите, велат дека успехот на политиката на САД се должи во голем дел на процедурите поврзани со инфлациското таргетирање кои ФРС ги има усвоено постепено и имплицитно во текот на две децении. Покрај тоа, тие тврдат дека пристапот на ФРС е во согласност со имплицитна форма на таргетирање на инфлацијата. ФРС користеше филозофија која е многу слична на таргетирање на инфлацијата со Волкер и со Гринспен на кормилото (Бернанке и Мишкин, 1997, стр. 21).

Во овој дел, ја опишуваме политиката во рамките на стратегијата „само направи го“ и некои од доказите за и против опишување на стратегијата како имплицитно таргетирање на инфлацијата. Стратегија со некои карактеристики на таргетирање на инфлацијата беше присутна во водењето на американската монетарна политика, прво за време на периодот познат како волкеровата дезинфлација (1982-1987) и истата продолжува со монетарната политика на Гринспен (1987-2006). Можеме да ги испитаме двете тврдења.

Постои значителна дебата дали најдобрата идна стратегија за американската монетарна политика е да се прифати официјално таргетирање на инфлацијата или да остане на курсот со она што работело во минатото. Внатрешните дебати во самата централна банка се евидентни во дискусиите на ФОМК во почетокот на 1990-тите и тие продолжуваат да овој ден (Гевин, 1996). Двата пристапи, пофлексибилниот (или стратегијата „само направи го“) и рамката за таргетирање на инфлацијата има предности и слабости. Во оваа точка ќе ги испитаме доказите и спроведувањето на стратегијата „само направи го“ во извесен детал на кратко ќе се задржиме на дебатата за и против експлицитното инфлациско таргетирање во контекстот на САД.

Инфлациско таргетирање наспроти таканаречената стратегија „само направи го“

Периодот на таргетирање на инфлацијата (во смисла дека инфлацијата станала поголема преокупација на ФРС од другите цели на монетарната политика) започна во 1982 година, но се разви во целост во 1990-тите. Периодот на волкеровата дезинфлацијата (1979-1887) е почеток на имплицитно таргетирање на инфлацијата, но и период во кој позајмените резерви остануваат официјален оперативен таргет и во кој агрегатот на парите М2 е сè уште во употреба како информациски индикатор. Гринспен, како претседател на ФРС од 1987 година, ја менува стратегијата, но не ја отстранува отворено процедурата на позајмени резерви. Последица на волкеровата дезинфлација беше промена кон спроведување на монетарната политика од страна на одредување на краткорочните каматни стапки како што беше пред 1979 година. Фридман Б. М. (2005, стр. 325) тврди дека промената кон остварување на ценовната стабилност како цел на монетарната политика е единствената останата промена од почетната дезинфлациска политика и експеримент на Волкер со оперативните процедури почнувајќи во 1979 година. Уште еден доказ за целокупната промена е проценката дека ФОМК постојано реагира на зголемувањето на инфлацијата над таргетното ниво со подигање на вистинските ФФР над нејзината природна стапка или дека се придржува до Тејлоровото правило (Ли, 2005, стр. 3).

Таргетирање на инфлацијата во ерата на Волкер

Во потрага по докази и практиката на имплицитно таргетирање на инфлацијата, Гудфренд (2004) го објаснува потеклото на аргументите за ценовната стабилност во САД. Да дојде до потврден аргумент за експлицитно таргетирање на инфлацијата тој опишува три периоди од праксата на монетарната политика: „тргни-застани“ политика во периодот помеѓу 1950 и крајот на 1970-тите, на волкеровата дезинфлација помеѓу 1979 и 1987 и периодот под гувернерот Алан Гринспен. Најважно за инфлациското таргетирање се волкеровата дезинфлација и Гринспеновата политика. Во двата периоди имаме јасна индикација дека ФРС беше потполно фокусиран на инфлацијата и ги користи краткорочните ФФР како посреден таргет. Гудфренд (2004 стр, 315) опишува четири карактеристики на волкеровиот период: прекин на меѓусебното разбирање помеѓу ФРС и јавноста, губитокот на флексибилноста во користењето на политиката на

каматните стапки да го стабилизираат производствениот јаз, природата на чинењето на ниската инфлација и проблемот со страв од инфлацијата.

Лекциите од овој период за монетарната политика се околу прашањето поврзано со кредибилитетот на ФРС при борбата со инфлацијата. Ова е важно затоа што монетарната политика во САД исто така има и други цели. Во овој случај, доказите сугерираат дека со тек на време ФРС ја направи инфлацијата главна цел на својата политика и ја зголеми вредноста на краткорочните каматни стапки да се бори со вкоренетите инфлациски очекувања. За да постигне кредибилитет, ФРС требаше да се бори со инфлацијата по значителна цена во однос на вработеноста (особено од 1979 до 1982), но исто така да реагира дури и на страв од блага инфлација кој во овој период е манифестиран со зголемувањето на долгорочните стапки на обврзниците (знак на идните инфлациски очекувања). Во 1984 година, ФРС реагираше на таква инфлациска епизода без загуба во вработеноста. Иако ФРС јасно ја зголеми важноста на инфлацијата, клучни елементи на инфлациското таргетирање како рамка недостасуваа. Овие беа првенствено зголемената транспарентност на инфлациските цели, процедурите и целите на монетарната политика и зголемената јавна одговорност на централната банка за постигнувањето на инфлациските цели.

Таргетирање на инфлацијата во ерата на Гринспен

Кога Гринспен стана претседател на ФРС во 1987 година тој ја продолжи политиката на таргетирање на позајмени резерви, но пазарите дотогаш имаа доверба во неговиот лидерски стил, но и поради новата меѓународна соработка. Конечно, Гринспен во понатамошниот период се префрли на таргетирање над ФФР, без обврска да го брани некое ниво на позајмени резерви (Нилсен, 1997, стр. 13). Како и Волкер во 1983/84 година, под раководството на Гринспен, ФРС го задржа нивото на инфлацијата без да создадат невработеност (Гудфренд, 2004, стр. 320). Како илустрација на монетарната политика на САД во целокупниот период на Гринспен, Гудфренд (2004) опишува пет аспекти на имплицитно инфлациско таргетирање. Дел од следниве проценки се на Гудфренд.

Првиот доказ за новата стратегија беше дека самиот Гринспен ја идентификува доволно ниската инфлација како цел, дефинирајќи ја ценованата стабилност за монетарната политика на САД. Според оваа дефиниција, целта би била нула-инфлација. За Гринспен ценовна стабилност е ситуација во која: „Очекуваната стапка на промена

на генералното ниво на цените престанува да биде фактор во донесувањето на индивидуалните и бизнис одлуките“ (Гринспен 1990). Лекциите од претходните стратегии, успехот на волкеровата дезинфлација и околностите под кои монетарната политика потфрли како номинално сидро можеби придонесоа Гринспен да ја насочи политиката на ФРС кон ценовната стабилност. Рамката на инфлациското таргетирање изгледа доволно флексибилна за да одговара на генералната стратегија позната како „само направи го“ и тешко дека би била поинаква во краток рок.

Вториот доказ, даден од Гудфренд (2004), дека монетарната политика на САД беше имплицитно инфлациско таргетирање е начинот на кој Гринспен реагираше на стравот од инфлација, берзанската криза во 1987 година, и на начинот да се добие ценовната стабилност по 1992 година. Во првиот случај, ФРС не реагираше премногу агресивно на појавата на инфлација, што би било доста скапо во смисла на изгубено ниво на вработеност и национален производ. Според долгорочните обврзници како индикатори за инфлациските очекувања, ФРС не се справи успешно со инфлацијата која почна во 1987 сè до 1992 година. Во 1994 година, ФРС почна да спроведува политика позната како превентивна каматна политика за да влијае врз инфлациските очекувања и на тој начин да постигне ценовна стабилност.

Четвртиот и петтиот доказ дека гринспеновиот ФРС водеше имплицитно инфлациско таргетирање е фактот дека основната инфлација, мерена преку личната потрошувачка (PCE) од средината на 1990-те беше чувана помеѓу 1% и 2% (Графикон 18). Намерно таргетирање на стапката на инфлација под 2% и над 1% (најмногу да не се ризикува дефлација) се совпаѓа со теоријата на инфлациското таргетирање и се разликува од политиката на номинални каматни стапки на нулто ниво (zero-bound) која беше промовирана како цел во 1989 година. Конечно, ФРС водеше агресивна анти-циклична каматна политика против рецесијата во 2001 година знаејќи дека инфлацијата и инфлациските очекувања остануваат усидрени на или блиску до долгорочниот таргетен опсег. ФРС во оваа смисла ги направи флексибилните каматни стапки цел за да го заложи кредибилитетот од ниската инфлација така што тој може да го стабилизира јазот во националниот продукт за време на бизнис циклусот (Гудфренд, 2004, стр. 321-323).

Пол и Рашче (2003) ги истражуваат некои од подобрувањата во транспарентноста на монетарната политика на САД од 1989 година и целта да се влијае не само врз ФФР, но и врз јавните очекувања за инфлацијата. Од 1989 година, ФОМК усвои многу практики кои ја подобруваат транспарентноста на нивните монетарни активности.

Промените го обелоденија правецот на каматната политика од страна на ФОМК и исто така процесот на донесување одлуки во текот на 1990-те. Целта на промените беше да ја зголеми транспарентноста на својата политика, да ја подобри одговорноста и да обезбеди подобра информација за учесниците во пазарот за идниот правец на политиката (Пол и Рашче, 2003, стр. 1).

Кон (2003) дава противаргумент на гледиштето дека ФРС под раководството на Гринспен делуваше со имплицитно инфлациско таргетирање и тврди дека инфлациското таргетирање генерално и како рамка не е потребно или пожелно за САД. Кон (2003, стр. 2) тврди дека концептите на инфлациското таргетирање и имплицитно таргетирање не го опишуваат она што ФРС го правеше во ерата на Волкер или Гринспен.

Докази дека стратегијата „само направи го“ е различна од инфлациското таргетирање

Што беше американската монетарна стратегија во остварувањето на стабилноста на цените, ако не имплицитно таргетирање на инфлацијата? Аргументите за алтернативна стратегија водат до заклучок дека таргетниот режим на САД користел повеќе дискреција и повеќе флексибилност отколку што тоа го дозволува дефиницијата на инфлациско таргетирање. Во една смисла, стратегијата „само направи го“ може да биде дискрециона политика која можеби има елементи на инфлациско таргетирање, но останува покусо од инфлациско таргетирање.

Според Кон (2003) и Хетзел (2009), акциите или стратегијата на монетарната политика во пракса од 1982 до крајот на 2008 година може да се опише како антиципирање на нова нерамнотежа и активно потпирање спротив шоковите врз финансискиот сектор и реалната економија. Хетзел (2009, стр. 206) ја карактеризира процедурата на ФРС како потпирање против ветерот „lean against the wind“ со кредибилитет. Таквата монетарна политика имаше полза од приспособување кон променливите услови и недостатокот на стриктен инфлациски таргет додека во исто време имаше полза од своето влијание врз инфлациските очекувања. Фокусот на долгорочната ценовна стабилност беше усидрена во улогата на ФРС и очекувањата негувани од независноста на централната банка, институционалната долготрајност со колективизирано донесување на одлуки како јадро наместо рамка базирана на правила како што е инфлациското таргетирање. ФРС, според Кон (2003), дејствуваше против потенцијалнното зголемување на инфлацијата, но исто така се обврза да постигне

ценовна стабилност во одредена временска рамка; приоритетот изгледа како да беше на реализацијата на „максимален одржлив раст“ се додека инфлацијата не беше во пораст од некое умерено ниво (Кон, 2003, стр. 3).

Исто така, можеме да аргументираме дека САД не ја следеле стратегијата на инфлациско таргетирање користејќи ја етаблираната дефиниција на инфлациско таргетирање. Во случајот на САД постои недостаток на експлицитен таргет, приоритетот на ценовна стабилност е контаминиран поради фокусот на максимална вработеност, а концептот на флексибилно инфлациско таргетирање не е често насекаде во индустриските земји во истото тоа време. Во пракса, земјите што применија инфлациско таргетирање како стратегија користена од централните банки оперира со точно одреден договор со владата или со експлицитна препорака во статутите и се очекува дека таргетиран е само инфлацискиот таргет со малку исклучоци и рестрикции. Извештаите од централните банки се нарекуваат инфлациски извештаи (Бернанке и Мишкин, 1997, стр 3-6).

Со оспорувањето на инфлациското таргетирање како стратегија, можеме да кажеме дека монетарната политика на САД исто така не е во согласност со концептот на имплицитно инфлациско таргетирање. Тој став може да биде поткрепен со фактот дека инфлациајата во САД по 1982 година често беше над нивото што може да се опише како ценовна стабилност и дека во 1990-тите резултатите во врска со инфлацијата беа постигнати поради фактори што не се поврзани со активности на монетарната политика од страна на ФРС. Изворите на дезинфлација во 1990-тите можат да бидат зголемената продуктивност, јачината на американскиот долар, глобалните цени на стоките, финансиската криза во Азија и Русија во доцните 1990-те и повремени рецесиски притисоци (Кон, 2003, стр. 4).

Докази за стратегијата „само направи го“ исто така може да се најде во анализите на вредноста на имплицитниот инфлациски таргет. Ли (2005) ни дава еден таков модел, додавајќи појаснувачка димензија на дискусијата за тоа што е тоа што е фактички таргетирано од страна на ФРС од раните 1980-ти до 2008 година. Најинформативна варијабла е имплицитниот инфлациски таргет. Рамката за инфлациско таргетирање бара поставување на инфлацискиот таргет кој е избран за оптимална монетарна политика. Ова подразбира ниска и стабилна инфлација и е попостојана стапка од околу 2%. Причината за постојано оптимално ниво за инфлациската стапка е правилото на Ховит. Оптималната инфлациска стапка избегнува трошоци (во однос на вработеноста) поврзани со намалувањето на инфлацијата под оптимално ниво (Торнтон 1996, стр. 1).

Ли (2005) покажува дека американскиот инфлациски таргет флуктуира (Графикон 19, Ли, 2005, стр. 13). Природната каматна стапка и таргетираното ниво на инфлацијата не се константни. Во Ли (2005) наоѓаме четири заклучоци поврзани со имплицитниот инфлациски таргет и фактичните инфлациски стапки:

> „(1) Тестовите за стабилност покажуваат значајни варијации во имплицитната цел на ФРС во текот на 1979-2004 период, (2) во почетокот на 1980 година, проценката на инфлацискиот таргет е во близина на 3%, што покажува дека ФРС под Волкер побара значително да ја намали инфлацијата од двоцифреното ниво; (3) кон крајот на 1980-ти и почетокот на 1990-ти, таргетот е блиску до вистинската инфлација од 3-4% и се намалува на 1-2% само по рецесијата во 1990-1991 година ја намалува инфлацијата, откритие што го покажува квалитативниот историски доказ за „опортунистички пристап кон дезинфлација“ на ФРС, (4) На крајот, во текот на 2001-2004 година, таргетот се издига до 2-3%, што е развој што може да се толкува како одговород страна на ФОМК на ризиците од постигнување на нулто ниво (zero-bound) на номиналните каматни стапки“ (Ли, 2005, стр. 4).

Од посебен интерес за монетарната стратегија е описот на „опортунистичкиот“ пристап кон дезинфлација во кој ФРС не презема намерни активности, туку чека на надворешните околности, како што се поволни шокови во агрегатната понуда и непредвидени рецесии да го постигне саканото намалување на инфлацијата (Ли, 2005, стр. 13). Поинволвирана анализа на „опортунистичкиот“ пристап може да се најде во Орфанидес и Вилкокс (2002) и во Аксој, Орфанидес, Смол, Виланд и Вилкокс (2005). Можеме да го користиме воведот на вториот извор како добра дефиниција на опортунистичката медотологија:

> „Според конвенционално правило, централната банка ја прилагодува својата каматна стапка линеарно според јазот помеѓу инфлацијата и нејзиниот таргет, и на јазот помеѓу производството и нејзиниот потенцијал. Под „опортунистичкиот пристап кон дезинфлација“ централна банка ја контролира инфлацијата агресивно кога инфлацијата е далеку од својата цел, но се концентрира повеќе на стабилизација на

националниот производ кога инфлацијата е блиску до својата цел, дозволувајќи им на шоковите во понудата и непредвидените флуктуации во агрегатната побарувачка да ја движи инфлацијата во одреден опсег“ (Аксој, Орфанидес, Смол, Виланд, и Вилокс, 2005, стр. 1).

Имплементација на политиката според имплицитното инфлациско таргетирање

Според Свенсон (1998, стр. 13), правилото за таргетирање според инфлациското таргетирање (тоа би требало да не се разликува под имплицитно таргетирање на инфлацијата), исто така, може да се изрази како правило на посредно таргетирање, или „таргетирање на инфлациската прогноза“,во која условената инфлациска прогноза е посредна таргетна варијабла. Директното таргетирање на инфлацијата бара прогноза од страна на централната банка на најверојатниот тренд на цените. Прогнозирањето вклучува различни индикатори кои имаат покажано предвидувачка моќ за инфлацијата во минатото (Бернанке и Мишкин, 1997, стр. 5). Нормалните инфлациски индикатори користени од страна на ФРС во 1990-тите и 2000-тите биле генерално групирани како цените на стоките (како што се специфичните цени на нафтата и скапоцените метали), финансиски показатели (како што се девизниот курс, монетарните агрегати, или премиумот поврзан со долгорочните каматни стапки) и индикатори на статусот на реалната економија (како што е искористеноста на капацитетите и стапките на невработеност) (Секети, Чуи Стендел, 2000, стр. 1).

Инфлациската прогроза е потпомогната од она што може да се нарече „условно прогнозирање“ каде што условите се однесуваат на целокупните монетарни услови. Овие услови користат комбинации на девизниот курс и краткорочната каматна стапка и влкучуваат елементи како што се парите и кредитните агрегати, стоковните цени, искористеноста на капацитетите и надоместоците (Бернанке и Мишкин, 1997, стр. 6, и Свенсон, 1998, стр. 13). Оперативаната процедура со инфлациското таргетирање почнува со прогноза и завршува со операции во отворениот пазар исто како и со другите режими на таргетирање. Во овој случај, банкарските резерви се контролираат за постигнување на посакуваното ниво на ФФР потребно да се постигне целта релативно на инфлациската прогноза.

Употребата на таргетирање на инфлациската прогноза и со тоа подиректно таргетирање на ФФР се случи во целост под раководството на Алан Гринспен. Нилсен (1997) ја датира оперативната процедура под Гринспен во октомври 1989 година. Според евиденцијата на ФРС, до 1989 година ФРС почнува често да го менува таргетот на позајмени резерви. Промената на таргетот тогаш изложи значаен сезонски елемент со годишна фреквентност. Ова, Нилсен (1997) наведува, не се совпаѓа со одржување на некое посакувано ниво на позајмени резерви како што беше случај порано во почетокот на мандатот на Гринспен. Заклучоците на Нилсен јасно укажуваат промена кон ФФР како оперативен таргет:

> „... Сметам дека има голема количина на сезонски тенденции во таргетите за позајмените резерви со годишна фрекфенција, што соодветствува на земјоделски циклус, расте напролет и се спушта наесен. Ова води кон сомневање дека ФРС повеќе не го „брани“ таргетот за позајмени резерви, но ја следи побарувачката за резерви вклучена во сезонскиот циклус. Ова е делумна основа за заклучувањето дека ФРС фактички, ако не официјално, го напушти таргетот за позајмените резерви и сега користи директни федерални фондови за да постигне неинфлациски раст. Заклучокот е поткрепен од страна на поблиската пристрасност на ФФР со таргетот и поголеми истодневни промени според промената на таргетот (слични по големина како и претходниот таргетирачки режим според ФФР). Тоа што ФРС пак користи директтно ФФР таргетирање е најверојатно причината што ФФР е пак одличен индикатор на политиката на ФРС, како што е наведено во Бернанке и Михов (1995)“ (Нилсен, 1997, стр. 21).

Оперативната постапка како што ја поставивме порано не се промени официјално, но имаше значајна промена на новиот таргет. Бернанке и Михов (1995) опишуваат многу блиска корелација помеѓу акциите на ФРС и ФФР таргетот. Нивниот аргумент е дека ФФР е многу добар претскажувач на насоката на монетарната политика на ФРС. Под водството на Гринспен, ФРС почна да се фокусира на инфлацијата како најважна цел на монетарната политика и, соодветно, почна да го менува оперативниот таргет на резервите (сè уште номинално таргет за позајмените резерви). Таргетот за позајмените резерви беше сè помалку релевантен како средство за контролирање на ФФР како посреден таргет поради влошувањето на односите помеѓу таргетот за

резервите и ФФР. Задолжувачката практика на самите банки зависеше од фактори надвор од интервенцијата на централната банка во отворениот монетарен пазар. Како што стратегијата се менуваше кон одржување ценовна стабилност се чинеше дека монетарната политика има потреба од зголемена дискреција и попревентивна акција. Промените кон инфлациско таргетирање, меѓутоа, ќе еволуираат многу споро и имплицитната природа на рамката ќе стане автентична на американското искуство. Вистинската природа на водењето на монетарната политика беше скриена поради тешкотијата во проценувањето на причините за успехот на американската монетарна политика. Дали причината за ниска инфлација беше монетарната политика или нешто друго, и ако беше монетарната политика дали постоеа монетарни правила со кои се раководеше ФРС или политиката беше потполно со помош на очекувањата формирани во традицијата на шок и реакција како метод?

Во овој поглед, вреди да се споменат емпириските податоци поврзани со методите на инфлациското таргетирање првенствено од страна на економистите во потрага по едноставно правило кое би ги објаснило акциите на ФРС. Клучна анализа е таа на Тејлор (1998) кој ја направи емпириската анализа на американската монетарна политика норма во испитувањето на практиката на монетарната политика на САД базирана на правила. Ставајќи ја настрана неговата позната формула изложена во 1993 година и придонесот за монетарната теорија базирана на употреба на модели, тој исто така напиша историска анализа на монетарните правила што ја водеа американската монетарна политика. Во неговиот заклучок, Тејлор (1998, стр. 39/40) бележи дека монетарното правило за каматните стапки што во неговата теорија реагира на инфлацијата и реалниот национален продукт се промени драматично со текот на времето како и во САД. Правилото имало влијание врз економските резултати поврзани со правилото на специфичен начин, придонесе кон позитивни резултати кога беше користено поагресивно (како во 1980-тите и 1990-тите) и доведе до продолжена инфлација, како што монетарната теорија би предвидела.

Некои заклучоци поврзани со таргетирање на инфлацијата во САД

Стратегијата на инфлациско таргетирање во САД се разликува од имплицитното таргетирање на инфлацијата. Причината за оваа теза не е секогаш разликата во методот на инфлациско таргетирање, но првенствено промена на имплицитната цел. Иако целта е иста, ниска и стабилна инфлација, начинот на постигнување на целта е многу различно.

Користа од методологијата на САД е поголемата флексибилност во решавањето на отстапувањата во националниот продукт. Ако се фокусираме на варијабилноста на инфлациските таргети во рамките на „опортунистичкиот“ пристап кон таргетирањето и својствените двојности на монетарната цел, американската монетарна политика, далеку од тоа дека е флексибилно таргетирање на инфлацијата, па дури и имплицитно таргетирање на инфлацијата, може да се гледа како активна ориентирана политика за заштита против потенцијалот за негативни резултати на пазарите и економските активности или поставена да реагира на перцепираните закани за растот и вработеноста. Експлицитно таргетирање (базирано на правила), најверојатно, не би дозволувало такви неформални отстапувања од инфлацискиот таргет.

Како рамка, таргетирање на инфлацијата во било каква форма значи дека, дури и во краткорочните одлуки, понекогаш ќе треба да се направи разлика помеѓу инфлациската стабилност и економската или финансиската стабилност и дека стабилноста на цените треба да надвладее како што ги приближува другите цели кон позитивен исход на подолг рок. Во најмала рака, централната банка мора да ги објасни отстапувањата од инфлацискиот таргет затоа што таргетната рамка предвидува многу повеќе внимание на транспарентноста кога политиката отстапува од нормата.

Во праксата на американската монетарна политика повисоки стапки на инфлација од таргетираните или прогнозираните често беа толерирани во корист на економска стабилност. Во исто време, без разлика дали таргетирање на инфлацијата се практикуваше или не, во случајот на САД е понекогаш тешко да се распознае делумно поради тоа што успехот на политиката во кои инфлациските резултати во голема мера беа постигнати е во согласност параметрите на рамката на инфлациското таргетирање. Причината за именувањето на методологијата на монетарната политика со познатото име на стратегијата „само направи го“ тежнее кон ставот дека инфлациското таргетирање на САД беше или екстремно флексибилно или, според спротивните аргументи, непостоечко.

ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА САД

Лекциите за оптимално водење на монетарната политика од искуството на САД се многубројни. Главните наоди можат да бидат групирани во 10-15 одредени точки кои

ги поддржуваат тезите содржани во овој и другите делови на дисертацијата. Резимето ќе обезбеди многу покондензиран и фокусиран контекст за лекциите. Ова резиме е организирано за подобро да ги нагласи трите општи активности на ФРС на САД, во текот на четирите децении кои се предмет на дисертацијата: поставување на стратегија врз основа на перцепциите за целите на монетарната политика, поставување на стратегии за имплементација врз основа на своето разбирање на трансмисиониот механизам на монетарната политика, и постапувајќи по случувањата и кризата во реалната економија. Политиката на ФРС на САД во однос на сите три активности се промени со текот на времето.

Крајот на Бретон Вудс-аранжманот донесе нови предизвици во водењето на монетарната политика и реакцијата на федералните резерви беше слична на онаа на многу други развиени земји. Потрагата по номинално сидро и независна политика ја доведе американската централна банка во период на монетаризмот во кој состојбата на парите изразен како монетарен агрегат ќе ја насочува нејзината стратегија. Монетарната стратегија беше привлечна поради тоа што имаше теоретска поддршка (квантитативната теоријата беше добро етаблирана во периодот од 1970-тите години), имаше поволна историја (мерката на парите покажа најголема стабилност во однос со доходот во САД од Втората светска војна) и поради тоа што беше добро разбрана од страна на јавноста. Особено агрегатот М1, како што видовме во анализата, беше подобен како номинално сидро за монетарната политика затоа што беше транспарентен, имаше стабилен однос со инфлацијата и помогна луѓето да формираат точно очекување за инфлацијата.

Проблемот во САД во текот на 1970-тите години не беше погрешниот избор на номинално сидро колку што беше недостатокот на волја за борба против инфлацијата со какви било средства. Политиката на САД не беше доволно рестриктивна за да биде ефективна против инфлацијата. Наместо тоа, американската политика го поддржа трендот на инфлацијата и подлабоко ги вкорени инфлациските очекувања. Пол Волкер како нов претседател на Федералниот резервен систем спроведе пресврт кој подоцна беше познат како волкеровата дезинфлација. Неговата задача беше да се надмине галопирачката инфлација од доцните 1970-ти години. Проблемот со инфлацијата во 1970-тите години беше дополнително поткрепен со два нафтени шокови, од кој вториот се случи во 1979 година. Цената на нафтата, сепак, не може да биде одговорна за постојано и високо ниво на инфлација која постоела пред првиот нафтениот шок. Импликацијата е дека американската монетарна политика придонесе за инфлацијата и економските турбуленции во 1979 и 1980 година, кога сите економски индикатори имаа

големи флуктуации. Инфлацијата остана сериозен проблем, кој беше решен само со подолгорочна рестриктивна монетарна политика која траеше до август 1982 година. До тогаш американската економија претрпе висока стапка на невработеност (рекордни 10,8%) и намалување на економскиот раст (БДП падна за 3,3%).

Во текот на 1980-тите години, американската централна банка го започна процесот на оддалечување од монетарното таргетирање и се фокусира сè повеќе на инфлацијата и управувањето со кризи во 1990-тите години. Инфлациското таргетирање во САД не го следеше трендот на некои од другите индустријализирани земји што ја усвоија рамката развиена во пракса од страна на Нов Зеланд во 1990 година и кој подоцна беше усвоен од страна на Канада, Велика Британија, Шведска, Финска, Шпанија и други земји. Наместо тоа, тој се потпираше на флексибилно таргетирање на инфлацијата опишана во литературата како стратегијата „само направи го“. Дебатата околу рамката на инфлациско таргетирање остана сè до 2000-тите години. Неодамнешното усвојување на познатата рамка на инфлациско таргетирање во САД е најверојатно резултат на влијанието на претседавачот на ФРС на САД, Бен Бернанке кој ја промовираше стратегијата како професор во 1990-тите.

Спроведувањето на монетарната стратегија беше подеднакво интригантен процес во САД. Биндсеил (2004) го опишува подемот и падот на концептот на доктрината на позиција на резервите (RPD). Спроведувањето на концептот започна во 1920-тите години. Според истиот централната банка треба, преку отворен пазар, да управува со некој концепт на резерва, која ќе влијае преку мултипликаторот на парите на монетарните агрегати и крајните цели. Ова е клучот за разбирање на практиката на монетарно таргетирање под истоимената стратегија. Еден и единствен пример на спроведување употребувајќи го RPD е во 1979-1980 година со употреба на непозајмени резерви како оперативна цел. RPD беше тешка за имплементација во пракса, затоа што централната банка не може да избегне да ги контрола на краткорочните каматни стапки како појдовна точка на трансмисиониот механизам (Биндсеил, 2004, стр. 28). Во 1990-тите RPD беше околу 80 години стар концепт кој по првпат од своето појавување доживеа пад. Дури и употребата на позајмените резерви како оперативен таргет (не баш потполна имплементација на механизмот на RPD) во 1980 година служи само како премин кон стратегија на имплементација со помош на каматните стапки (види во Мулендајк, 1998). Крајот на RPD дојде во 1994 година, со првото објавување на таргетот за ФФР. Одржувањето на ФФР го замени концептот на „притисок врз резервите“ во соопштенијата на ФРС од 1998 година. Во двата случаи, ФРС влијае врз условите на

пазарот за резерви. ФФР станува главен оперативен таргет. Последниот елемент на промената кон доктрина базирана на каматните стапки во водењето на монетарната политика се случи во 2003 година кога есконтната стапка беше поставена да се постигне коридор од 100 базични поени над таргетираниот ФФР. Стратегијата и дебатите во врска со имплементацијата не доведува до заклучок дека стратегиите се менувале поради акомодација на повеќе крајни цели на американската монетарна политика со тоа што инфлацијата доминира во 2000-тите години. Имплементацијата на тие стратегии исто така ја водеа ФРС низ период на лабави ФФР таргети, таргети базирани на резервите (непозајмени и позајмени резерви) и имплементациска стратегија потребна за таргетирање на ФФР.

Третата функција на американската монетарна политика беше ФРС управувањето со кризи. Во оваа смисла, САД имале значајна предност со донесувањето на стратегијата „само направи го“. Со почеток во 1987 година, ФРС стана добар менаџер во кризи секогаш кога постои финансиски шок во економијата. Пропастот на берзата во таа година беше можност за централната банка да го преплави пазарот со ликвидност во еден критичен момент. Периодот непосредно пред пропастот беше инфлациски во кој монетарна политика имаше тенденција да се спротивстави на инфлацискиот притисок со рестриктивна политика. По пропастот, ФРС го направи спротивното и дејствуваше брзо во спротивна насока во краток временски период и додека кризата беше во своите рани денови. Од март 1988 година ФРС почна да ја заострува својата политика за борба против умерено зголемување на инфлацијата. Да го направите ова, ФРС двојно ја зголемува ФФР во споредба со стапката на инфлација од првата половина на 1989 година. Внесување на ликвидност поради финансиската криза беше промена во стратегијата и во оперативната процедура само додека криза стивна. Ликвидноста беше отстранета и на ФРС реагираше силно против инфлацијата, во остар контраст со слабите напори во 1970-тите.

Слична ситуација се случи во доцните 1990-ти, во 2001 и во 2008 година, кога ФРС се соочува со голем пазарен предизвик кој беше рангиран повисоко од средните и долгорочните цели. За време на 1990-те, како што забележавме, видовме дека ФРС реагира на настаните како што се меѓународната валутна криза (особено во Азија и Русија), а до крајот на 2008 година се спротивстави и на сериозната финансиска криза со рекордни ниски каматни стапки и со зголемување на ликвидност во финансискиот систем. Ова беше можно поради фактори надвор од контролата на ФРС, но, исто така, поради кредибилитет на ФРС во борбата против инфлацијата.

Постигнувањето на макроекономската стабилност (претставено со ценовната стабилност) како алатка да постигне различни цели во текот на последните неколку децении е еден од најважните придобивки во американската монетарна политика. Последната рецесија, по финансиската криза во 2008 година доведе ФРС систем да ја поддржи економијата во своето својство на кредитор за крајна заштита. Политиката е да се внесе ликвидност во финансискиот систем и да се замени дел од суверениот долг на САД. Каматната политика е исклучително прилагодлива за да се овозможи економско заздравување барем делумно преку зголемена потрошувачка. Следната фаза замислена со политиката е економското закрепнување кое ќе доведе до инфлациски притисоци, кои ќе треба да се спречат со отстранување на ликвидноста од финансискиот сектор и зголемувањето на каматните стапки. Зголемувањето на каматните стапки би можело да има значително влијание врз способноста на САД да ги сервисира своите долгови и би можело дополнително да го успори економскиот раст, намалувајќи ги очекуваните инфлациски притисоци.

Што е моменталната американска монетарна политика, стратегија и имплементациска методологија? Од почетокот на 2012 година, ФРС на САД користи експлицитно таргетирање на инфлацијата како главна стратегија. Стратегија за имплементацијата е да се задржат условите и позицијата на банкарските резерви како поволни за исполнување на таргетот за краткорочните каматни стапки. ФРС, исто така, игра суштинска улога во одржувањето на финансиската стабилност, обезбедување на ликвидност (монетарно олеснување) и монетизирање на суверениот долг на САД сè до моментот кога поздраво економско закрепнвање ги побара досега познатите монетарни исправки.

ЛЕКЦИИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА САД

Главните лекции од практиката на монетарната политика на САД за време на траењето на четирите децении од крајот на Бретон Вудс-аранжманот може да се сумираат како што следува:

Институционална рамка

1. Од страна на дизајнот, ФРС има три експлицитни цели на монетарната политика: максимална вработеност, стабилни цени и умерени долгорочни каматни стапки. Во извршување на овие цели, американската централна банка мораше да се направи стратешки промени и да се фокусира на една од целите при обидот да се постигнат и другите две цели. Поради овај чин на балансирање, САД има нерамномерен успех во барем една цел и во најмалку еден временски период. Ова можеби ја отсликува спротивставувачката природа на целите на ФРС.

2. ФРС е независен во рамките на американскиот економски регулаторен систем кој ги вклучува централната банка, Конгресот, Министерството за финансии и претседателот на САД. Надворешното влијание е ограничено само на именувањето на претседателот на Одборот на гувернери од страна на претседателот на САД и на барањата за известување кон конгресот на САД. ФРС, сепак, има значителна целна и оперативна независност.

Монетарно таргетирање

3. Стратегијата на монетарното таргетирање и имплементација во средината и кон крајот на 1970-тите години беа во голема мера неефикасни во соборување на високото ниво на инфлација. Најмногу цитирана причина за негативните резултати цо инфлацијата е дека ФФР беа поставени премногу ниско за политиката да биде ефективна. И покрај формализираната стратегија и методологијата утврдена за да се намали стапката на инфлација преку намалување на растот на парите, ФРС не ги гледала целите за раст на парите како висок приоритет. За политиката да успее централната банка мора да има не само добра политика, туку и обврска да ја постигне крајната цел на ценовна стабилност.

4. Оперативната процедура на непозајмени резерви во 1979 година доведе до зголемување на монетарната контрола, но, исто така, до високо варијабилни резултати според сите економски показатели. Иако е тешко да се одвои

монетарната политика како причина за нестабилноста, широкиот спектар на ФФР и дискрецијата за квантитативно прилагодување дадена на ОМД во резервната банка Њујорк придонесе за зголемување на ФФР стапка и променливиот раст на американските монетарни агрегати.

5. Постои размена помеѓу постигнување на стабилна инфлација и постигнување на целите на максимална вработеност. Волкеровата дезинфлација доведе до спротивен тренд во инфлацијата и постигна стабилност на цените по период на вкоренета инфлација. Резултатот, меѓутоа, беше постигнат по цена на сериозна рецесија и значително губење на вработеност. Волкеровото решение за проблемот со инфлацијата беше пролонгиран период на многу рестриктивна монетарна политика со значителна цена по другите цели на монетарната политика.

6. Волкеровата дезинфлација служи не само како лек за долгорочната вградена инфлација, но, исто така, како пресвртна точка во стратегијата на американската монетарна политика. Ниска инфлација стана фокус на ФРС на САД по 1982 година и остана како главна цел за американската монетарна политика во остатокот од периодот кој се разгледува.

7. По 1982 година, монетарните агрегати ја загубија својата долгорочна стабилна врска со економската активност, вклучувајќи го и нивото на трошење во економијата. ФРС се врати чекор наназад на индиректно таргетирање на ФФР преку оперативната процедура за контрола на позајмените резерви. Кога монетарните агрегати престанаа да бидат во центар на оперативната процедура, затоа што тие не ги задоволија условите на трансмисиониот механизам, ФРС се сврте кон односот помеѓу таргетираниот дисконтен прозорец, ФФР и краткорочните каматни стапки. Таргетот повторно беа краткорочните каматни стапки.

8. Од силен посреден таргет во 1980-тите монетарните таргети постанаа информативни варијабли без значајно практично значење во спроведувањето на американската монетарна политика. ФРС ги задржа монетарните агрегати како информативни варијабли до раните 1990-ти најмногу поради

комуникацискатa вредност на процедурата за монетарното таргетирање, каде што таргетите се најавени и каде тие се добро разбрани од страна на јавноста и се логично поврзани со вкупната потрошувачка. Второ, М1 а потоа и М2 беа до 1990-те разумни детерминанти на номиналната економска активност.

Таргетирање на инфлацијата

9. Американската монетарна политика под водство на Гринспен стекна некои, но не и сите карактеристики на инфлациско таргетирање. До почетокот на 1990-тите години некои западни индустријализирани земји усвоија експлицидно инфлациско таргетирање како прворазвиена рамка од страна на централната банка на Нов Зеланд во 1990 година. Американското искуство со инфлациско таргетирање, сепак, не беше класичен случај на инфлациско таргетирање според истата рамка. Наместо тоа, американската монетарна политика се потпираше на дискрециони промени во краткорочните каматни стапки. Овој дискрециски приод е познат како стратегија „само направи го“.

10. Инфлациското таргетирање во случајот на САД имаше за цел одржување кредибилитет во борбата против инфлацијата. Верувањето дека централната банка ќе интервенира енергично да ја брани својата инфлациска позиција е камен-темелникот на пристапот во американската монетарна политика во 1990-тите и раните 2000-ти. Најдобар доказ за тезата со кредибилитетот е реакцијата на американската монетарна политика на серија на инфлациски предизвици во 1980-тите и превентивните акции за време на азиската и руската финансиска криза во 1990-тите години.

11. Пристапот кон инфлациското таргетирање на САД се разликува од стратегијата на имплицитно инфлациско таргетирање. Причината за оваа теза не е само разликата со рамката на инфлациското таргетирање, но, исто така, и пред сè, доказ за менувањето на имплицитниот таргет. Инфлациското таргетирање би имало постабилен инфлациски таргет. Инфлацискиот таргет според експлицитнио и имплицитно таргетирање на инфлацијата би бил внимателно избран за да ги задоволи специфичните критериуми за оптимална политика. Иако целта е иста, ниска и стабилна инфлација, методот на САД за

постигнување на целта е многу различен. Користа од методологијата на САД е поголема флексибилност во однесување со националниот производ.

12. Алтернатива интерпретација на монетарната стратегија САД од крајот на 1980-те до почетокот на 2000-тите е „опортунистичкиот“ пристап кон дезинфлација во која ФРС не презема мерки, туку чека за надворешните околности, како што се поволни шокови во снабдувањето и непредвидени рецесии за реализација на посакуваното намалување на инфлацијата. Овој пристап ја објаснува повремената тенденција на американската монетарна политика да се концентрира повеќе на стабилизација на производството кога инфлацијата е блиску до целта.

13. Поради фокусот на променлив инфлациски таргет, опортунистичкиот пристап кон таргетирањето и двојноста на своите институциски монетарни цели, американската монетарна политика, далеку од тоа да користи флексибилно инфлациско таргетирање, па дури и имплицитно инфлациско таргетирање, може да се гледа како политика насочена кон заштита против потенцијалот за негативни резултати на пазарите и економската активност или како политика која реагира на предвидените закани по економскиот раст или вработеноста кога нивото на инфлација не го загрозува кредибилитетот стекнат со контрола над инфлацијата.

Монетарната политика и економска криза

14. Постојат докази дека американската монетарна политика би можела да биде фактор што придонесе за околностите кои доведоа до финансиската криза во 2008 година и рецесијата што следеше. По почетокот на рецесијата во 2001 година политиката на САД во голема мерка беше акомодативна и продолжи да биде попреокупирана со можноста на дефлација отколку со финансискиот пазар. Кога доказите сугерираа прегревање на пазарот за домување (економски, а не финансиски индикатор) порестриктивната монетарна политика можеби придонесе за повисоките каматни трошоци и по тоа за брзината на падот на вредноста во тој пазар.

15. Монетарната политика на САД одигра клучна улога во избавувањето на финансискиот систем, кој претставуваше системски ризик во 2008 година. ФРС ја поткрепи американската економија со внесување на ликвидност во финансискиот систем и со монетизирање на работењето на владата на САД во критичен момент во финансиската криза. Оваа поддршка се очекува да исчезне на првиот знак на поцврсто економско заздравување. За да ја стабилизира економијата и да се спротивстави на инфлацијата ФРС ќе дозволи пораст на краткорочните каматни стапки и, најверојатно, ќе повлече дел од вишокот ликвидни средства од финансискиот систем.

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО

ВОВЕД

Банката на Англија (БА) беше основана во 1694 година да служи како банкар на владата и менаџер на нејзиниот долг. Оттогаш, нејзината улога еволуирала кон институција задолжена за раководење со националната валута и кон центар на финансискиот систем на Обединетото Кралство (ОК) (веб-страницата на Банката на Англија). Како и во случајот на другите индустриски земји, искуството на ОК е уникатно, но заеднички се софистицираната рамка на монетарната политика и добро развиените парични и обврзнички пазари. Овие, пак, го овозможуваат полното функционирање на механизмот за трансмисија во монетарната политика, што е клуч за независна и дискрециона монетарна контрола базирана на каматите. Две значајни разлики од искуството на САД и Германија/Еврозоната се побавната брзина со која централната банка на ОК се здоби со оперативна независност и релативната важност на механизмот на девизниот курс во спроведувањето на монетарната политика. Од време на време се чини дека и двата фактора ги рестриктираат слободните дискрециони опции што се на располагање на федералниот резервен систем на САД и Бундесбанката или на ЕЦБ во Европа.

Велика Британија помина низ огромни промени и разновидност на стратегии помеѓу 1973 и 2008 година. Трансформацијата од обидот да се контролираат широките монетарни агрегати и да се контролираат банкарските заеми до усвојување на каматните стапки како инструмент под таргетирање на инфлацијата ја следи економијата која доживеа некои од највисоките стапки на инфлација во западниот свет (дури 25%) и остри падови во НАИРУ (NAIRU) проследено со некои од најниските стапки на инфлација (2%). Монетарната и економската политика на Велика Британија се обидува да се урамнотежат потребата за домашно ориентирана политика со релативно поголема отворената економија на ОК во споредба со САД или Германија. Во тој контекст, економијата е изложена на надворешни влијанија и девизниот курс станува многу поважен за домашната политика. На моменти, властите во Велика Британија се обидоа да ја контролираат домашната економија преку усвојување на политика основана на странските услови, како што се германските каматни стапки, под претпоставка дека се

увезува извесна стабилност, која беше постигната од страна на Бундесбанката и на моменти од Федералниот резервен систем (ФРС) на САД. Девизниот курс според тоа го користеше сидрото на монетарната политика кое беше делумно надвор од нејзина контрола.

Водењето на монетарната политика на ОК е дополнително компликувано од фактот дека институционалните аранжмани се во корист на улогата на владата. БА, и покрај својата долга историја, професионалност и експертиза, остана само клучен советник на владата на ОК во најголем дел од тој период. Тоа што беше доминантно е заедничкото дејство помеѓу Банката на Англија и Министерот за финансии (МФ), што доминира во институционалната димензија на одлуките во монетарната политика. Секако, имаше голема соработка и синергија и во подолг период двете институции работеа добро заедно. На моменти, сепак, поделбата меѓу одговорностите повеќе им наштети отколку што им помогна на резултатите од монетарната политика.

БА доби оперативна независност во 1997 година и почна да создава средина на кредибилитет што резултираше со поповолни приватни очекувања за стабилна инфлација. Кога ОК се споредува со другите економии, што не го усвоија инфлациското таргетирање, бенефициите од таргетирањето на инфлацијата станаа понеуочливи. Гледано наназад, знаејќи го бранувањето на претходните режими и извесната забуна и конфликтите помеѓу БА и владата, стратегијата најверојатно имаше повисока функција откако обезбедување на најдобра можна теоретска рамка за монетарната политика, исто така, помогна да се формира институционален кредибилитет потребен за поефективна монетарна политика.

За да се дојде до заклучоците што ја поддржуваат тезата дека монетарната политика е важна за макроекономската стабилност и да се изнајдат одреден број на лекции од водењето на монетарната политика на ОК, можеме да искористиме три одделни секции во состав на историскиот осврт и методолошката потточка. Тие претставуваат димензија на временски период на водењето и концептуалната рамка врзана со трите соодветни монетарни стратегии: монетарно таргетирање, таргетирање на девизниот курс и инфлациско таргетирање. Потточката за методологијата ги открива причините за изборот на стратегијата, инструментите и спроведувачката стратегија на ОК (вклучувајќи ги оперативните процедури и применливи модели), како и причините за напуштањето на одредени стратегии или заклучоци од секоја од секциите. Исто така ќе бидат споредени клучните резултати на најцитираните емпириски студии за реакциските функции на ОК за секој период.

ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БАНКАТА НА АНГЛИЈА

Искуството на ОК во монетарната политика за време на декадите почнувајќи на почеток 1970-ти е уникатно меѓу индустриските земји, посебно кога е споредено со искуството на САД и Германија. Институционалната рамка е значаен дел од разликите. Додека во САД и другите индустриски земји ја здогледаа рано вредноста на независноста на централната банка и скротувањето на инфлацијата и постигнувањето на макроекономските цели кои им беа доделени, ОК ја одобри независноста на БА дури во 1997 година. Првата лекција од ОК во врска со улогата на централните банки во постигнувањето на макроекономска стабилност е дека влијанието на централната банка може да биде еднакво важно за процесот како и формалните ингеренции дадени на истите. Во својот удел БА играше одредена улога во поширока група на политички и економски играчи што беше незаменлива и централна за процесот на монетарната политика. Поконкретно, таа беше дел од поширокаата група која ги донесуваше одлуките и која го вклучуваше министерството за финансии. Влијанието на БА беше најмногу изразено со контролата на монетарната анализа и со давање на опции на МФ. Подеднакво и наводно, беше дел од одлучувачкиот процес. Политичкото влијание, иако понекогаш големо, често зависеше до голема мерка од стручноста на гувернерот на БА и неговиот персонал. Второ, влијанието на БА вариираше зависно од монетарната рамка или стратегија што беше користена. Кога земјата се обиде да ја води монетарната политика преку монетарното таргетирање, БА беше клучен извор на информации, кога девизниот курс играше поголема улога во одредувањето на политиката на која изворот беше претежно МФ. Кога нагласокот се префрли на инфлациското таргетирање во 1990-те години, БА нудеше стручност во прогнозата потребна за стратегијата да функционира. Во 1997 година, новата влада на лабуристичката партија и даде оперативна независност на БА во смисла на оперативна независност, но владата сè уште го контролираше инфлацискиот таргет.

Институционалниот аранжман на монетарната политика на ОК, според тоа, вклучува, но не е ексклузивно направена од БА. Подобар опис на институционалната рамка на ОК е таа да се дефинира во смисла на интеракција помеѓу владата и

централната банка. Ова взаемно дејствување е сложено, затоа што владата го има правото да контролира и да донесува одлуки во поголем дел од периодот на студијата. Оваа точка ја опишува БА како примарна агенција што е задолжена за водењето на монетарната политика. Поширокатa група за донесување одлуки е опишана кога тоа е потребно во остатокот на секциите, а за да се зачува фокусот на студијата на монетарната политика Комитетот за финансиска политика е изоставен.

Банката на Англија

Банката на Англија беше основана во 1694 година, национализирана на 1 мај 1946 година, и доби оперативна независност за водење на монетарната политика во 1997 година. Сегашната рамка за водење и одговорност на БА е одредена со Законот за банката на Англија од 1998 година и модифицирана во 2009 година со новиот банкарски закон. Двете клучни цели на БА според законот се монетарната и финансиската стабилност, а двете тела според овие две цели се Советот на директори и двата клучни комитета за политика: Комитетот за монетарната политика (КМП) и Комитетот за финансиска политика (КФП). Советот на директори и гувернерот на БА ги надгледуваат операциите на комитетите и се одговорни за работата на БА.

Советот на директори и гувернерот на Банката на Англија

Советот на директори (Одборот) е одговорен за водењето на банката, освен формирање на монетарната политика. Одборните одговорности под законот за БА од 1998 година вклучува одредување на целите на банката како и стратегијата и обезбедување на ефикасно управување со банкарските функции и најефикасното користење на ресурсите. Од времето на Банкарскиот закон во 2009 година, банката има законска обврска да ја заштити и подобри стабилноста на финансискиот систем во ОК. Одборот, во консултација со МФ и на совет од Финансискиот комитетот ја одредува стратегијата на БА во однос на оваа цел. Кралството го одредува членството на одборот. Еден од членовите е дезигниран од страна на канцеларот како претседател на одборот. Одборот ги одредува секојдневните обврски на гувернерот на централната банка и преку гувернерот другите извршни членови. Кралството го назначува гувернерот на БА за

период од осум години. Од 1973 до 2008 година имаше четири гувернери: Гордон Ричардсон, 1973-1983, Робин Ли-Пембертон 1983-1993, Едвард Џорџ, 1993-2003 и Мервин Кинг од 2003 година. Канаѓанецот, Марк Карни го наследи Мервин Кинг на 1 јули 2013 година, давајќи го првиот странски гувернер во историјата на БА. Замениците-гувернери се именувани за пет години, а директорите за три години.

Комитетот за монетарна политика (КМП)

Според БА, монетарната стабилност значи стабилни цени, ниска инфлација и доверба во парите. Стабилни цени се дефинирани со владиниот таргет за инфлацијата, која БА треба да ја постигне низ одлуките на КМП. Основани од страна на лабуристичката влада во 1997 година КМП е одговорен за поставувањето на каматните стапки за БА да ја постигне оваа цел. Работејќи под рамка на инфлациско таргетирање, и според БА, КМП ги одредува каматните стапки за кои сметаат дека ќе доведат до постигнување на инфлацискиот таргет. КМП е составен од девет членови: гувернерот, два заменици-гувернери, главниот економист на банката, извршниот директор за пазарите и четири надворешни членови именувани директно од страна на МФ. Именувањето на надворешни членови е направено да се осигураат дека комитетот има придобивка од нивното размислување и стручност, додатно на тоа добиено одвнатре во БА.

Членовите служат фиксни мандати по кои тие можат да бидат именувани повторно. Секој член на КПМ има стручност во полето на економијата и монетарната политика. Членовите се независни и не претставуваат независни групи или области. Секој член на Комитетот има глас со кој придонесува за поставување каматните стапки на ниво на кое тие веруваат дека е во согласност со постигнувањето на инфлацискиот таргет. Одлуките на КМП се постигнуваат на база на едно лице еден глас. Не е базирано на консензус на мислења. Претставник на министерството за финансии, исто така, има место во состаноците на комитетот. Тој претставник може да ја дискутира проблематиката на монетарната политика, но не е дозволено претставникот да гласа. Причината е да се осигури дека КМП е потполно запознаен со движењата во фискалната политика, и други аспекти на владините економски политики, и да се осигури дека канцеларот е потполно информиран за монетарната политика (види ја веб-страницата на БА, Ангериз и Арестис, 2009 и Кобхам, 2002 меѓу други референци). Одлуките на КМП се достапни за јавноста и се предмет на критика од страна на Финансискиот комитет на

Парламентот и Монетарниот комитет на Сенатот во јавни расправи на кои КМП мора да присуствува. Ова го прави на КМП одговорен и транспарентен (Гудхарт, 2000, стр. 232).

МОНЕТАРНАТА ИСТОРИЈА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО

Прегледот на монетарната историја на ОК од 1973 до 2008 година може да се подели според три различни монетарни стратегии користени од страна на монетарните органи на ОК: Монетарно таргетирање 1972-1987 година, таргетирање на девизниот курс 1987 – 1992 година и инфлациско таргетирање 1992-2008 година. Периодите се понатаму поделени во потпериоди. За монетарното таргетирање: периодот без цврсто номинално сидро помеѓу 1972 и 1976 година, периодот во кој беа јавно објавени монетарните таргети, помеѓу 1976 и 1979 година и периодот на монетарно таргетирање под владата на Маргарет Тачер, помеѓу 1979 и 1987 година. За таргетирањето на девизниот курс: фиксирањето со германската марка помеѓу 1987 и 1988 година, периодот без номинално сидро помеѓу 1988 и 1990 година и периодот на механизмот на валутна размена познат како ЕРМ помеѓу 1990 и 1992 година. Конечно, за инфлациското таргетирање: периодот пред независноста на БА од 1992 до 1997 година и генералниот период на оперативната независност на БА и политиката водена од КМП (Табела 1). Краток преглед на монетарните политики и економските трендови во секој од периодите ќе обезбеди контекст за понатамошните анализи на стратегиите на монетарната политика на ОК и нивното спроведување.

Од политика на доходот до монетарно таргетирање од 1973 – 1979 година

Обединетото Кралство помеѓу 1972 и 1973 година беше во период на економски развој под водството на премиерот Едвард Хит и канцеларот Антони Барбер, познат како Хит-Барбер бум. Развојот се совпадна со владината експанзивна фискална и монетарна политика која беше одговор на растот на невработеноста во на почетокот на 1970-те години. Се очекуваше таканаречената „трка-за-раст“ стратегија да доведе до пораст на инвестициите, но тоа никогаш не се оствари. Резултатот беше рапидно зголемен БДП без промена во инвестицискиот сектор (Кобхам, 2002, стр. 11). Кон крајот на 1973 година,

ОК го искуси првиот глобален нафтен шок на декадата заедно со другите индустриски земји. Разликата беше што ОК е значаен производител на нафта и до 1979 година растечката цена на нафтата од Северното Море придонесе за зголемувањето на нивото на стерлингот и на драматична загуба на меѓународната конкурентност на ОК (Хотсон, 2010, стр. 19).

Лабуристичката влада, избрана во март 1974 година, исто така, ја гледаше инфлацијата на почетокот на 1970-те главно како отсликување на автономните движења на платите и цените и продолжи да ја употребува претходната владина политика позната како политиката на приходите (Нелсон, 2000, стр. 17). Соодветно, владата ја фокусираше својата политика на редуцирање на платите и цените на одредени продукти наместо да се фокусира на монетарните мерки да ја намали инфлацијата.

Во 1973 година, монетарната политика на ОК беше соочена со задача да го замени американскиот долар, дотогаш врзан со златото, како номинално сидро (Кобхам, 2012, стр. 5). Главната карактеристика на првичната реакција на загубата на американската валута како номинално сидро беше да воведе флотирачка (слободна) валута. Периодот од првиот месец на слободниот девизен курс во 1972 година, до крајот на периодот без монетарно таргетирање во 1976 година, може да се нарече како период на имплицитно монетарно таргетирање, затоа што ОК воведе одреден број на фискални и ценовни контролни мерки кои не беа монетарни, но беа замена за монетарната политика. По 1976 година, и под значаен притисок на Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) и една од многуте кризи на стерлингот, владата ја придвижи својата монетарна стратегија кон монетарното таргетирање.

Делумно, монетарната контрола во ОК беше пробана кога беше воведена шемата позната како додатна специјална депозитна шема (Корсет) во 1973 година, која беше ефективно еквивалентна на банкарски данок. Корсетот беше користен спорадично извесен број на години во 1970-те додека не беше напуштен во 1978 година. Корсетот беше користен главно како инструмент за намерно рестриктирање на мериот раст на британскиот М3 без да се промени растот на монетарната база или каматните стапки (Нелсон, 2000, стр. 17). Вториот збир на мерки требаше да влијае врз цените и доходот директно. Верувајќи дека може да се стимулира националниот производ и вработеноста со помош на експанзивна монетарна и фискална политика и истовремено да се задржи нивото на инфлација преку задолжителни контроли на доходите и цените ОК спроведуваше политика на доходот. Оваа немонетарна политика остана на сила до 1977 година кога владата не успеа да го договори потребното ниво на платите со синдикатите.

Примери на оваа политика вклучуваат задолжителната политика на доход, воведена во ноември 1972 година и доброволната политика на доход, водена од страна на лабуристичката влада од 1974 година, исто како и продолжувањето на субвенциите за храната во буџетот одобрен во март 1974 година (БА 1974а, 1974б во Нелсон, 2000, стр. 17).

Монетарниот раст во 1974 и 1975 година беше низок. Во 1974 и 1975 година два клучни економски индикатори се влошија. БДП падна наеднаш (за 1,7% во 1974 и 0,7 во 1975 година) и инфлацијата се качи на највисоко ниво во август 1974 година на 26,9% (Табела 2). Стерлингот продолжи да паѓа до крајот на 1976 година кога остри зголемувања во каматните стапки беа воведени заедно со договорот на ММФ кој ги ограничуваше домашната кредитна експанзија и јавните трошоци. Според реакцијата на инфлацијата, следејќи го првиот нафтен шок на декадата, и спротивно на Германија, ОК избра да ја намалува инфлацијата постепено (Кобхам, 2012, стр. 5 и стр. 12/13). Посериозен обид да се запре растот на инфлацијата се случи со формалното воведување на монетарните таргети во 1976 година. Потпреноста на политиката на доход и влијанието на специфичните цени, сепак, беа најмногу со цена по агрегатната побарувачка која се намали. Контролите врз доходите и цените во 1972-74 година беа спроведени истовремено со агресивна монетарна и фискална експанзија (Нелсон и Николов, 2002, 29).

Во периодот помеѓу 1976 и 1979 година владата се соочи со притисок од девизниот курс во спротивен правец и опаѓање на растот на приходите и инфлацијата. Ова дозволи владата да ги ублажи некои од своите политики, вклучувајќи го намалувањето на каматните стапки. Монетарната политика во овој период беше фокусирана на поформален таргет за широкиот опсег на парите М3 со таргетен опсег поставен за 1977-1978 и 1978-1979 година. Со тоа групата што ја одлучуваше монетарната политика избра монетарна стратегија со таргетирање на девизниот курс, но во исто време со извршување на политика на „неформални монетарни таргети“ со користење на високо дискреционен приод (Кобхам, 2002, стр. 14/17). Избраниот монетарен таргет беше М3 (анекс 1 од овој дел). Помеѓу 1977 и 1979 година монетарниот таргет се промени во британскиот М3 (М3 минус заштедите во приватниот сектор деноминирани во странски валути) и беше формално објавен во јавноста.

Владата на Маргарет Тачер и монетарната политика од 1979 – 1987 година

Најважната промена воведена од страна на новоизбраната влада на Маргарет Тачер во 1979 година беше воведувањето на првата среднорочна финансиска стратегија (СРФС) во 1980 година и верувањето во понагласената монетарна политика. Буџетот од март 1980 година го постави таргетот за британскиот М3 за четири години, проследено со предвидувања за позајмувачкото барање во јавниот сектор (ПБЈС) како процент од БДП**.**

Главната доктрина на тачеровата влада беше нагласеноста на монетарната политика (зголемената грижа за инфлацијата и монетарните таргети) и намалената нагласеност на фискалната политика (помало нагласување на невработеноста и промената на начинот на оданочување, што се префрли од данок на приход на данок на потрошувачка со воведување на данок на додадена вредност). Поради институционалната рамка, зголемена нагласеност на монетарната политика понатаму ги префрли ингеренциите за монетарната политика кон МФ (Кобхам, 2002, стр. 16, Кинастон, 1995, стр. 31-32, 37).

Манифестација на намерата да се спречи зголемувањето на инфлацијата беше новата владина политика за каматните стапки. Новоизбраната влада ја покажа својата обврзаност со монетарната дисциплина со зголемувањето на минималната позајмувачка стапка (МПС) од 12% до 14% во јуни 1979 година и до рекордни 17% во ноември истата година (Хотсон, 2010, стр. 2). Резултатот на раната одлука од страна на владата на Тачер беше зголемувањето на вредноста на стерлингот, повишените каматни стапки и опаѓањето на БДП. Оваа средина, предвидливо, доведе до пониска инфлација (која опадна драстично до 1980 година) и високо ниво на невработеност.

Од самиот почеток на првата СРФС, и покрај одлучноста да се постави монетарна политика базирана на правила, влада на Тачер дозволи значајно повисок елемент на дискреција. Меѓу промените беа промена на монетарниот таргет од британскиот М3 на М1 и ПСЛ2 (овие беа додадени на британскиот М3) и подоцна, со финансиската изјава и буџетскиот извештај (ФИБИ), до британскиот М3 и М0, но исто така забележително движење на базата во одредувањето на монетарното таргетно ниво за време на овој период. Ова беше последица на тешкотиите со монетарните таргети и нивните односи со трансмисиониот механизам, но исто така во однос на поставувањето на коректните

нивоа на монетарните таргети. Резултатот беше значајна доза на надминување на монетарните таргети (Кобхам, 2001, стр. 18).

Поради овие тешкотии, практиката на монетарното таргетирање ефективно заврши во октомври 1985 година кога канцеларот, Нигел Ласон, ги суспендираше таргетите и објави дека надфинансирањето (метод на контрола на позајмувањето во економијата со помош на фискални мерки) нема да биде преземано повеќе. Монетарната политика од април 1985 година немаше задолжителни таргети, а монетарната политика на ОК ја изгуби својата општа рамка и еден од клучните инструменти за контролирањето на монетарните агрегати. Таргетите за британскиот М3 останаа до 1987 година, но тогаш беа официјално напуштени. Предходната монетарна стратегија беше заменета со бавниот процес на влегување на ОК во системот на ЕРМ во 1990 година. Во меѓувреме, девизниот курс беше менациран со неформален пег или (во доцните 1980-ти) на мошне нередовен начин.

Таргетирање на девизниот курс од 1987 – 1992 година

Главниот елемент на рамката на монетарната политика од 1987 до 1992 година беше механизмот познат како механизам на девизниот курс (ЕРМ) на Европскиот монетарен систем (ЕМС) (Кобхам, 2012, стр. 10 и 2002, стр. 19 и стр. 73-92). Искуството со ЕРМ беше исто така кулминација на продолжениот период на таргетирањето на девизниот курс. Пред влезот во ЕРМ, од 1982 година, девизниот курс беше земен предвид како индикатор на монетарниот став затоа што истиот имаше (1) значаен ефект врз конкурентноста и инфлацијата, но исто така (2) заради тешкотиите со режимот на монетарното таргетирање во тоа време (Кобхам, 2002, стр. 143, ОЕЦД, 1986, стр. 10/11). Дури и поголемо внимание на девизниот курс беше потребно поради втората криза на стерлингот, во јануари 1985 година, кога стерлингот падна на своето најниско ниво и скоро постигна еднаков однос со американскиот долар. Реакцијата на таквата девалвација (зголемување на каматните стапки) ја засилуваше монетарната вредност на девизниот курс. Во рок од две години, во средината на 1980-те ОК влезе во две различни девизни режими: договорот во Плаза од 1985 година и потоа договорот во Лувр во 1987 година. Стерлингот исто така влезе во пег со германската марка (ГМ) од март 1987 до март 1988 година. До крајот на таканаречениот период на следењето на ГМ „во сенка“, притисокот над девизниот курс и несогласувањата помеѓу канцеларот и премиерот во ситуација на инфлација беше одлучувачкиот фактор за раскинување на пегот и

ослободувањето на стерлингот кој се покачи во однос на ГМ. Напуштајќи го монетарното таргетирање формално во 1987 година и без пег со ГМ монетарната политика на ОК уште еднаш беше без формално номинално сидро. БА предложи влегување во ЕРМ, но ова не беше ни брзо ни лесно. Влезот конечно се случи по повеќе години на дискусија (Кобхам, 2002, стр. 73). Канцеларот во тоа време, Нигел Лосон, отпрвин успеа да го варира стерлингот според ЕРМ неформално. Формалниот влез на ОК во ЕРМ се случи во октомври 1990 година под друг канцелар, Џон Мејџор. ОК ќе биде дел од ЕРМ од 8 октомври 1990 година до среда, 16 септември 1992 година (црната среда) кога беше одеднаш завршен со криза на доверба која беше директна причина за значајна промена на стратегијата на монетарната политика на ОК која почна во 1992 година.

Инфлациско таргетирање од 1992 – 2008 година

Кризата на девизниот курс од септември 1992 година резултираше со ослободувањето и намалувањето на вредноста на стерлингот. Многу брзо (во рок од 3 недели) надлежните органи во ОК ги намалија краткорочните каматни стапки за 3% и објавија усвојување на инфлациското таргетирање како начин на водење на монетарната политика на ОК. Често спомнуваната причина за воведувањето на инфлациското таргетирање беше да се воспостави кредибилитет по епизодата со ЕРМ и да се овозможи алтернатива за номиналното сидро по загубата на девизниот курс како сидро (Бернанке, Лаубах, Мишки и Позен, 1999, стр. 154). Избраната таргетна варијабла беше годишната промена на куповниот ценовен индекс (КЦИ) со исклучок на каматните плаќања на хипотеките (КЦИХ). Првиот поставен таргет во октомври 1992 година беше во опсег помеѓу 1% и 4% годишно, но објавувањето беше без објаснување како таргетот ќе се следи или ќе се постигне. Во јуни 1995 година таргетот беше повторно поставен од страна на канцеларот како асиметричен таргет од 2,5% или помалку (Кобхам, 2002, стр. 93 и Бернанке ет ал., 1999, стр. 154). Новата лабуристичка влада ја презеде власта во мај 1997 година и ја воведе најзначајната институционална промена во монетарната политика на ОК до денес. Новиот канцелар, Гордон Браун, ја направи БА одговорна за монетарната политика, освен за поставувањето на инфлацискиот таргет. Промената на институционалната рамка го вклучи формирањето на КМП и зголемена контрола над процесот на БА.

Економското искуство на ОК за време на периодот под инфлациско таргетирање беше позитивно. Три економски развитоци ги илустрираат промените во економијата во

тој период. Прво, важен збир на клучни индикатори значајно се подобрија. Помеѓу 1990 и 2000 година, ОК го искуси најдолгиот одржан период на ниска и стабилна инфлација кон крајот 1950-ти и 1960-ти (во просек блиску до таргетот од 2,5%), економски раст кој во просек изнесуваше 2,7% годишно и невработеност која падна од 10% во 1992 година на 5,3% во 2000 година (Алан, 2000, стр. 71). Рамката, според однесувањето на инфлациските очекувања и долгорочните каматни стапки, дозволи помала инфлација отколку во претходните фази (Кобхам, 2002, стр. 96-99).

Второ, односот помеѓу растот и инфлацијата беше необично поволен, со инфлацијата која порасна многу помалку од очекуваното како што економијата растеше. Некои од причините за подобрување на балансот можат да се припишат на помалите инфлациски очекувања, поефикасни пазари и појавувањето на интернетот како извор на ценовна информација за потрошувачите. Ова исто така може да биде аргумент за позитивниот однос помеѓу ниската и стабилна инфлација и постигнувањето на другите монетарни и макроекономски цели.

Трето, девизниот курс кој повеќе не беше таргет на монетарната политика флуктуираше слободно и се зголеми во вредност. Тоа наизглед не ги засегна позитивните трендови во економскиот раст, општата вработеност и инфлацијата. Помеѓу 1996 и 1997 година, вредноста на стерлингот се зголеми за 24% и остана висока во наредниот периодот. Како што Викерс (1999) забележува: „Во економија која е отворена за меѓународна размена како Обединетото Кралство, еден можеби очекува дека толку големи промени во цената на девизниот курс би ја дестабилизирале домашната ценовна инфлација“. Како што горенаведените индикатори сугерираат, тоа очигледно не се случи. Меѓутоа, загубената конкурентност на некои индустрии секако беа негативни за развој на економијата на ОК (Алан, 2000, стр. 71/72).

МЕТОДОЛОГИЈА НА БАНКАТА НА АНГЛИЈА

Да се опише како монетарните органи на ОК ја водеа монетарната политика можеме да направиме поделба во три генерални фази. Две од тие, монетарното таргетирање и инфлациското таргетирање се појавуваат како тренд во монетарната политика на САД и Германија (подоцна и ЕМУ). Третата фаза, таргетирањето на девизниот курс, е поуникатен за ОК и произлегува од фактот дека ОК има релативно

помала, отворена економија. Поради оваа причина, монетарната историја на ОК е понекогаш поврзана со девизниот курс и со тоа водена од странска монетарна политика. Како што ќе видиме во точката за реактивните функции, Нелсон и Николов (2002) аргументираат дека американскиот долар и германската марка беа високо влијателни врз монетарната политика на ОК до 1997 година кога БА доби инструментална независност.

Поширокаата рамка на монетарното таргетирање во ОК има два периоди, имплицитен период на монетарното таргетирање, од 1972 до 1976 година, и периодот на експлицитно монетарно таргетирање од 1976 до 1987 година. Периодот на таргетирањето на девизниот курс исто така има две епизоди, во средината и кон крајот на 1980-те. Првиот период е кога валутата е има пег со ГМ, а вториот период е влегувањето на валутата во ЕРМ од 1990 до 1992 година. По ненадејниот крај на членството во ЕРМ во 1992 година и до финансиската криза во 2008 година, ОК беше една од првите земји да го усвои дефинираното инфлациско таргетирање како стратегија на монетарната политика. Графиконот 1 го опишува нивото на РПИ инфлацијата и ги бележи главните промени во рамката на монетарната политика низ периодот. Методологијата на монетарната политика на ОК го испитува начинот на кој овие стратегии беа поставени и разбрани во контекстот на ОК и како тие беа спроведени. Додатно на стратегијата на монетарната политика и спроведувањето на истата ги сумираме наодите на реакциските функции за секој од периодите базирани на Тејлоровото правило. Промените во проценетите коефициенти на Тејлоровите правила во временскиот период, кој ги покрива сите режими во поголем дел од студиите од ваков вид, отсликуваат различни реакции на политиката со текот на времето во однос на инфлацијата или на производот, релативно на потенцијалниот производ (Нелсон, 2000, стр. 7).

Монетарното таргетирање во Обединетото Кралство

Стратегијата на монетарното таргетирање во ОК официјално траеше од 1976 до 1989 година. Почна со имплицитно таргетирање на почеток на 1970-те и заврши ефективно во 1985 година кога владата постави неразумен и непостиглив монетарно таргетен опсег (Кобхам, 2002, стр. 53). Владата на ОК официјално ги напушти монетарните таргети во 1987 година. Литературата (Нелсон, 2000, стр. 15, Ален 2000, стр. 65) опишува три различни периоди на монетарното таргетирање: од јули 1972 до јуни 1976 година, периодот на имплицитно монетарно таргетирање, од јули 1976 до

април 1979 година, од почетокот на експлицитното монетарно таргетирање до последниот месец пред изборот на конзервативната влада и од мај 1979 до февруари 1987 година, периодот од изборот на влада на Тачер до официјалниот крај на стратегијата на монетарното таргетирање. Овој период, исто така, ги вклучува среднорочната финансиска стратегија (СРФС) која ја дефинира стратегијата низ 1980- те (Нелсон, 2000, стр. 15). Објавувањето на СРФС заврши во 1987 година кога владата се префрли на политика на следење на ГМ. Во сите овие периоди под монетарно таргетирање ОК усвои уникатен приод на спроведувањето на монетарната политика кое беше резултат на околностите како што се силните надворешни влијанија над домашната економија (управувани низ девизниот курс) и институционални фактори како што се формирањето на макроекономската група водена од министерството за финансии и владата наместо БА.

Спроведувачка стратегија

Во финансиското објавување и буџетскиот извештај од 1980-81 година, дел 2 параграф 2 и 3 (Вуд, 1983, стр. 95) стои дека: „За да се намали инфлацијата (владата) треба прогресивно да ја намали стапката на раст на паричната маса...контролата на монетарната понуда со тек на време ќе ја намали стапката на инфлација“. За да ја постигне поставената цел владата на ОК имаше како одредница доста различен аспект на монетарна контрола, имено, користењето на владиното задолжување да ги контролира монетарните агрегати. Според зелената книга за монетарната контрола (во Вуд, 1983, стр. 94), „главниот инструмент (за контролирање на монетарната понуда) мора да продолжат да бидат фискалната политика и каматите стапки“. Ова значеше дека, во пракса, ОК користеше фискални мерки и каматни стапки како инструменти за контрола на нивото на парична понуда и како крајна цел на инфлацијата. Посредните таргети беа широките монетарни агрегати, пред сè М3 и британскиот М3. Главната цел на политиката беше намалување на инфлацијата. Двата критични односи во овој приод се (1) помеѓу избраните монетарни таргети и фискалните инструменти, посебно независната варијабла - позајмувачкото барање на јавниот сектор (ПБЈС) и (2) помеѓу нивоата на монетарна понуда, изразени преку монетарните агрегати, и нивото на инфлација. Трансмисиониот механизам под монетарното таргетирање на ОК беше креирано од страна на многу технички фактори и временски заостанувања. Вуд (1983, стр. 94) наведува дека двата односи можат да бидат ефикасни само во среднорочен или

долгорочен период, мерено во години наместо месеци. Во краток рок овие односи се оптоварени со неизвесност. Овој аспект на спроведувањето беше очигледно разбран од страна на владата на Маргарет Тачер во 1979 година според фактот дека плановите за монетарната политика се за повеќегодишни периоди (СРФС беше петгодишен план).

Причините за монетарното таргетирање

Како и во многу други индустриски земји во тоа време, и како директна последица на колапсот на Бретон Вудс системот, но исто така поради високата инфлација, монетарната политика беше поважна за време на 1970-те. Од 1974 година авторитетите во ОК имаа само внатрешен таргет за растот на широките агрегати. Обврската за монетарните таргети беше во прашање во подобрите времиња на потпирање на политиката на доход и за време на високи даноци (корсетот) да ги намалат таргетираните агрегати, растот на М3 (Бернанке ет ал., 1999, стр. 148). Она што ја направи разликата за одлука да се постави формален монетарен таргет, и тоа да биде објавено во 1976 година, беше продолжената криза на стерлингот во таа година. Министерот за финансии се обиде да ги смири девизните пазари за време на кризата (Кобхам, 2002, стр. 16). Избраниот монетарен таргет, таргетниот опсег за широкиот монетарен агрегат, британскиот М3, беше објавен во јули 1976 година, заедно со потпишаното писмо на ММФ со намера да се рестриктира домашната кредитна експанзија (ДКЕ) (Хотсон, 2010, стр. 2). Формалниот таргетен опсег беше поставен за 1977/78 и 1978/79 година.

Додатно на тоа што беа како номинално сидро по крајот на системот на Бретон Вудс и како метод на смирување на кризата на стерлингот во 1976 година, монетарните таргети служеа и неколку други цели. Кобхам (2002, стр. 16) опишува три главни причини за усвојување на монетарните таргети: (1) објавување на монетарните таргети беше начин да се даде поголем нагласок на ценовната стабилност; (2) даде појасна информација на приватниот сектор за намерите на монетарните власти (помагајќи на приватен сектор да донесе попрецизни економски прогнози) и (3) објавените таргети имаат можно независно влијание врз инфлациските очекувања. Според Ален (2000, стр. 65), монетарните таргети беа усвоени заради две додатни причини: (4) пред Тачер тие беа важни како начин да се координираат фискалните и монетарните политики со рестриктирање на трошењето на државните пари и (5) монетарните таргети беа правдани како важни поради владиното верување во тоа време дека односот помеѓу монетарниот

раст и инфлацијата беше стабилен и сигурен. Гарат, Куп, Мисе и Вахи (2008) го негираат односот и го сметаат истиот како проблематичен.

Канцеларот не ги гледаше монетарните таргети како правила или обврски за прецизна краткорочна монетарна контрола, нешто што во комбинација со другите фактори би ги направило неефикасни во средината на 1980-те години. Ниту еден владин претставник во ОК не промовираше стриктно монетарно правило (Хотсон, 2010, стр. 3). Вистинската причина од гледна точка на владата беше можеби реализацијата дека под висока и варијабилна инфлација беше тешко да се манипулира со вистинските каматни стапки и дека монетарното таргетирање служеше како рамка за поставување на поагресивни каматни стапки да се борат со високата инфлација (Кобхам, 2012, стр. 6, Хотсон, 2010, стр. 3). Додатно, во ОК се веруваше дека однапред објавените таргети би можеле да го стабилизираат економското опкружување и да придонесат кон економскиот раст, но исто така, како што беше спомната, тие можат да имаат некакви независни ефекти врз инфлациските очекувања. Пошироко, и враќајќи се на почетокот и на главната причина, воведувањето на монетарното таргетирање се смета можеби за забавена реакција на крајот на системот на Бретон Вудс и како обид да се најде алтернативно номинално сидро наместо пегот со доларот. Накратко, монетарното таргетирање служеше неколку цели и беше поддржано од теоретска рамка која сèуште не беше докажана како неефикасна, нешто што ќе се промени кон крајот на 1980-те години кога монетарните агрегати не успеваат да се поврзат добро со другите макроекономски индикатори.

Изборот на монетарните таргети

Најважниот монетарен агрегат во монетарното таргетирање на ОК беше поширокиот монетарен агрегат наречен британски М3, објавен во 1976 година. Оригиналниот таргет, М3 беше заменет поради специфичните компоненти на странски заштеди кои не се сложуваа со договорот склопен со ММФ во врска со ДЦЕ во тоа време. Британската конотација бележи малку поинаков агрегат, но сè уште во дефиницијата на широките парични агрегати (анекс 1 од овој дел).

Во средината на 1970-те години имаше договор, не универзален, но значаен, дека британскиот М3 беше вистинскиот таргет затоа што најдобро ги отсликуваше условите во ОК во тоа време. Според зелената книга на монетарната контрола (Вудс, 1983, стр. 104), главните причини за неговата употреба беа дека содржеше врски со другите

политики, имено фискалната политика, маркетирањето на задолжувањето, политиките да се намалат банкарскиот кредит и менаџментот на девизниот курс. Освен што беше прифатлив за одлуките во фискалната политика, исто така беше лесно да се дефинира во смисла на банкарскиот систем. Понатаму, според Вуд (1983), британскиот М3 и другите широки монетарни индикатори одговараа подобро како индикатори на ефектот на актуелната монетарна политика врз идната инфлација. Зголемувањето во М3 во 1972/73 година пред зголемувањето на инфлацијата во 1974/75 година го направи М3 во тоа време од клучно значење како монетарна варијабла во однос на инфлацијата (Гудхарт и Вуд, 1983, стр. 118).

Иако можеби најдобар достапен индикатор за инфлацијата, британскиот М3 не беше употребен во таа смисла. Вудс (1983, стр. 107) кажува дека тој пропуст доведува до два предизвика во изборот на монетарен таргет, еден е тој на Мелцер (1981) кој го преферира М1 и втор е тој даден од БА, кој наоѓа дека растот на М1 во 1970 година беше многу поневаријабилен од високо растечкиот британски М3. Друг проблем со британскиот М3 и други широки монетарни агрегати е дека третирањето на растот на парите како последица од фискалните и долговните политики не води извесно до широк агрегат. Во таа смисла потесен агрегат, како што е монетарната база, може да биде многу подобро поврзан со фискалната политика и политиката на менаџирањето со јавниот долг (Вуд, 1983, стр. 106).

Дебатата беше повеќе од академска, како што БА и МФ реагираа на проблемите со британскиот М3 со воведување додатни монетарни агрегати во буџетот во 1982 година: М1, британскиот М3 и ПСЛ2. Колективно овие агрегати беа планирани да растат во опсегот од 8%/12% и да се спуштат во опсегот помеѓу 6% и 10% во 1984 и 1985 година. Авторитетите во ОК во 1976 година не го препуштија поставувањето на каматната стапка на оперативно независна централна банка, а фискалната димензија на широкиот монетарен таргет остана како важен дел од стратегијата за монетарната понуда (Хотсон, 2010, стр. 3).

Инструментите на монетарното таргетирање

ОК имаше два клучни инструменти под режимот на монетарното таргетирање: финансирањето на дефицитот преку продажбата на гилтс и варирањето на каматните стапки на ОК со варирањето на краткорочните каматни стапки како што беше минималната позајмувачка стапка (МПС).

Првиот инструмент, продажбата на гилтс**,** служеше функција во механизмот за монетарната понуда која се потпираше на фискалната контрола на националниот дефицит на ОК и на неговото финансирање. За време на монетарно-таргетнот режим, дефицитниот агрегат на ОК беше познат како позајмувачкото барање во јавниот сектор (ПБЈС). Финансирањето беше обезбедено со продажбата на владините хартии од вредност (гилтс) на банките. Методот беше можен поради големината на долгот и дефицитот на ОК и заради неговата прифатливост како контрола над монетарните услови и придонес кон монетарниот раст. Добра илустрација за дефицитниот проблем на ОК е нивото на долг во споредба со другите индустриски земји на почетокот на 1970-те години (Табела 4). Дефицитот, посебно заради позајмувањето на фондовите од ММФ исто така беа причина за договорот со ММФ од 1976 година кој доведе до ограничувања на ДЦЕ и влијаеше врз изборот на монетарен таргет (БА, 1976). Вториот фактор беше пазарот за обврзници во ОК. Во времето кога британскиот дефицит беше користен како агрегат во монетарна политика, тој пазар беше добро развиен, а значаен дел на дефицитот (содржан во ПБЈС) беше во сопственост на приватниот сектор. Ова е карактеристичниот фактор за можност ОК да може да се потпира на фискални мерки за контролирањето на монетарните варијабли (Кобхам, 2012, стр. 24).

Во суштина, ОК се обидуваше да влијае врз монетарните агрегати, посредните таргети, со влијание на своите „противучесници“, од кои ПБЈС беше најважен агрегат, а другите се нето продажбата на долг од јавниот сектор на приватниот пазар. Поспецифично, контролата над британскиот М3 беше правена преку ПБЈС, минус продажбата на гилтс надвор од банкарскиот сектор, плус позајмувањето базирано на стерлингот, плус надворешните финансиски текови. (Хотсон, 2010, стр. 3). Оваа методологија на контролирање на противучесниците за да се контролираат таргетираните агрегати вклучува верување дека широк монетарен агрегат може да се контролира од страната на понуда и, како што веќе беше забележано, влијаеше можеби на изборот на широкиот монетарен таргет.

Оперативната процедура за продажба на гилтс во тоа време се одвиваше преку одредени избрани британски брокери кои работеа за владата на ОК. Владиниот брокер беше авторизиран да купува и продава владини хартии од вредност на лондонската берза. Таа или тој оперира според инструкциите добиени од БА и исто така служи како брокер на националните долговни комисионери. До 1986 година, владиниот брокер беше партнерот Мулинс. По 1986 година, БА отвори своја дивизија за гилтс која беше водена

од канцеларијата за менаџирање со долгот, извршна агенција под министерството за финансии (Вуд, 1983, стр. 101, Кобхам, 2002, стр. 25).[1]

Затоа што ратите и дисконтирањето на владините меници како "гилтс" и краткорочните трезорски записи, можат да бидат под влијание на МПС, БА може да ја искористи предноста на одлуките за краткорочните каматни стапки за подобро да ја изведе својата двојна спроведувачка стратегија. БА во тоа време ја негираше значајната улога на манипулирањето на МПС во успешното продавање на „гилтс" со кое зголемувањето на МПС, на пример, би придонело кон поголема продажба на „гилтс". Вуд (1983, стр. 100) специфицира три аргументи кои беа користени од БА да ја бранат својата позиција: (1) промените во МПС се резултат на разни пресметки неврзани за движењето во пазарот за гилтс, (2) промената на добивката и магнитудата на промената на нивото на цените е премногу различна од она што е потребно и (3) МПС е подигнувано за време на монетарни надминувања да се ограничи нивото на позајмување во приватниот сектор. Вудс (1983, стр. 101) дава пример на манипулирање на краткорочната каматна стапка со цел БА да продаде повеќе гилтс.

Една од клучните спроведувачки аспекти на монетарното таргетирање на ОК е дека се потпираше најмногу на техниката на „прекумерно финансирање" со кое владата продаде повеќе долг отколку што беше потребно според дефицитот со намера да го неутрализира ефектот на високото ниво на банкарското кредитирање врз широкиот монетарен агрегат. Резултатот на забавениот ефект на побарувачката на кредит (делумно поради слабата реакција на промената во каматните стапки, помеѓу другото) беше дека во првата половина од 1980 година банкарското кредитирање редовно ги надминуваше владините очекувања (Кобхам, 2002, стр. 25). Како последица, владата ја зголеми продажбата на јавен долг да се обиде да го покрие ефектот на банкарското кредитирање, што произведе прекумерно финансирање. Прекумерното финансирање престана во 1985 година заедно со останатите елементи на монетарното таргетирање во ОК.

Оперативната процедура со помош на краткорочните каматни стапки беше базирано на операции на отворениот пазар. Важно е да се забележи дека овие операции под системот на монетарна контрола во ОК беа исто така користени да влијаат врз девизниот курс за време на периодот на таргетирање на девизниот курс, како реакција

1Дефиницијата на владин брокер во контекстот на монетарната политика може да се најде во различни финансиски речници. Интернет извор на користената дефиниција може да се најде на следната веб страница: http://www.investopedia.com/terms/g/government-broker.asp

на инфлацијата или промените во националниот производ во ОК кога немаше среднорочен таргет или експлицитен инфлациски таргет и кој продолжи да се користи со режимот на инфлациското таргетирање.

Деталите на пазарот за пари во ОК и процедурите за спроведување на контролата над краткорочните каматни стапки (оперативните таргети) во отворениот пазар од страна на БА се опишани во Батен ет ал. (1990, стр. 20/21), БА (1999, стр. 5), Мортон и Вуд (1993, стр. 8-9), Биндсеил (2004а) и во Кнешав и Ван ден Берг (1989, стр. 45/46, 100-104). Следното објаснување на оперативната процедура е базирано главно на оваа литература.

Оперативната процедура на БА беше водена главно низ поставување на своите сопствени базични стапки. Овие беа стапките според кои централната банка ги задоволува дневните потреби за ликвидност во пазарот, главно низ трансакции во отворениот пазар со комерцијални хартии од вредност со дисконтните куќи, кои во ОК служеа како посредници помеѓу владата и банките (Мортон и Вуд, 1993, стр. 8). Базичните стапки во ОК се познати под повеќе имиња со текот на годините: официјалната банкарска стапка од 2006 година, репо-стапката од 1997-2006 година, минималниот опсег 1 договорна стапка од 1981-1997 година и минималната позајмувачка стапка пред 1981 година (Графикон 2). Стапката е слична на американската дисконтна стапка, каде што централната банка обезбедува краткорочна ликвидност директно до институциите. Ова е посебно точно за регуларно користените репо-операции со однапред одредени каматни стапки (Биндсеил, 2004а, стр. 153).

Нивната оперативна процедура се промени од времето на директните контроли во 1970-те, кога краткорочните стапки беа одредувани од време на време, до пазарно ориентираните методи почнувајќи во 1981 година и продолжувајќи со уште поголема пазарно базирана контрола од 1985 година. Пред 1981 година, авторитетите ја одредувале избраната МПС како ефективна стапка со намерно креирање на недостатоци на резерви со издавање на повеќе трезорски записи, отколку што тоа беше потребно во неделните аукции и купување на истите со поставените стапки или со дисконт пазарно позајмување (Кнеешав и Ван ден Берк, 1989, стр. 45). Во практиката (пред 1981 година) пазарните договорни стапки оперираа слично како дисконтните стапки со тоа што тие беа поставени од страна на централната банка и беа варирани со мала фреквенција (Мортон и Вуд, 1993, стр. 9). По 1981 година, кога објавувањето на МПС беше напуштена со реформите во пазарот за пари, ОК избра поставувањето на краткорочните каматни стапки да биде под поголемо влијание на пазарот. Процедурата беше пазарот за пари да се урамнотежи секој ден, компензирајќи ги проценетите вишоци и дефицити со пазарни

операции. Разликите во понудата на резерви беа апсорбирани (Кнешав и Ван ден Берг, 1989, стр. 45). Да ги одвои долгорочните каматни стапки од директно официјално влијание БА не ги купуваше потполно хартиите од вредност потребни да го задоволат системот и го водеше дневниот пазар за одредување на базичната стапка за дисконтните куќи да позајмуваат. Тогаш, дневните промени влијаат врз пазарот (надворешните влијанија врз дневните движења во девизниот пазар итн.) до крајот на размената во пазарот за пари за тој ден. Со други зборови, под нормални околности, ОК дозволуваше иницијативата за промена на каматните стапки да ја преземе пазарот (Кнешав и Ван ден Берг, 1989, стр. 98). Надежта беше дека механизмот ќе обезбеди опсег за „умерен степен на флексибилност во краткорочните каматни стапки“ (Колеби, 1986, стр. 200, Мортон и Вуд, 1983, стр. 9). Што и да беше намерата, БА, според Мортон и Вуд (1983), остана доминантна сила во пазарот за пари и нејзините позајмувачки стапки останаа де факто дисконтна стапка.

Недостаток на модел за спроведување

Корисен опис на водечкиот принцип за поставувањето на монетарната цел на ОК може да биде најдено во изјавата на министерот за финансии Денис Хејли во 1976 година (во Хотсон, 2010, стр. 9): „На монетарната понуда не треба да ѝ биде дозволено да порасне побрзо од номиналниот БДП поради опасноста дека ова би создало свежи инфлациски притисоци“. Без разлика на специфични принципи и практика во одредувањето на монетарните таргети, не постои упатство за ситуации на скршнување од таргетот. Таргетот за раст беше со цел тој да биде под зголемувањето на националниот доход, но немаше имплицитно правило (или реакциска функција) која бара корегирање на инструментите (како што е МПС, а подоцна и минималниот опсег 1 договорната стапка) да ги приспособат условите според таргетот. Со други зборови, немаше предодреден правец за каматните стапки да ги водат агрегатите кон таргетот. Се смета дека ова беше поради недостаток на корисен модел за влијанието на монетарните услови врз производот и инфлацијата и поради верувањето дека девизниот курс беше во улога на трансмисиски механизам. Беше сметано дека девизниот курс не можеше да се контролира оперативно со помош на монетарната политика (Хотсон, 2010, стр. 14, за девизен модел види во Белонгија и Кристал, 1990, стр. 17-19). Значи, во практиката немаше добар економетриски модел за М3 или британскиот М3 кој можеше да се користи за цел на монетарната политика.

Без стабилна равенка, или модел за парите, монетарните власти во ОК ги менуваа каматните стапки (МПС) да го задржат нивото на кредитна експанзија и да формираат поволни очекувања за каматната стапката за продажба на гилтс. Да ја поддржат стратегијата БА и МФ развија анализа базирана на идентификирање на текот на финансиските фондови која ги поврзуваше месечните промени во британскиот М3 со своите кредитни противучесници, но не постои доказ дека имаше други систематски методи за поставувањето на таргетите. Анализата на текот на финансиските фондови беше потребна поради тоа што промените во ПБЈС се делумно компензирани со движења во другите агрегати, како што беше банкарскиот кредит, што имаше потенцијал да го усложни процесот на прогнозирање. Тоа би довело до моделот или повеќе извори да ја формираат компензацијата. Внатрешно, приодот со „противучесници“ мораше да биде базиран на субјективно предвидување (Хотсон, 2010, стр. 4). Изборот на таргетните опсези и процесот на монетарно таргетирање во ОК во тоа време не беа потполно објаснети од страна на владата или од страна на БА (Кобхам, 2002, стр. 29).

Напуштањето на монетарните таргети

Официјалното објаснување за напуштањето на монетарните таргети (по 1987 година) беа структурната промена и финансиските иновации кои го направија односот помеѓу парите и номиналниот доход премногу непредвидлив. Многу високата стапка на раст во британскиот М3 во 1980 година е последица на поинаква интерпретација на тој монетарен агрегат. Причините се измените во регулативата и крајот на девизните контроли (Фишер, 1988, стр. 20). Гувернерот на БА, Роберт Ли-Пембертон (1986, стр. 507) го објави официјалното гледиште и повторно ја стави во прашање предвидливоста на производот и инфлацијата преку широкиот монетарен агрегат (Гарат ет ал., 2008, стр. 6).

Сигурно е дека, општо земено, монетарното таргетирање во ОК не помина добро. Во првите неколку години на монетарното таргетирање во ОК тоа беше успешно во постигнувањето на монетарните таргети и намалувањето на инфлацијата (табела 3 и графикон 3). Тогаш, во 1980 година, британскиот М3 далеку го надмина својот таргет и инфлацијата се приближи до 20%. До 1986/87 година предвидувањата за монетарното БДП беа годишниот пораст од една финансиска година во друга и не се совпаѓаа со временските рокови на монетарното таргетирање (Кобхам, 2002, стр. 29). Оваа неповрзаност можеби работеше против таргетната цел за чување на монетарните

агрегати под предвидениот БДП. Според теоријата на монетарното таргетирање таргетот за британскиот М3 требаше да биде систематски поврзан со официјалната прогноза за растот на монетарниот БДП, или скорашниот раст на монетарниот БДП, и британскиот М3. Во неговата детална анализа, Кобхам (2002) не најде значајна корелација помеѓу монетарниот таргет и другите важни варијабли поврзани со растот на парите. Единствената добра корелација беше помеѓу актуелниот таргетот и таргетот во претходната година. Хотсон (2010) и Вуд (1983) го поддржуваат ваквиот заклучок дека не постои методологија заснована на правила. Правилото н-1 изгледа провизорно. Како резултат, скоро сите таргети на ОК во 1980-те беа надминати (табела 3).

Кобхам (2002, стр. 49) смета дека постојат три додатни причини за напуштањето на монетарните таргети: изборот на широк монетарен таргет, продолжено потпирање на прекумерно финансирање како главна техника за компензирање на елементот на банкарскиот кредит кој не може да се контролира и промена на мислењето на донесувачите на одлуки во полза на девизната стабилност. Според последната причина монетарните таргети не беа потребни.

Причините за надминувањето на таргетите, според Кобхам (2012, стр. 7) можат да бидат две: (1) затоа што инструментите на централната банка се неадекватни да се постигнат целите (официјалното објаснување и некои емпириски истражувања ја поддржуваат оваа теорија) или (2) затоа што централната банка го промени мислењето за време на текот на таргетниот период и дозволи надминување или потфрлање во постигнувањето на таргетот.

Гарат ет ал. (2008) формираат економетриски модел кој користи податоци достапни на креаторите на политиката во тоа време да го тестираат официјалното гледиште кое зазема став дека причината за неуспехот на таргетирањето е непредвидливоста на односот помеѓу широките монетарни агрегати и инфлацијата и економскиот раст. Тие заклучуваат дека М3 покажува малку предвидливост за производот во која било точка, малку веројатност дека широкиот агрегат може да го предвиди зголемувањето на инфлацијата кон средината на 1980-те години. Тие сметаат: „Нашата анализа надвор од примерокот сугерира мала поддршка за хипотезата дека М3 е важен за инфлацијата или производот во вистинско време или со финални историски податоци“ (Гарат ет ал., 2008, стр. 21). Ова е во согласност со аргументите на креаторите на политиката во ОК дека непредвидливоста на односот помеѓу монетарните агрегати и инфлацијата и економскиот раст го поткопа монетарниот експеримент во ОК. Во пракса, ефектот на операциите во отворениот пазар врз монетарните агрегати беше непрецизен

и варијабилен. Понудата на пари беше, наместо тоа, одредена според финансискиот систем преку комплексен збир на интеракции помеѓу банките и другите агенти (Кобхам, 2012, стр. 8).

Според втората причина за слабиот успех БА се стремеше да ги постигне други краткорочни цели што беше причина за надминувањето. Неуспехот да се контролира агрегатот може да се припише на неспремноста да се покачат каматните стапки повисоко во време кога висината на валутата, како што сугерира Фишер, (1988, стр. 20) или поради страв дека постигнувањето на монетарниот таргет може да ја засили веќе значајната дезинфлациска политика како што предлага Кобхам (2012, стр. 8-9). Двете можат да ја објаснат причината за надминувањето во смисла на намерна акција на централната банка.

Кобхам (2002, стр. 49) исто така го оспорува официјалното објаснување поради недостатокот на докази за зголемувањето на непредвидливоста на брзината на обртот на парите во краток рок која е релевантна за монетарното таргетирање и беше дел од објаснувањето. Ако таа брзина на размената на парите (теоретскиот клуч за проблемите со монетарниот раст) беше доволно висока за монетарното таргетирање да биде неадекватно во 1980-те, тоа требаше да биде случај и пред тоа. Клучното објаснување мора да е во неефикасните начини на кој авторитетите во ОК управуваа со монетарните таргети. Произволните процедури за поставувањето на таргетните опсези (спомнати предходно) придонесоа за многу од надминувањата.

Ако БА навистина ги следеше таргетите и не успеа да ги контролира резултатите, таа веруваше во стратегијата, но не успеа поради неадекватноста на инструментите. Ако акциите на БА беа намерни, таа имаше две опции, да ги следи среднорочните средни таргети или да ги следи краткорочните цели, таа ја одбра втората опција. Според доказите БА не посвети доволно внимание на процедурите за таргетирање за да овозможи тие да работат. Нејзините акции, изборот на агрегатите, изборот на спроведувачката стратегија (базирано на фискални мерки) и доказите дека се обидуваше да го контролира девизниот курс и да им се спротивстави на рецесиските притисоци се, пред сè, доказ за дискреционарната монетарна политика, а не на процес базиран на механичко правило. Бофингер (2001, стр. 319) наведува: „Политиката следена од БА за време на овие години има малку сличности со идеалот на среднорочно ориентираната стратегија. Честите промени во таргетираната варијабла, таргетниот период и вредностите и користењето на неколку таргетирани агрегати укажуваат дека операциите на монетарната политика на банката не беа одредени со следење на таргетниот правец

на монетарната експанзија која беше стабилна во среден рок". Како последица на двете причини, до 1987 година, ОК официјално ја заврши стратегијата на монетарното таргетирање.

Реакциските функции во монетарното таргетирање на Обединетото Кралство

Според Нелсон (2000, стр. 18), економетриската анализа на реакциската функција водена со Тејлоровото правило како филтер во периодот помеѓу 1972 и 1976 година, монетарната политика на ОК ги менуваше краткорочните каматни стапки главно како реакција на минатото однесување на производствениот јаз и поголемо ограничување во однос на инфлацијата. Условно на овие реакции, монетарната политика на ОК не реагираше на *актуелниот* производствен јаз или *актуелната* или *очекуваната* инфлација (Нелсон, 200, стр. 18). Проценетата долгорочна реакција на номиналната каматна стапка на инфлација во 1970-те, според истражувањето, беше доста под еден (табела 5, графикон 3). Тековните каматни стапки, како и во САД, беа оставени да бидат негативни на подолг периодот, укажувајќи на неуспешно обезбедување на номинално сидро во 1970-те (Нелсон, 200, стр. 8). Користејќи го Тејлоровото правило за периодот помеѓу 1976 и 1979 година Нелсон (2000) наоѓа дека каматните стапки реагираат на очекуваната годишна инфлација девет месеци однапред, со постепено менување на каматните стапки и со различна реакција на промената во производот. Долгорочната реакција на инфлацијата е повеќе од четири пати од проценетата реакција од 1972 до 1976 година, значајно над нула, но исто така значајно под еден на вредност од 0,62 (табела 5). Реакциската функција во Нелсон (2000) укажува дека паѓањето на девизниот курс или зголемувањето на растот на парите го поттикна зголемувањето на номиналните каматни стапки. Нелсон (2000) со право тврди дека: додека реакцијата е поголема од претходниот период, со агресивни намалувања на номиналните каматни стапки, тие остануваат доста под актуелните и потенцијалните инфлациски стапки. Тековната каматна стапка не стана позитивна до јуни 1978 година.

Конечно, Нелсон (2000) и Кларида, Гали и Гертлер (2000) го карактеризираат периодот помеѓу 1979 и 1987 година како период со рестриктивна монетарна политика и покрај очигледна аномалија. Мерено со Тејлоровото правило, дезинфлацијата беше постигната под режим со помалку од еден за еден долгорочната реакција на номиналната каматна стапка на инфлацијата и реакциска стапка помала од периодот помеѓу 1976 и

1979 година. Причината искажана во Нелсон (2000) е дека високото ниво на реални каматни стапки, каде што просечната реална каматна стапка преку даден испитан период го надминува долгорочното рамнотежно ниво (графикон 4). Тејлоровото правило нормално претпоставува долгорочно рамнотежно ниво во опсег помеѓу 2% и 4%. Долгорочното рамнотежно ниво за 1979 и 1987 година беше со годишен просек од 4,66%. Студијата сугерира дека движењата во номиналната каматна стапка според инфлацијата за време на периодот беа индикативни на агресивно антиинфлациска политика, но со одржливо просечно ниво на каматните стапки што е во склад на рестриктивна монетарна политика (Нелсон, 2000, стр. 24).

Кларида, Гали и Гертлер (1997), исто така, ги опишуваат реалните и апсолутните каматни стапки за време на периодот на монетарното таргетирање, почнувајќи во 1979 година, како високи (повисоки од германските каматни стапки). ОК, со други зборови, ги чуваше реалните каматни стапки рамномерно на високо ниво за време на овој период, дури и кога инфлацијата беше ниска. Односот со германските стапки се истакнати како 1% повишување на германските стапки резултираат во 60 базни степени покачување во британските стапки.

Толкувањето на политиката беше дека каматните стапки се поставаат како тежишен просек на германските краткорочни стапки, а базичното правило на политиката е за коефициент на очекуваната инфлација од отприлика 1,20, каде што соодветната тежината е 0,6 и 0,4 (0,40 x 1.200.48) (Кларида, Гали и Гертлер, 1997, стр. 21). Германската краткорочна стапка има силен ефект кога ќе се додаде на реакциската функција на ОК што укажува дека монетарната политика се бореше со инфлацијата следејќи ја монетарната политика на Бундесбанката.

Таргетирање на девизниот курс

Во 1980-те години стратегијата на монетарно таргетирање во ОК беше сменето со стратегија фокусирана на девизниот курс, имено во европскиот контекст на Европскиот монетарен систем, (ЕМС) етаблиран во 1979 година, да ги поврзува главните европски валути и да спречи големи флуктуации помеѓу нив. Најчестото објаснување за промената беше неуспехот на монетарните таргети да ги задоволат очекувањата и повторната потрага по номинално сидро за монетарната политика на ОК. Методологијата под оваа стратегија може да се опише низ кратка анализа на девизниот курс пред 1987 година и двете епизоди на таргетирање на девизниот курс: пегот на

стерлингот со ГМ, 1987-1988 година, недостатокот на официјален таргет за девизниот курс, 1988-1999 година, и искуството на ОК со девизниот механизам за размена познат по англиската кратенка ЕРМ (Exchange Rate Mechanism) 1990-1992.

Причините за воведувањето на таргетирањето на девизниот курс

Една од веројатните и прифатливи причини за употребата на таргетирањето на девизниот курс во ОК беше заради намалување на негативните трговски ефекти на варијабилниот девизен курс поврзан со флотирачки систем на девизни курсеви. На крајот, одлуката беше избор помеѓу девизна стабилност и таргетирање на монетарната понуда. Однесувањето на номиналниот девизен курс, по паѓањето на системот на Бретон Вудс, произведе флексибилни девизни курсеви кои беа екстремно нестабилни и кои предизвикаа значајни нарушувања на текот на трговската размена и неутрализирање на посакуваните карактеристики на флотирачкиот девизен курс. Нестабилноста и нејзините ефекти врз производството и инфлацијата беа промовирани главно од официјалните лица кои ја бранеа вредноста на контролираниот девизен курс, а беа оспорувани од страна на некои економисти базирано на недостатокот на емпириски докази и теоретска поддршка дека намалувањето на нестабилноста на девизниот курс придонесува за подобрувањето на економскиот успех (Белонгиа и Кристал, 1990, стр. 15/17, Фарел ет ал., 1983).

ЕМС договорот самиот по себе имаше цел да ја намали нестабилноста затоа што беше сметано дека внатрешно европската трговска размена беше попречувана во време кога целта беше подлабока економска интеграција (Кобхам, 2012, стр. 12). Ова гледиште беше користено како официјално објаснување за усвојувањето на девизното таргетирање како рамка за монетарната политика (ОЕЦД, 1986, стр. 10-14, говорите на министерот за финансии во април и октомври 1985 година и СРФС за 1985 година). Истите извори го поддржуваат девизното таргетирање поради зголеменото значење на девизниот таргет и намаленото значење на монетарниот таргет, посебно британскиот М3.

Да ги објаснат слабостите на заклучениот девизен курс како стратегија за ОК кога државата имаше намера да се придружи на ЕРМ, Белонгија и Кристал (1990) ги користат фундаменталните разлики помеѓу номиналниот и реалниот девизен курс и основниот теоретски модел за двата вида девизни курсеви. Пред ОК да донесе одлука за влегување во ЕРМ, тие сметаат дека таа одлука би донела исти резултати како и предходниот пег на стерлингот и ГМ во 1987-1988 година, кој заврши кога пегот стана прескап и

неодржлив во домашната економија. Аргументот е добра илустрација на последиците од стратегијата на контрола на девизниот курс од перспектива на монетарната политика.

Девизната политика пред 1987 година

На почетокот на стратегијата на монетарно таргетирање (1974) номиналниот девизен курс се намали во секој квартал од март до ноември 1976 година. Тоа беше влегувањето во првате криза на стерлингот во тој период. Номиналната каматна стапка флуктуираше во релативно тесен опсег до последните неколку месеци пред 1977 година. Опаѓањето на девизниот курс која почна во 1972 година со флотирањето на валутата беше причина за загриженост, но исто така помогна со конкурентноста на ОК и не беше сметана за посериозна закана сè до крајот на кризата во декември 1976 година (Кобхам, 2002, стр. 139).

Да се намали кризата и да се стабилизира стерлингот, БА интервенираше во девизниот пазар и подоцна, во мај 1976 година, ги зголеми каматните стапки за 2,5%. БА подоцна ќе го смени правецот на промената на каматните стапки. Генерално, намалувањето во овој период не беше барано, но исто така не беше причина за реакција. Типично, ОК не користеше монетарна политика да ја стабилизира валутата и се потпираше на девизниот пазар. Како што стабилноста на девизниот курс стануваше поважна, интервенцијата во девизниот пазар продолжи да биде норма, со ОК најчесто забележено како купува странски валути да го зачува ниското ниво на курсот на стерлингот. Стабилноста беше барана во време на слабост на американскиот долар и додека имаше обиди да се задржи опсегот на монетарниот таргет. Во 1985 година СРФС кажува дека „ќе биде потребно да се процени соодветната комбинација на монетарниот раст и девизниот курс да се зачува текот на финансиската политика“ (ОЕЦД, 1986, стр. 11).

До 1979 година и на почетокот на 1980-те, владата беше фокусирана на домашните политики и стратегијата на монетарното таргетирање. Средината беше карактеризирана со висока инфлација и поддржана со зголемување на вредноста на стерлингот **к**он крајот на 1981 и средината на 1983 година, која беше преценета (спротивно на ситуацијата од пред неколку години наназад). Зголемувањето на девизниот курс, според тоа, може да е резултат на фокусот на монетарниот таргет и ефектот на вториот нафтен шок кој беше во полза на валутите како таа на ОК која беше самостојна во поглед на нафтата (Кобхам, 2002, стр. 142). По краткото зголемување на валутата,

условите се сменија, американскиот долар порасна и домашната политика на помалите каматни стапки работеа во правец на намалувањето. Девизниот курс на почетокот на 1980-те беше за првпат земен предвид како индикатор на ставот на монетарната политика. ОК ја смени својата каматна политика кога стерлингот изгледаше преслаб или прејак, но немаше промена во тоа што немаше девизен таргет (ОЕЦД, 1986, стр. 10-11).

Она што ја овозможи промената можеби дојде во јануари 1985 година, кога владата реагираше на остриот пад на девизниот курс. Реакцијата на владата беше големо покачување на краткорочните каматни стапки. Тоа го направи со покачувањето на позајмувачката стапка на минималниот опсег 1 во неколку чекори од вкупно за 4,5%, од 9,5% до 14% до крајот на годината (Пепер, 1990, стр. 33). Стерлингот се опорави во остатокот на годината, а следното намалување кое почна во 1986 година, кога каматните стапки (покачени како реакција на кризата на стерлингот) беа намалени за пола од претходните зголемувања, до околу пола од годината. Во јануари 1985 година, владата презеде монетарна акција поради девизниот курс, но причината за зголемувањето на девизниот курс беше можеби преголемиот раст на монетарните агрегати во последните месеци од 1984 година (ОЕЦД, 1986, стр. 11). Девизниот пад, меѓутоа, можеби остави подолгорочен ефект врз економските услови во 1986, 1987 и 1988 година и во периодот на висока инфлација во порастот познат како ласоновитиот економски пораст (именуван по тогашниот министер за финансии, Нигел Ласон).

Посериозното опаѓање на стерлингот кое следеше, почнувајќи во декември 1985 година не беше последица на монетарните фактори, тоа беше последица на остриот пад на цената на нафтата. Цената на нафтата падна од 30$ по барел во ноември 1985 година до 10$ по барел до јули 1986 година (Пепер, 1990, стр. 30). Помеѓу 1985 и февруари 1986 година стерлингот се намали за 8,1%. Каматните стапки паднаа скоро на ниво од пред јануари 1985 година. Никаква акција не беше преземена како резултат на опаѓањето на каматните стапки што доведе до значајно потценување на вредноста на стерлингот кон крајот на 1986 и почеток на 1987 година.

Девизниот курс пред 1987 година флуктуираше широко во номинални и реални мерки. Исто така, варијациите во девизниот курс ги надминаа варијациите во каматните стапки и инфлацијата. Тогаш е можно тоа да го привлече вниманието на владата и исто така како идеа за замената на монетарната стратегија. Пред март 1987 година, како што стои во анкетата на ОЕЦД од 1985/1986 година, не постои официјален таргет за девизниот курс во ситуација на зголемувањето на значењето на таа стапка за

постигнување на цели во монетарната политика, и крајно за постигнување на ценовната стабилност:

> „Крајниот таргет на монетарната политика продолжува да биде одржувањето на надолен притисок врз инфлацијата, цел која е помогната од зголемувањето на вредноста на стерлингот од март 1985 година. Не постои таргет за стерлингот, но беше очигледно од акциите на властите дека од јануари 1985 година девизниот курс беше поголемо влијание врз политиката отколку предходно“ (ОЕЦД, 1986, стр. 11) .

Пегот на стерлингот со германската марка од 1987-1988 година и воведот во ЕРМ

Ако британската економија беше добра во средината на 1980-те со ниска инфлација и здрав извоз, зошто владата на ОК се одлучи за пег помеѓу стерлингот и ГМ во 1987 година? Литературата, како што беше наведено, ја поддржува тезата дека потрагата за ново сидро за монетарната политика е најверојатната причина за промената кон таргетирање на девизниот курс. Пегот со ГМ во 1987 година е, според оваа теза, логичен „чекор понатаму во развојот на владините претпочитувања за стабилност на девизниот курс наспроти монетарните таргети“ (Кобхам, 2002, стр. 64). Монетарните агрегати во ОК почнаа да се однесуваат на начин кој беше сметан како нестабилен и традиционалните врски помеѓу монетарните акции и промените во производот или инфлацијата беа гледани како слаби или исчезнати. Според ОЕЦД (1986, стр. 11): „Нивото на каматни стапки, намалувањето на цените и самата рецесија укажуваа дека монетарните услови беа многу позатегнати од тоа што укажуваат широките агрегати“. Ако монетарните агрегати не се сигурни за водењето на монетарната политика, станување неформален член на ЕРМ и пегот на стерлингот со ГМ беше можеби гледано како можна алтернатива за монетарното таргетирање (Белонгија и Кристал, 1990, стр. 20-21). ЕРМ, во која министерот за финансии сакаше да ја одведе државата, беше широко видена како аранжман со кој другите европски земји ги поврзуваат нивните валути со ГМ за да бенефицираат од антиинфлациската кредибилност на Бундесбанката (Кобхам, 2012, стр. 12). Надежта беше дека ниската и стабилна инфлација во Германија би ги дисциплинирала нивните политики, посебно монетарната политика доколку валутите се врзани со ГМ.

Патот до пегот со ГМ водеше низ договорот потпишан на почеток на 1987 година познат како Договорот од Лувр на 20 и 21 февруари 1987 година. Министерот за финансии го искористи Договорот од Лувр како шанса да ја воведе ГМ како номинален девизен таргет, иако оригиналната намера на договорот беше да се средат разликите помеѓу американскиот долар и другите валути. Според Пепер (1990, стр. 31), „Интервенцијата врз основа на Договорот од Лувр ја сокри политиката на пегот помеѓу стерлингот и германската марка. Големината на интервенцијата беше прецизно со сума потребна да се оствари пег на стерлингот со германската марка во вредност нешто подолу од 3,0“. На почетокот од 1987 година девизниот курс на стерлингот се подобри со голема интервенција во девизниот пазар (Пепер, 1990, стр. 31), а до времето на пегот во март 1987 година достигна 2,90 ГМ. Нивото 3:1 беше одржано од март 1987 до март 1988 година.

Низ овој период девизниот курс се сметаше за одлучувачко влијание во монетарната политика, со влада која ја следеше економската конкурентност и која се надеваше да ја зачува. Целта беше да се стабилизира девизниот курс со ГМ делумно со купување на странски валути, но исто така со промена на каматните стапки. Таргетирањето на девизниот курс на ГМ се случуваше во период на зголемен инфлациски притисок и кога кусењето на каматните стапки поради надворешните индикатори се судираше со домашните каматни сигнали. Пегот бараше нагорен притисок на девизниот курс и работеше против стабилизирањето на растечката инфлација. Како што беше кажано порано, причината за ласоновиот економски раст, кој се појави за време на пегот со ГМ, беше прекумерна лабавост во предходните девизни стапки и промените од финансиските иновации во тоа време. Резултатот беше притисок врз девизниот курс кој делува против домашните инфлациски цели. Напуштањето на пегот со ГМ во март 1988 година доведе до простор за намалувањето на каматните стапки.

По март 1988 година немаше друг девизен или монетарен таргет во ОК. Девизниот курс и каматните стапки флуктуираа за време на Ласоновиот економски раст сè до 1990 година. Промената од периодот на пегот беше тоа што монетарната политика беше противинфлациска, додека, стабилноста на девизниот курс остана *посакувана* сама по себе (поради причини како конкурентност), но не беше примарниот таргет на политиката (Кобхам, 2002, стр. 146). Вредноста на стерлингот порасна во летото 1990 година, а зголемувањето беше поврзано со очекувањето дека ОК ќе се приклучи кон ЕРМ и делумно поради ефектите на промената на цената на нафтата поради ирачката инвазија на Кувајт во август 1990 година.

Периодот на ЕРМ од 1990-1992 година

ОК се приклучи кон ЕРМ во октомври 1990 година со стерлингот врзан со другите валути, а со ниво од еден стерлинг еднаков на 2,95 ГМ, со опсег на толеранција од 6% во двата правци. Ова ниво беше одржувано ефективно во тој опсег за време на целиот период во ЕРМ кој заврши во септември 1992 година. ОК влезе во ЕРМ под услови на висока инфлација, големи дефицити во платниот биланс, растечка вредност на владиниот дефицит и политичка неизвесност. Генералниот правец на каматните стапки беше намалување од високо ново од 15% со постепени намалувања до 10% за време на летото 1990 година. Причините за влегување во ЕРМ кон крајот на 1980-ти беше главно како алатка да се воведе дисциплина во контролирањето на инфлацијата покрај стабилноста на девизниот курс, но исто така да се покаже кредибилност на монетарната политика:

> „Со влегување во ЕРМ, тогаш, монетарните власти на ОК се надеваа да најдат покредибилна рамка за политиката и алтернативна номинална дисциплина на монетарните таргети кои беа видени како неуспешни. Начинот на кој тие влегоа во ЕРМ беше под значајно влијание на краткорочни и политички пресметувања, и прашање е дали посебно сите политичари навистина ги разбраа инволвираните ограничувања“ (Кобхам, стр. 77) .

По влезот во ЕРМ властите употребуваа три инструменти на монетарната политика: каматните стапки, интервенција во девизниот пазар и комуникација дека нема да има девалвација. За време на периодот на ЕРМ, монетарните власти се обидуваа да ги намалат каматните стапки за да парираат на рецесијата, без да го нарушат пегот на ЕРМ и често дозволуваа стерлингот да падне во подолниот дел на опсегот. Со други зборови, ограничувањето значеше дека ЕРМ имаше сериозен ефект врз просторот за маневрирање на ОК. Властите не беа спремни за острината на ограничувањата на ЕРМ, кои беа во тоа време значајни (Севила, 1995, Кобхам 2002). Очекувањата беа дека ОК ќе ја брани целта на ценовната стабилност и ќе мора да ги убеди на финансиските пазари дека нема да не го остварат ветеното. Во спротивно ќе отворат можност за пазарна шпекулација. Затоа, зголемувањето на каматите беше попречено низ периодот, но во втората половина на декември 1991 година кога Германија ги крена каматите за 0,5% и беше креативна во намалувањето на некои од своите каматни стапки.

Девизните курсеви беа поддржани со зголемена фреквентност и интервенција во девизните пазари. До летото 1992 година, владата ја проследи својата спремност да ја заштити својата девизна политика со јавни изјави од страна на министерот за финансии за задржување на паритетот, непостоење на девалвација и негирање на какво било прегрупирање (Кобхам, 2002, стр. 78-79). Монетарните власти во ОК чекаа кризата да помине, но немаа резервен план ако притисокот беше преголем. Кога стратегијата пропадна и пред излез од ЕРМ на 16 септември 1992 година, ОК изведе огромна интервенција во девизниот пазар во последен момент и ги крена каматните стапки. Властите беа ангажирани во масивна стерилизација (околу 70 милијарди долари според тогашните проценки). Овој труд се покажа како неефективен и само по неколку часа британската влада дозволи стерлингот да флуктуира (Обсфелд и Рогоф, 1995, стр. 80).

За кризата на ОК со ЕРМ можеме да кажеме дека: (1) беше надворешна криза, (2) се случи поради вградената крутост на ЕРМ и (3) беше влошена од германската монетарна политика која беше водена од германската унификација и не беше веројатно дека ќе го смени правецот да дозволи остатокот од учесниците да останат во ЕРМ. Ако ОК продолжеше да се придржува за девизниот таргет, тоа ќе доведеше до значајно забавување на економскиот раст и зголемување на невработеноста како што се случи во Франција, која остана во ЕРМ (Мишкин, 2009, стр. 230).

Реакциските функции за време на таргетирањето на девизниот курс во Обединетото Кралство

Да ја опишеме практиката на таргетирањето на БА за време на таргетирањето на девизниот курс можеме да ги разгледаме резултатите од три економетриски студии. Најраната е на Кларида, Гали и Гертлер (1997) и следат Нелсон (2000) и Адам, Кобхам и Герардин (2005). Првата проблематика поврзана со емпириските студии на реакциските функции вклучува релативна отвореност на економијата на ОК во споредба со американската економија, така што Тејлоровото правило врз кое се базираат повеќето економетриски модели од овој вид е помалку релевантно и потешко за користење отколку во САД. Адам, Кобхам и Герардин (2005, стр. 501-503) го објаснуваат проблемот и наоѓаат дека Свенсон (2000) и Бал (1999) имаат соодветно решение за приодот. Тие исто така опишуваат други проблеми и ограничувања во нивниот приод и приодот во други студии на реакциските функции на ОК за време на периодот на девизното таргетирање.

Следејќи ги резултатите од нивната анализа за ОК, Кларида, Гали и Гертлер (1997, стр. 23) наоѓаат дека и покрај ниската инфлација во 1980-те, финансискиот пазар го принуди ОК да одржува високи каматни стапки за да го одржи девизниот курс. Кларида, Гали и Гертлер (1997) ги испитуваат контрафактичките можности дека ОК би го следело германското монетарно правило наместо да биде дел од ЕРМ во 1990 година. Резултатите на експериментот се согласни со ставот дека мала отворена економија со фиксен девизен курс и перфектна капитална мобилност не може да има независна монетарна политика. Ако економијата западне во рецесија (принудувајќи затегната монетарна политика за да се одржи стапката согласна со таа на другата земја) и ако бизнис циклусот не е усогласен (како што се случи помеѓу ОК и Германија кон крајот на 1980-ти) централната банка може да ги постави каматните стапки на повисоко ниво, повеќе отколку што би сакала според домашните услови. Изборот е да се одржат повисоките каматни стапки или да се напушти фиксниот девизен курс (Кларида, Гали и Гертлер, 1997, стр. 24). Според тоа, главниот проблем со ЕРМ беше разликата помеѓу бизнис циклусите во ОК и Германија во тоа време. По излезот од ЕРМ во 1992 година, каматите во ОК беа намалени до одржливо и поадекватно ниво, водејќи до економски развој и повисока вработеност. Кларида, Гали и Гертлер (1997, стр. 27) заклучуваат дека е тешко да се гради кредибилитет со фиксен девизен курс како механизам поради притисоците врз економијата што резултираат од загубата на монетарна контрола.

Нелсон (2000, стр. 24) проценува модел во кој номиналната каматна стапка во ОК реагира на германската секојдневна номинална каматна стапка, годишната инфлација и разликата помеѓу производството и потенцијалното производство. Нелсон (2000, стр. 25) наоѓа не само дека постои значаен ефект на германската номинална каматна стапка, туку исто така постојат докази за силна и статистички значајна реакција во производот. Реакциите на домашната инфлација во неговата студија се претставени како негативни и незначајни. Резултатите на студијата откриваат силно девизно таргетирање во ОК помеѓу 1978 и 1990 година: „Резултатите тогаш сугерираат дека од 1987 до 1990 година монетарната политика на Бундесбанката, а не домашните варијабли, служеа како номинално сидро за монетарната политика на ОК. Но, домашни фактори продолжија да бидат земени предвид, како што е индицирано од значајниот степен на постепеното менување на каматната стапка, и со позитивниот коефициент на производствениот јаз“ (Нелсон, 2000, стр. 25).

Долгорочната реакција на ОК на германските стапки во Нелсон е 1,11, двојно од проценките во Кларида, Гали и Гертлер (1997) каде што долгорочниот коефициент е 0,60.

Разликата во анализите помеѓу двете студии се должи на разликите во испитуваниот период. Ова укажува дека помеѓу 1979 и 1987 година германската монетарна политика не беше главен фактор во формирањето на политиката на ОК и дека стана доминантен фактор од 1987 до 1990 година (Нелсон, 2000, стр. 25). Уште еден важен наод на Нелсон (2000) е поврзан со покачувањето на инфлацијата кога во периодот на девизното таргетирање каматните стапки беа високи во споредба со тие на Германија (6% и повисоки). Нелсон (2000) заклучува дека монетарниот раст и каматните стапки се важни за агрегатната побарувачка и дека појавувањето на инфлација беше делумно поради високите стапки на монетарниот раст. Овој спекулативен став е поддржан од Стјуарт (1996, стр. 284) кој дава графикони кои ја покажуваат состојбата за различни проценки на податоците кон крајот на 1980-те години (графикон 5).

Студијата на реакциските функции од Адам, Кобхам и Гирард (АКГ) (2005, стр. 507) сугерира дека за време на периодот пред ЕРМ одредувањето на каматните стапки во ОК беше доминантно попречено од надворешни фактори: „Не само што меѓународниот модел недвосмислено доминира над домашниот модел, исто така го доминира заедничкиот придвижувачки модел: работејќи според странски каматни стапки укажува дека домашната инфлација и производствениот јаз влегуваат во проценетата реакциска функција значајно и всушност инфлацијата е со ‚некоректен' знак". Предлогот е дека каматните стапки во ОК реагираа во голема мерка на движењата на германските стапки, но многу помалку на движењата на американските каматни стапки.

Примерот во емпириските студии на политиката за каматните стапки во ОК помеѓу 1987 и 1990 година целосно укажуваат на јасно влијание на германската политика во каматните стапки. Ова е во согласност со теоријата на таргетирање на девизниот курс кое ако се следи стратегијата за мала отворена економија, каква што е таа на ОК, ќе произведе варијации на политиката на каматните стапки кои не се придржуваат на индикаторите на домашната инфлација или производ. Бенефициите на таргетирањето на девизниот курс во ОК можеби беа надминати од загубата на можноста да се има домашно ориентирана монетарна политика, нешто што ќе се промени со воведувањето на инфлациските таргети (Кинг, 1994, стр. 115). Кредибилитетот на БА и МФ беше понатаму намален со влезот во ЕРМ. Периодот помеѓу 1979 и 1987 година покажува некаков степен на монетарна политика на ОК која е независна, а периодот помеѓу 1990 и 1992 не е тестиран.

Некои генерални заклучоци за таргетирањето на девизниот курс во Обединетото Кралство

Девизните курсеви беа често спротивни на целите на политиката и работеа во спротивна насока од посакуваната. Клучното прашање поврзано со нееднаквиот успех е дали таргетирањето на девизниот курс беше корисен како таргет за монетарната политика на ОК. Значењето е во тоа дека режимот на девизниот курс во ОК беше високо непрецизен за да служи како стратегија и како инструмент на монетарната политика.

Анализата на Кобхам (2002, стр. 157-158) за стратегијата со девизниот курс доведува до следните заклучоци: (1) девизниот курс не функционира како корисен автоматски рамнотежен механизам (затоа што произведе позитивни и негативни последици и беше тешко да се изврши влијание без надворешни влијанија), (2) не функционираше како корисен инструмент на монетарната политика (во голема мерка ОК не успеа да го контролира неговиот правец), (3) девизниот курс често влегуваше во неочекувани и непосакувани турбуленции (големо надценување и кризите на стерлингот од друга страна се сведоци за оваа ситуација) и (4) предизвика негативни последици за разните британски економски сектори. Меѓутоа, Кобхам исто така забележува дека да се игнорира среднорочното движење на девизниот курс е опасно затоа што, најверојатно, води до долгорочна неусогласеност помеѓу монетарната политика и економијата.

Мишкин (2009, стр. 228-229) ги сумира предностите на таргетирањето на девизниот курс: (1) ја чува инфлациската стапка под контрола кога номиналното сидро на девизниот курс ја закотвува инфлацијата за меѓународно разменети добра, (2) (ако е кредибилно) ги усидрува инфлациските очекувања за инфлациските стапки во референтната земја, (3) обезбедува автоматско правило за водењето на монетарната политика кое помага во намалувањето на временската недоследност (со намалувањето на дискрецијата) и (4) има предност затоа што е едноставно и јасно што го прави лесно за разбирање за јавноста. Недостатоците вклучуваат: (1) со отворени финансиски пазари таргетот резултира во губиток на независност на монетарната политика, шоковите во референтната земја се директно пренесени во домашната економија затоа што каматните стапки во двете земји се поврзани, (2) го одвојува секојдневниот сигнал што девизниот пазар го нуди за ставот на монетарната политика и (3) таргетот за девизниот курс ја отвора земјата кон спекулативни напади на нејзината валута. Во случајот на ОК скоро сите овие услови беа во игра. Негативните ефекти на таргетирањето во ОК се посебно лоши и потврдуваат две понатамошни поенти направени од Мишкин (2009, стр. 231) за

потребата за цврста обврска кон стратегијата и цената на следењето на стратегијата. Можеме да заклучиме дека ОК немаше силна обврзаност да го задржи девизниот таргет, а цената на девизниот режим беше платена со послаб економски раст поради недостатокот на независна монетарна политика. Цената беше посебно висока поради состојбата на бизнис циклусот во ОК за време на членството во ЕРМ.

Инфлациско таргетирање во ОК

Стратегијата на инфлациско таргетирање обезбеди алтернативно номинално сидро за монетарната политика на ОК по неуспехот на монетарните таргети и режимот на таргетирање на девизниот курс (Бернанке ет ал., 1999, 145). Главната причина за новата стратегија непосредно по 1992 година, меѓу другото, беше дека излезот од ЕРМ ја оштети кредибилноста на монетарната политика на ОК. Министерот за финансии беше спремен да ја дели својата одговорност за процесот со БА, институција која во тоа време имаше многу повеќе кредибилитет отколку МФ, и беше во можност да ја поврати довербата во монетарната политика на ОК. Моментот на промената беше опортунистички затоа што дојде на крајот на рецесијата, кога инфлацијата стануваше пониска, а економијата се опоравуваше. Заклучувањето на добивките од дезинфлацијата помогна со формирањето на очекувањата и беше, во ретроспектива, една од најважните придобивки од стратегијата на инфлациското таргетирање.

Помеѓу најголемите промени во методологијата беа: недостатокот на посреден таргет, промена во институционалните аранжмани кон поголема независност на БА (во 1997 година) и третирањето на ценовната стабилност како единствена цел на монетарната политика. Кинг (1994, стр. 118) тврди дека очекуваната инфлација за некој иден датум е непосредниот таргет. Ова е поддржано од Свенсон (1998, стр. 2) кој посочува дека инфлациското таргетирање нема погрешно непосреден таргет, и додава дека инфлациската прогноза на централната банка, навистина, може да биде сметана за непосреден таргет. Инфлацискиот таргет не ја исполнува јасната дефиниција за непосредни таргети дадени од Биндсеил (2004б, стр. 9). Халдејн (1997, стр. 21) исто така забележува дека објавените предвидувања на централната банка: „Не се механичка изведба од еден макроекономски модел, туку се земени од многу поширок и побогат збир на информативни варијабли – квантитативни и квалитативни, реални и монетарни“. Инфлациското предвидување е направено со помош на поширок збир на модели кои исто така земаат предвид надворешни шокови. Главниот модел е исто така само еден од многу

извори на информации за одредувањето на каматните стапки. Бофингер (2001, стр. 262) го споредува инфлацискиот таргет со монетарниот таргет како таргет базиран на правило**:** „Монетарното таргетирање (и другите едноставни правила) се стреми да ја намали комплексноста на економскиот процес и да го претвори во брз и скромен начин на пронаоѓање' кој може лесно да се спроведе од страна на централната банка и може лесно да се следи од страна на јавноста. Инфлациското таргетирање користи поинаков приод. Остава отворен простор како редуцирањето на комплекстонста ќе се оствари". Крајната одредница дали инфлацискиот таргет е исто така посреден таргет може да биде базирана на тоа дали инфлацискиот таргет може ефективно да биде контролиран од централната банка, што останува неодредено. Инфлациските таргети, заедно со концептот на ценовната стабилност исто така можат да бидат нестабилни и како такви неподобни како механизам заснован на правила. Она што е извесно е дека под инфлациско таргетирање ОК имаше инфлациска цел на среден рок и спроведување кое е базирано на контролирањето на краткорочните каматни стапки.

Новата стратегија бараше сериозна промена не само во институционалната рамка и оперативната процедура, туку исто така и во економското моделирање неопходно да го прилагоди многу поробусниот и покомплицираниот збир на варијабли релевантни за рамката на инфлациско таргетирање. Стратегијата на инфлациското таргетирање во ОК може да биде опишано како да има два елементи: политиката на инфлациско таргетирање (врзано со постигнувањето на инфлацискиот таргет) и нов однос помеѓу политичките власти и централната банка за да функционира системот (Кобхам, 2002, стр. 93). Двата елементи останаа во движење и еволуираа со текот на времето. Како што видовме од историската хронологија, според одговорноста за инфлацискатa прогноза и советувањето на МФ за политиката на стапките БА играше поважна улога во процесот на донесување на одлуки. Спроведувањето беше препуштено на МФ и канцеларот. По 1997 година новиот министер за финансии, Гордон Браун, ѝ даде оперативна независност на БА и ја задржа улогата на поставувањето на инфлацискиот таргет. Полната одговорност за водењето на монетарната политика за постигнувањето на инфлацискатa цел се префрли на БА и новоформираниот КМП. Разликите во методологијата помеѓу раниот период на инфлацискотo таргетирање (пред 1997) и периодот во кој БА оперираше со инструментална независност бараат различни процеси на спроведување. Според тоа, во оваа точка ќе бидат разгледани карактеристиките на стратегијата на инфлацискотo таргетирање и неговото спроведување во два одделни периоди. Оваа точка има три нови елементи за описот на инфлацискотo таргетирање, што по мое мислење се

важни за заклучоците: проширување на бројот на економски модели користени од КМП за одлуките потребни во предвидувањето и поставувањето на каматните стапки по 1997 година, преглед на каналот на инфлациските очекувања и теоретскиот контекст се додадени во завршната точка.

Првата рамка за инфлациското таргетирање – од 1992 до 1997 година

Помеѓу 1992 и 1997 година, БА земаше предвид многу индикатори и други фактори надвор од моделите за својата улога да обезбеди прогноза за инфлацијата. Широките и тесните монетарни таргети (М4 и М0) беа исправени како информациски варијабли, но не постои опсег кој се следи за девизниот курс. Стратегијата, според Бернанке ет ал. (1999), продолжи да дава нагласок на ценовната стабилност како главна цел на монетарната политика на ОК, само со многу поголемо внимание на стапката на инфлација.

Најрелевантните промени во институционална рамка за овој период се позабележителните и структуирани односи помеѓу БА и МФ. Од 1992 година заедно работеа за постигнувањето на монетарните цели. Меѓу видливите промени асоцирани со институционалната рамка се: (1) формализирањето на состаноците помеѓу министерот за финансии и гувернерот со цел поставување монетарната политика, (2) одлуката за точното време и некои промени во каматните стапки (официјално направени од страна на министерот за финансии) беше оставено на гувернерот на БА (сè додека беше спроведена пред следниот состанок), и (3) објавувањето на записникот од месечните состаноци помеѓу министерот за финансии и гувернерот во рок од недели по состанокот (Кинг, 1994, стр. 122, Бернанке ет ал., (1999, стр. 157) и Кобхам, 2002, стр. 94). Објавувањето на *месечните извештаи* на МФ и кварталните *инфлациски извештаи* од страна на БА беа додатни елементи на промената во комуникацијата што се случи рано во периодот на инфлациско таргетирање и кое може да биде сметано за дел од промените во институциите. Одлуките за точното време на промените на каматните стапки беше направено со цел да се одбегне обвинувањето дека промените беа направени за политички цели и времето на одлуките беше едно од елементите поврзани со политичкото вмешување (Кобхам, 2002, стр. 94). Скоро сите промени беа завршени до 1994 година.

Инфлацискиот таргет беше 12-месечното зголемување на нивото на ценовниот индекс познат како РПИХ. Овој индекс ги вклучуваше нестабилните елементи како што

се енергијата и примарните ефекти на одаочувањето, но ги исклучуваше каматите платени за хипотеки. Владата одлучуваше секоја година за оперативната дефиниција на ценовната стабилност за целите на монетарната политика (Кобхам, 2002, стр. 93, Ален, 2000, стр. 68 и Кинг, 1994, стр. 121 меѓу други извори). Нивото на таргетот беше од почеток поставено како опсег помеѓу 1% и 4% и беше дадено ветување од страна на министерот за финансии дека инфлацијата ќе биде намалена до половината од опсегот (или 1-2,5%) до крајот на актуелниот парламент што требаше да заврши во 1997 година. Во јуни 1995 година, владата го промени таргетот од опсег на „инфлациска точка“ од 2,5% или помалку, правејќи го инфлацискиот таргет несиметричен. Периодот за постигнувањето на таргетот беше стапката на инфлација очекувана за две години, кое се сметаше (според макроекономскиот модел на БА) како типично забавување помеѓу одлуката за официјалната каматна стапка и нејзиниот полн ефект врз инфлацијата (БА, 1999, стр. 3). Важно е да се забележи дека вистинскиот таргет на БА не беше РПИХ инфлацијата, туку очекуваната РПИХ инфлација (Бернанке ет ал., 1999, стр. 155, Кинг, 1994, стр. 121).

Оперативната процедура според која монетарните власти во ОК ја водеа монетарната политика во првиот период на инфлациското таргетирање беше прашање на изведување на инфлациска прогноза, направено од БА, и одлучување за нивото на каматни стапки потребни да се постигне инфлацискиот таргет кој е во согласност со владината дефиниција на ценовната стабилност, направено официјално на состанокот помеѓу гувернерот на БА и министерот за финансии. Односите и взаемното дејствување помеѓу двете различни институции одговорни за монетарната политика доведуваше до несогласувања и јавни последици кои на крај ја отворија можноста за оперативна независност на БА во 1997 година. Причината за ваквиот аранжман, исто како и последиците, се дискутирани интензивно во литературата (Бин, 2003, Викерс, 2002, Бернанке ет ал., 1999, Кобхам, 2002 и 2012, Ален, 2000, Ангериз и Арестис, 2009 итн.). Заклучоците во литературата се слични: аранжманот беше систем на двојна агенција во кој имаше и друг поттик освен најдобрата монетарна политика (како што беше политичката мотивација, поправање на кредибилитетот, мотивација за автономија на БА итн.), но исто така и елементи на проверка и рамнотежа, каде што БА служеше како проверка на силата на министерот за финансии. Фактот дека БА остана под контрола на министерот за финансии беше најверојатната причина за основната тензија во односите. Во Бернанке ет ал. (1999, стр. 159) е забележано следното: „Во многу вистинска смисла, низ целиот период банката дејствуваше како институционалната и владина

‚противинфлациска совест‘“. Еднаквиот придонес кон оперативната процедура беше внимателно истражениот и напишан инфлациски извештај.

Кварталниот инфлациски извештај беше за двегодишен период и имаше шест секции, сумирани од Кобхам (2002, стр. 98): (1) скорашните инфлациски движења, (2) движењата во парите, каматите и девизниот курс, (3) пораст на агрегатната побарувачка и производот, (4) пазарот за труд, доходот, невработеноста, експанзија на платите и продуктивноста, (5) динамиката на цените, девизниот курс и профитот и (6) среднорочно инфлациско предвидување, заедно со анкети, приватни прогнози и имплицирани пазарни очекувања. Со новата рамка во сила, канцеларијата за национални статистики (агенција различна од БА) беше одговорна за калкулирање на разните серии на инфлации кои беа користени во процесот на инфлациското прогнозирање (Бернанке ет ал., 1999, стр. 154). Инфлацискиот извештај во овој период даваше детали за минатите постигнувања на британската економија, ги споредуваше актуелните инфлациски резултати и идентификуваше фактори кои беа најголема опасност за ценовната стабилност. Подетален увид на внатрешните оперативни процедури во подготвувањето на инфлацискатa прогноза за финалниот извештај може да се најде во Кинг (1994, стр. 122-123).

Целта на инфлациското прогнозирање беше да се добие централна проекција за инфлацијата и да се пронајдат статистички грешки. Внатрешната формула користена од БА содржеше грешки кои беа направени во прогнозирањето 10 години наназад (Кинг, 1994, стр. 121). Централната проекција беше заменета во 1996 година со објавувањето на широка лепеза од предвидени инфлации (Кобхам, 2002, стр. 98). Веројатноста за прогнозата да биде прецизна беа прикажани како различни нијанси на црвена боја која го доминира графиконот. Прогнозата тогаш беше користена како главна алатка за мерењето на успехот или неуспехот на монетарната политика во таргетирањето. Најважниот придонес на инфлацискиот извештај можеби беше објективната и сеопфатна анализа на инфлациските трендови и притисоците кои ја подобруваа професионалната стручност на БА, исто како и помагањето при донесување одлуки за каматните стапки од страна на канцеларот, која со извештајот беше подобро информирана одлука.

Министерот за финансии ги донесуваше *одлуките за каматните стапки* како дел од снимените месечни монетарни состаноци. Записот на овие состаноци за периодот помеѓу 1994 и 1997 година дава внатрешна слика за процесот на одлучување и за нивото на согласност или несогласност помеѓу гувернерот на БА и министерот за финансии. Кобхам (2002, стр. 99-104) дава податоци и анализа за процесот на донесување одлуки и

сумира пет поенти: (1) учесниците во процесот користат економски јазик (наместо политички размислувања), (2) двегодишниот период дава опсег за размислувањата за најверојатните резултати на прогнозата, (3) нема докази дека M0 или M4 агрегатите беа важни при одлуките за каматните стапки, (4) девизниот курс продолжуваше да биде грижа и (5) структурата на рамката доведе до несоодветни мотивации за министерот за финансии и гувернерот во форма на додатни цели во двете институции. Оперативната процедура на инфлациското таргетирање (во однос на одлуките за каматните стапки) беше далеку од процедура базирана на механичко правило и дозволуваше широк опсег на дискреција. Едно од заплетканите прашања беше дали постои приватна инфлациска прогноза од МФ која беше вистинскиот таргет за монетарната политика. Во тој случај, министерот за финансии можеби ги игнорираше некои клучни придонеси на БА за процесот.

Спроведувањето под инфлациското таргетирање за целиот период (1992 – 2008 година) беше водено, како и во претходните режими, преку користењето на операции во отворениот пазар. Со текот на годините имаше малку промени во режимот на монетарното таргетирање, во операциите, во пазарот за пари на БА. Банката издаваше средства со рок од две недели во пазарот за пари и со фиксна официјална стапка, сега репо-стапка (кратенка за договор за продажба и повторно купување) избрана од КМП. Операциите на отворен пазар на ОК користеа дневна аукциска процедура и двете операции, репо и регуларните продажби или купувања на хартии од вредност. Одобрените хартии од вредност, како и порано, вклучуваа „гилтс“ и стерлиншки трезорски записи и други средства. Целосно купување на записи и други одобрени хартии од вредност исто така беа опција. Контролата над побарувачката и понудата на средства беше правена со помош на недостаток на рефинансирачки средства кои тогаш мора да бидат позајмени како додатни финансиски средства од БА на дневна основа. Второ, како што дел од средствата пристигнуваа за наплата, секој работен ден, и заради вообичаениот недостаток на фондови, фреквенцијата на операциите беше дури три пати на ден. Необично високата фреквенција и помалата големина на репо-операциите се резултат на недостиг на систем на задолжителни резерви (Биндсеил, 2004, стр. 156-157). Дневен распоред на операциите во отворениот пазар и ограничената листа на квалификувани противучесници (банки, препродавачи на хартии од вредност, итн) останаа базични за системот (БА, 1999, стр. 5).

Втората рамка на инфлациското таргетирање од 1997 година

Репрезентативна листа на литературата која ја опишува втората рамка на инфлациското таргетирање, како и оперативните процедури и модели на монетарна политика користени од страна на КМП може да ги содржи трудовите на Ангериз и Арестис (2008, 2009), Арестис (2009), Арестис и Сојер (2002, 2008), Бин (2003), Бин и Џенкинс (2001), Кобхам (2002), Гудхарт (2000, 2001, 2004), Кинг (2012), Кон (2001), Николов (2002) и Викерс (1998) помеѓу други извори.

Извори од литературата за теоретската рамка за користење на инструментите и спроведувањето можат да се најдат во Биндсеил (2004а, 2004б) и Бофингер (2001). БА самата објави некои од клучните извори кои го опишуваат макроекономскиот модел (ММ) во 1999 година (БА, 1999 и 1999б) со модификации во 2000 година (БА, 2000ц) и новиот макроекономски модел (НММ) во 2005 година (БА, 2005). Детален преглед на процесот на КМП е објавен во Кон (2001), а прегледот на макроекономските модели е содржан во Паган (2003). Анализите во овие извори се базираат на извори од БА за оперативните процедури и модели на КМП, но исто така на теоретските основи на праксата на инфлациското таргетирање содржано најмногу во „новиот консензус“ и другите „пост“ или „ново“- кејнзијски економски теории.

Институционалната рамка по 1997 година е карактеризирана со: (1) давање на оперативна независност на БА, (2) формирањето на КМП кој го имаше својот прв состанок во јуни 1997 година, (3) институционалните и оперативните промени опишани во законот за БА една година подоцна, во јуни 1998 година, и (4) задржувањето на контролата на министерот за финансии над дефинирањето на ценовната стабилност, инфлацискиот таргет и контролата над политиката на девизниот курс. БА, меѓутоа, ги задржа девизните резерви и беше одговорна за спроведувањето на политиката на девизниот курс. Имаше и две други помали промени. Надзорот над банките и менаџирањето на државниот долг му припадна на МФ со формирањето на одвоени агенции во структурата на МФ.

Зошто БА доби оперативна и инструментална независност во 1997 година? Официјално тоа беше заради нејзините успеси во произведувањето на инфлациската прогноза, стручноста како политички советник и бенефициите што доаѓаа од зголемената одговорност која е возможна со независна централна банка. Во реалност, една очигледна причина може да биде неодржливиот модел на две различни институции задолжени за монетарна политика, често работејќи во спротивна насока. Посуптилна

причина која не е често разгледувана во литературата е прашањето на управување со комплексно монетарно моделирање.

КМП беше формиран во мај 1997 година да управува со каматните стапки во ОК и беше одговорно за одржување на ценовната стабилност како неопходна основа за одржување на долготраен економски развој со високо ниво на вработеност (Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 1). Одлуките за монетарната политика на КМП, меѓутоа, се предмет на значаен надзор, а структурата на КМП доведува до неколку институционални проблеми и прашања. Меѓу нив е и прашањето дали одлуката за каматните стапки треба да биде воопшто направена од страна на комитет, прашањето на нерамнотежата помеѓу надворешните и внатрешните (БА) членови и проблематиката со раководењето затоа што членовите на КМП се поставени со надзор од владата. Некои прифатливи одговори на овие прашања можеме да ги најдеме во Гудхарт (2000, стр. 230): (1) членовите на КМП се избрани поради својата сопствена стручност и се индивидуално и лично одговорни за нивното мислење, (2) од истите причини, нема сериозни докази дека внатрешните членови на КМП се обидуваат да гласаат како блок и (3) владиниот надзор на КМП осигурува јавно избран надзор и поголема одговорност и соработка помеѓу БА и Владата.

Неутралноста на КМП е понатаму поддржана од студиите за оперативните процедури на комитетот, кои се базирани на лично мислење, демократско гласање и кои содржат различност во мислењата. Како пример, ако нема консензус, одлуките на КМП се донесени со гласање на мнозинството на членови. Ако малцинството има забелешки за некоја одлука тогаш забелешките се запишани во записникот на состаноците и алтернативните резултати се исто така објавени (Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 440). Според записниците и сведоштвата на членовите на КМП многу од дискусиите на финансиските пазари, меѓународната економија, парите, кредитите, побарувачката, производството и цените, помеѓу други проблематики, содржат несогласувања помеѓу членовите (Ангериз и Арестис, 2009, стр. 4, Сентанце, 2001, стр. 16). Едно од комплицираните прашања е потребата да се усогласат мислењата од сите девет членови на КМП со одлуките на единствениот агент, БА, нешто што беше полесно да се постигне кога БА беше само советник на канцеларот (Кон, 2001, стр. 36).

КМП треба да донесе две високи одлуки, една е секој квартал да објави прогноза за инфлацијата за период од две години нанапред, а другата е секој месец да постави ниво на базната стапка (репо-стапката). Прогнозата претставува сеопфатен увид на сите аспекти на економијата и финансиските пазари. Ги открива факторите кои ќе влијаат врз

насоката на инфлацијата и економската активност во годините што следат (Кон, 2001, стр. 40). Како што ќе биде изнесено подолу, одлуките за базичните стапки не се директно базирани на прогнозата. Спротивно на тоа, затоа што каматните стапки се важни во формирањето на краткорочните каматни стапки во финансискиот сектор, но и за каналот според кој во монетарната политика се важни очекувањата, минатите и актуелните стапки се дел од дискусијата за прогнозата на идната инфлација. Идните каматни стапки во самиот макроекономски модел, меѓутоа, се третираат како константни. Една од практичните причини за претпоставката на постојана каматна стапка е дека договор за идните каматни стапки меѓу членовите на КМП би бил невозможен (Кон, 2001, стр. 43). Во теорија тоа е нереално очекување. Двете одлуки се базирани на истите модели со различни методолошки избори зависно од специфичната задача.

Оперативните процедури се структуирани да ја прилагодат прогнозата и одлуката за каматните стапки. Бин и Јенкинс (2001, стр. 434-440) ги опишуваат внатрешните процеси употребувани од КМП и БА во формулирањето на монетарната политика, и ги покриваат регуларната сесија на монетарната политика исто како и кварталната прогноза и подготовките за придружниот инфлациски извештај. Гудхарт (2000) ги разгледува прашањата поврзани со распоредот на состаноците и донесувањето на одлуките. Кон (2001) дава критични коментари во неговото испитување на оперативните процедури на КМП. Процесот и оперативните процедури се опишани во Законот за БА од 1998 година. Овде е користено истражувањето на Бин (2003) и Кобхам (2002). Сите извори се базираат на официјалните документи на БА или авторите се повикани да дадат коментар и да ги оценат процедурите на КМП.

За да ја одредат *инфлациската прогноза* (објавена во кварталниот *инфлациски извештај*) КМП почнува со одржување на состаноци скоро осум недели пред издавањето на извештајот. Бин и Јенкинс (2001, стр. 438-440) го објаснуваат процесот во следнава кратка содржина. Таканаречената ‚прогнозна рунда' има неколку сегменти од кои секој содржи распоредени состаноци да се разгледаат податоците и прашањата. Клучните состаноци го вклучуваат состанокот за разгледувањето на моделот, состанок за поставување на одредниците за прогнозата, три состаноци за клучни прашања и два состаноци за нацрт-планот за прогнозата и за да се изработи финалниот извештај. За да се помогне со задачата за формулирање на софистицирана инфлациска прогноза со двегодишен период, КМП е, неизбежно, поддржуван од стручните лица од БА кои ги обезбедуваат „комплетот" на квантитативни модели на британската економија за КМП како и калкулациите за равенките во моделот. Централната алатка е ММ и два општи

вида додатни модели: (1) квантитативен теоретски модел дизајниран да ги одговори прашањата што не се опфатени со ММ и (2) алтернативен модел базиран само на податоци со предвидувања кои се споредуваат со тие произведени од независни прогнози.

Иако КМП не користи инструменти базирани на правила, стручните лица од БА ги прегледуваат движењата во каматните стапки и ги споредуваат со одредниците добиени со едноставните монетарни правила. Трите најчесто користени едноставни правила се Тејлоровото правило, Макалумовото правило и бреинардовото правило (Николов, 2002, стр. 8). Како монетарните правила беа користени како дел од комплетот модели е опишано во Николов (2002, стр. 8-12). Процесот на прогнозирање на инфлацијата, меѓутоа, не се потпира ни на еден поединечен индикатор или модел и, значајно, вклучува слободна проценка за да се дојде до предвидувањето. Моделите и монетарните правила во најдобар случај претставуваат помошни средства за мислењето за силите кои влијаат врз економските активности и инфлацијата. Ова е и заради неизвесноста која ја опкружува прогнозата и која е отсликана во инфлацискиот графикон.

Објавените предвидувања затоа ја претставуваат „најдобрата колективна проценка на КМП за економските изгледи со оглед на сите информации достапни на комитетот, но не и механички исход на специфичен економетриски модел“ (Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 438). Според Кон (2001, стр. 41), дефиницијата на терминот „најдобра колективна проценка“ останува нејасен и е еден од нерешените прашања поврзани со оперативната процедура на монетарната политика на ОК.

Како КМП одлучува за официјалната каматна стапка? Да ја постави официјалната стапка КМП се состанува еднаш месечно. Главните компоненти на „месечната рунда“ се краткиот брифинг пред состанокот на КМП (предсостанок), самиот состанок на КМП и активностите поврзани со произведувањето на записникот на КМП состанокот. Календарот за оваа рунда е специфичен: (1) брифинзите се одржуваат во текот на целиот месец, (2) предсостанокот на КМП е во петок пред главниот состанок, (3) самиот состанок на КМП е во првата среда и четврток од месецот и (4) записниците се објавени две недели по главниот состанок (за подетален опис на календарот види во Гудхарт, 2000, стр. 233-235 и Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 435). Во клучниот предсостанок членовите добиваат податоци од стручните лица на БА за скорашните движења кои можат да имаат влијание на идната насока на инфлацијата. Стандардизираниот пакет со податоци за состаноците вклучува дури до 500 графикони и табели и е достапен на членовите на

КМП во текот на процесот (Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 436). Предсостанокот е опишан во Кон (2001, стр. 38) како „Мошне сеопфатни информации, прикажани со висок степен на техничка стручност кои земени заедно со „чартпакот“ (пакет со придружни документи), треба да им ги обезбеди на донесувачите на одлуки сите информации кои им се потребни за текот на податоците и резултатите од анкетите од времето на претходниот состанок на КМП“ . До моментот на главниот состанок, КМП е детално информиран од страна на економистите на БА и од надворешни стручњаци и дури и индивидуални бизнисмени за меѓународната средина, монетарните и финансиските услови, побарувачката и производството, специјализираните теми, пазарот за труд и цените како и за движењата во девизните курсеви и каматните стапки базирано на податоците за финансиските пазари.

Главниот состанок на КМП за одредување на политиката е дводневен состанок за време на кој сите членови донесуваат одлуки со помош на дискусии за прашањата како и во период во кој сите индивидуални членови ги изнесуваат своите мислења. Сумата на главни точки е направена од страна на гувернерот на БА и изменета ако тоа е потребно. Членовите на КМП ги изразуваат своите мислења и претпочитувања за предложената каматна стапка. Финалната одлука е направена со предлог кој е предмет на гласање на сите членови на КМП. Одлуката за каматната стапка е главно донесена со преглед на главните економски вести за време на претходниот месец, случувањата од предсостанокот и следејќи ги последиците по прогнозата.

Во месеците во кои се донесува инфлацискиот извештај има малку поголема веројатност за нивото на официјалната каматна стапка да биде променета заради тоа што информациите добиени од прогнозата (достапни една недела пред главниот состанок на КМП во овие месеци) можат да доведат до повторна проценка на инфлациските податоци (Бин и Џенкинсон, 2001, стр. 439). Инфлациската прогноза е важна за методологијата на инфлациското таргетирање, но не постои механичка врска помеѓу централното предвидување за инфлацијата во период од две години и монетарната политика. Причините се следните: (1) прогнозата е само најверојатниот резултат за инфлацијата и тоа во рок од две години, (2) затоа што инфлацискиот таргет треба да се одржува цело време (не само по две години) и (3) затоа што има многу насоки за каматните стапки, наспроти претпоставката за постојана каматна стапка во моделот користен за прогнозата (БА, КМП, 2000, стр. 67). Повеќе дискусии за причините за недостаток на механичка врска помеѓу централната прогноза и одлуките за каматните стапки од страна на КМП постојат во Николов (2002, стр. 6-7) и Кан, (2012, стр. 92-93).

Во суштина, КМП го следи имплицитното правило на инфлациското таргетирање како што е поставено во Бофингер (2001, стр. 263): „Ако условното предвидување води до вредност која е повисока (пониска) од таргетот, потребно е зголемување (намалување) на краткорочната каматна стапка“. Условот во реченицата се однесува на одржувањето на краткорочните каматни стапки на еднакво ниво, кое му помага на КМП во одредувањето на соодветната официјална стапка. КМП, меѓутоа, треба да донесе одлука за стапките кои не е поставени со едноставно (Тејлорово) правило иако тие пресметки се исто така разгледани. Одредувањето личи повеќе на операција базирана на оптимално правило со кое многубројни варијабли имаат влијание врз „другите цели“ на монетарната политика на ОК. Законот за БА од 1998 година бара БА исто така да ги поддржи другите цели на владата. Со други зборови, не постои рецепт за просечно ниво на среднорочна каматна стапка. Зависи од „комплетот модели“ прифатени од КМП. Моделите, од друга страна содржат едноставни и оптимални елементи.

Во 1997 година, Гордон Браун го постави инфлацискиот таргет на 2,5%. Главната промена на таргетот од 1995 година беше усвојувањето на симетричен единечен таргет со степен на грешка од 1% од двете страни на таргетот. Во смисла на политиката, надминувањето на горната и на долната граница беше еднакво непожелно. Ако КМП го промаши инфлацискиот таргет за повеќе од 1%, така што тој е под 1,5% или над 3,5%, новите правила би активирале барање за извештај од страна на БА до министерот за финансии со специфични инструкции за содржината на извештајот. Писмото (како што извештајот се нарекуваше) мора да наведе што се случило и да обезбеди план за КМП за донесување на инфлацијата повторно до таргетот. Немаше специфични временски периоди за акциите кои треба да бидат преземени за инфлацијата да се доведе до таргетот. Во 2003 година инфлацискиот таргет беше спуштен на 2%. Меѓутоа, РПИХ таргетот од претходниот режим на таргетирање беше сменет со таканаречениот потрошувачки ценовен индекс (ПЦИ). Промената не беше без значење, затоа што предизвика учесниците на пазарот за хартии од вредност да бараат повисока премија со ризик што доведе до повисоки инфлациски очекувања.

Главниот (потесниот) макроекономски модел беше составен од страна на БА заедно со одреден број на додатни модели. Сите модели заедно се познати како „комплет на модели“ (БА, 2003) и се база за одлуките за инфлациската прогноза и за политиката на каматните стапки. Достапните аналитички модели се, според сите извори, комплексни и, според Гудхарт (200, стр. 231), „Членовите на КМП не ги употребуваат сами равенките, туку работат со персоналот на БА да ги постават претпоставките, да ги

истражат и испитаат случаите каде равенките не се соодветни, работат со специјалните случаи кога равенките не можат да се употребат и прават други прилагодувања кои се потребни да ја произведат финалната прогноза со која членовите на комитетот индивидуално и колективно се сложуваат“.

БА го објави полниот макроекономски модел (ММ) во списанијата на БА (1999б) и БА (2000) и новиот макроекономски модел (НММ) во БА (2005). Овие се познати како главни модели. БА (2003) содржи детален преглед на двата први модели, но исто така го дискутира и НММ (сèуште необјавен во тоа време). Поради фокусот на водењето на монетарната политика и за да се остане настрана од теоретските концепти и модели, од кои некои се опишани во други секции на дисертацијата, потребно е повеќе да се анализираат и да се проценат главните карактеристики на специфичните модели користени од страна на КМП.

Во својата публикација: „Трансмисиониот механизам на монетарната политика“ (БА, 1999) БА опишува како официјалната каматна стапка влијае врз економските активности и инфлацијата низ неколку канали кои го опишуваат трансмисиониот механизам на монетарната политика (Графикон 6). Според БА (1999, стр. 3-4) моделот на трансмисиониот механизам се состои од неколку степени. Прво, одлуките за официјалната каматна стапка влијаат врз пазарните каматни стапки (краткорочните и долгорочните) како и врз цените на средствата и каматните стапки. Влијанието врз краткорочните стапки е побрзо, а долгорочните каматни стапки се условени со просекот на актуелните и очекуваните идни краткорочни каматни стапки (идната насока на каматните стапки). Цената на хартиите од вредност се обратно поврзани со долгорочните каматни стапки, така што зголемувањето на долгорочните каматни стапки ги намалува цените на хартиите од вредност, и обратно, за паѓањето на долгорочните каматни стапки. Зголемувањето на базната стапка генерално би довела до зголемување на вредноста на валутата, но прецизното влијание врз девизниот курс е неизвесно и зависи од очекувањата за домашните и странските каматни стапки и инфлацијата (БА, 1999, стр. 3-4). Второ, овие промени понатаму имаат влијание врз потрошувачката, заштедите и инвестициите на индивидуално и корпоративно ниво во економијата што влијае врз агрегатната потрошувачка и нивото на агрегатна побарувачка. Во третиот степен, релативно на домашниот капацитет во понудата, оваа променета побарувачка (последица на сменетите каматни стапки, цените на хартиите од вредност и очекувањата) е клучно влијание врз домашните инфлациски притисоци.

Како влегуваат парите во ММ? БА (1999, стр. 11) го објаснува следното: „За секоја насока на официјалните стапки дадени од одлуките на КМП постои имплицирана насока за монетарните агрегати. Во некои услови, монетарните агрегати можеби се подобар индикатор од каматните стапки за ставот на монетарната политика“. Во рамката на инфлациското таргетирање, монетарните агрегати остануваат како номинално сидро на системот во смисла дека зголемувањето на цените не може да се случи без придружно зголемување на монетарните агрегати. Моделот користен од КМП, меѓутоа, стимулира дека понудата на пари и инфлацијата се предизвикани од други варијабли (БА, 1999, стр. 11).

Моделот ММ беше објавен првично од БА во 1999 година, а потоа ажуриран во септември 2000 година. Финалната верзија на моделот беше НММ објавен во 2005 година. Моделот со наслов: „Економски модел на банката на Англија“ беше објавен во повеќе наврати. Кратка верзија на првобитниот модел е објавена во БА (2000б). Со вметнување на промените во веќе оформениот модел, подобрениот модел од 2000 година содржи додатни модели користени од КМП. Од самиот почеток беше објавено дека главниот модел треба да се користи заедно со додатните модели и со користење на слободна проценка. Моделот ММ е граден врз одреден број на естимирани економетриски односи, но некои од карактеристиките на моделот, забележително карактеристиките за подолг рок, се наметнати во форма на параметриски рестрикции за теоретските доследности (БА, 2000б, стр. 365). Клучни карактеристики на моделот откриваат тенденција за долгорочни насоки за варијаблите и склоност кон кејнзијските претпоставки на бавно движечки доходи и цени. Главните карактеристики на моделот се долгорочната насока за вистинскиот производ (независен од ценовното ниво и инфлацијата) и номиналните варијабли (инфлација) и бавното усогласување на номиналните и вистинските варијабли на економските шокови (БА, 2000ц, стр. 9-10).

Главниот макроекономски модел се состои од околу 20 клучни равенки кои ги одредуваат ендогените варијабли. Постојат додатни 90 односи помеѓу варијаблите кои го дефинираат нивниот идентитет и околу 30 егзогени варијабли чии одредници треба да бидат поставени (БА, 2000б, стр. 366). Главните равенки се поврзани со одредувањето на: парите, финансиските варијабли и варијабли поврзани со богатството (како што се каматните стапки, дваесетгодишни стапки за хартиите од вредност, каматни стапки за хипотеките, девизниот курс, М4, итн.), побарувачката и производството, пазарот за труд, цените, фискална политика и доходите (БА, 2000ц, стр. 20-59). Егзогените варијабли вклучуваат претпоставка од додатните модели или проценки од членовите на КМП

барем за некои елементи од економијата (како светските цени на стоките или домашни прашања што не се покриени од страна на ММ).

Во главниот модел постои разлика помеѓу изведувањето на краткорочните и долгорочните варијабли. Краткорочното прогнозирање типично бара поинаква претпоставка од оние користени за долгорочните стимулации, а за двете намери може да се направи широк опсег на алтернативни претпоставки (БА, 2000ц, стр. 7). Два примери се краткорочната каматна стапка и калкулациите на БДП. Се претпоставува дека краткорочните каматни стапки не се менуваат за време на периодот на прогнозата, но различни пресметки, во кои овде не е случај, можат да бидат воведени низ други варијабли (како што е девизниот курс). ПДП е одреден во краток рок преку „делови од агрегатната побарувачка – приватната потрошувачка, инвестициите (вклучувајќи ги инвестициите за залихи), владината потрошувачка и нето извозот“ (БА, 2000б, стр. 366). Долгорочниот БДП е проценет со различни методи затоа што во долг рок постојат други фактори кои имаат влијание врз националниот производ. Како што е забележано во Кон (2001, стр. 41), калкулациите на моделот се комплексни и доведоа до значајни и временски обемни притисоци во оперативните процедури на персоналот на БА и членовите на КМП.

Последниот збир анализи за тоа како моделите се користат од страна на КМП се однесува на прилагодувањата во моделот. Затоа што предвидувањата во инфлацискатa прогноза не се направени само со помош на главниот модел, постои потреба за измени во самиот модел. Кон (2001, стр. 17) опишува четири вида на вакви измени: прилагодување со замени (замени на варијаблите во моделот за егзогени варијабли), прилагодување според минатите постигнувања (каде што искуството постои), прилагодување поради предвидување и прилагодувања на профилот и усогласувања (на пример: заокружување на бројките). Прилагодувањата можат да бидат направени со промени во равенките во главниот модел, кои можат да бидат изменети со употреба на додатни варијабли, или можат да бидат направени со измени во додатните модели. Самите додатни модели можат да ги репроцесираат информациите калкулирани во главниот модел или можат да го прошират збирот на информации во споредба со главниот модел. Со користењето на прилагодувања, членовите на КМП и персоналот на БА можат да ја изменат насоката на предвидувањата. Кон (2001, стр. 18) ги изнесува можните последици на прилагодувањата: „Овие прилагодувања не се тривијални. Секако, тие можат да значат големи промени во предвидувањата споредено со тие на главниот модел ако во него воопшто нема прилагодувања“.

Како краток преглед, една од клучните карактеристики на моделите е што тие се разделени во повеќе делови. Веројатната причина за ваквата структура е континуираната промена и подобрувањето на нивните делови и потребата да се одвојат анализите во секој дел. Структурата исто така остава простор за воведување на додатни модели и информации без да има потреба да се промени целиот модел. Како таков моделот станува збирка на толкувања на ефектите од интеракцијата помеѓу варијаблите. Комплексноста на процесите за моделирање е малку ублажена со либералната доза на слободна проценка во донесувањето на одлуките и со користењето на додатни модели. Оваа слобода да се прилагоди прогнозата, базирано на комплетот модели, и без стриктно механичко придржување на главниот модел, водат до прилагодувања кои ја менуваат прогнозата. Бројот на варијабли (140 само во базата на податоци на моделот) е добар индикатор дека КМП, неизбежно, мора да користи слободни проценки во своите оперативни процедури. Ова не значи автоматски дека инфлациското таргетирање е карактеризирано со дискреција или дека е потполно дискрециono. Значи дека слободната проценка игра незаменлива улога во процедурите засновани на модели и во изборот на информации и модели кои се користат да се дојде до прогноза на инфлацијата. КМП поставува официјалната каматна стапка за која смета дека е најсоодветна во постигнувањето на инфлацискиот таргет на ист начин. Графиконот на БА (графикон 7) ги сумира некои од односите помеѓу моделите, прогнозата и политиката.

Важноста на каналите на инфлациските очекувања за инфлациско таргетирање

Успехот на инфлациско таргетирање се должи во голем дел и на каналот на инфлациските очекувања. Долгорочните инфлациски очекувања на приватниот сектор се индикатор на кредибилитетот на централната банка и важна алатка во справувањето со инфлацијата. Најважно, поволни очекувања за идната инфлација можат да дозволат централната банка да се насочи кон постигнување на другите цели на политиката без да ја изгуби ефективноста во своето среднорочно инфлациско таргетирање. Трансмисиониот систем, како што е дефиниран од БА, секако зборува за влијанието на инфлациските очекувања и важноста на пазарните очекувања врз идните каматни стапки (БА, 1999, стр. 3-4).

Според каналот за очекувањата во монетарната политика очекувањата за инфлација на учесниците во пазарот ги поврзуваат инструментите достапни на

централната банка и крајните цели на монетарната политика: Инструменти>оперативниот таргет > очекувањата за инфлација > инфлацискиот таргет (Бофингер, 2001, стр. 266). Без навлегување во дебатата за релативната важност на каналот за очекувањата наспроти каналот базиран на каматните стапки можеме да го усвоиме овој однос и да кажеме дека еден од ефектите на употребата на нивото на каматните стапки како оперативен таргет е истовремено очекување на пониска инфлација. Од спротивна насока, со тоа што е транспарентен, инфлацискиот таргет има големо влијание врз очекувањата за инфлација. Следи дека обврската за постигнување на таргетот го формира второто генерално влијание врз очекувањата за инфлација. Затоа што кредибилитетот е заслужен, наместо постигнат на било кој друг начин (вклучувајќи ја самата транспарентност како начин за доаѓање до кредибилитет) период на релативно ниска инфлација, како во 1992 кога британската економијата се движеше во нагорна линија, беше случајно или намерно избрана за максимален ефект. Тоа е затоа што ги користи адаптивните и рационалните компоненти на очекувањата (за дискусија на каналот за очекувања види го теоретскиот дел од дисертацијата).

Долгорочните инфлациски очекувања во ОК под режимот на инфлациското таргетирање можат да понудат важни поуки за успехот на монетарната политика. Можеме да дојдеме до извесен заклучок и ако ја поставиме тезата дека спроведувањето на инфлациското таргетирање во ОК доведе до пониски инфлациски очекувања и помогна ОК да постигне пониска инфлација. Ако тезата е точна, најважното прашање е кој од каналите кои се активни во режимот на инфлациското таргетирање од 1992 година се клучни за намалувањето на инфлациските очекувања во ОК. Можните фактори се зголемената транспарентност, подобрената комуникација, промените во квантитативните цели (инфлациските таргети) и оперативната независност на БА. Бичи (2008) го одговара прашањето базирано на модел кој содржи временски серии кои ги опишуваат инфлациските очекувања и инфлациските премии за ризик во краток и долг рок. Нејзината студија е базирана на податоци од финансискиот пазар и на модел со паралелни безарбитражни временски структури и номинални хартии од вредност. Студијата ја поддржува тезата дека инфлациското таргетирање предизвикува ниски инфлациски очекувања и дава одговори на прашањата: кои промени во водењето на британската монетарна политика под инфлациско таргетирање доведоа до тие очекувања најмногу. Резултатите на студијата на Бичи (2008, стр. 1) откриваат дека долгорочните очекувања се намалуваа бавно за време на првите пет години на инфлациското таргетирање, но инфлациската премија за ризик падна наеднаш дури кога БА доби

независност. Таа додава: „Оваа случка, која сигнализираше покредибилна обврска на централната банка кон инфлациското сидро, изгледа како да е поважна во формирањето на инфлациските очекувања и перцепции за ризикот од инфлација од промените на дефиницијата на таргетот или мерките за зголемена транспарентност“ (Бичи, 2008, стр. 1).

Да објасни како политиката на БА влијаеше врз инфлациските очекувања, Бичи (2008) анализира три составни делови на моделот на временска структура: долгорочна компензација на инфлацијата, очекуваната инфлација и премијата за ризик од инфлацијата и нивното отстапување од воведените промени во водењето на британската монетарна политика под инфлациско таргетирање (графикон 8). Таа заклучува дека инфлациските очекувања имаа надолен тренд од 1992 година, но се приближија на нивото од 2,5% дури откога БА доби независност. Наглото опаѓање на премијата за ризик во 1997 година укажува дека причината за падот беше јакиот сигнал на поголемата и кредибилна обврска на централната банка кон инфлациската цел. Редефинирањето на таргетот и разните други мерки да се зголеми транспарентноста, од друга страна, немаа исто влијание или долгорочни ефекти врз очекувањата. Очекувањата за инфлацијата и премијата за ризик останаа ниски и стабилни сè до промената на инфлацискиот таргет во 2003 година од РПИХ на ПЦИ (Бичи, 2008, стр. 22-23). Базирано на искуството од ОК, Бичи (2008, стр. 23) прави генерална поента што ја сумира поуката која може да се извлече од студирањето на каналот за очекувањата во монетарната политика: „Дури и во присуство на генерална цел за ценовната стабилност, веројатно е дека нејасна дефиниција и несигурна обврска кон инфлациската цел поттикнува перцепција на долгорочен ризик за инфлацијата“.

Гукајнак ет ал. (2006), користејќи сличен модел и споредувајќи ги реакциите на истите показатели на инфлациските очекувања како и Бичи (2008), ги следат економските податоци за стапката на промените на каматните стапки и изјавите (вестите) во ОК, Шведска и САД (која немаше експлицитен инфлациски таргет). Тие доаѓаат до истиот општ заклучок. За ОК наоѓаат висока осетливост во компензацијата за идната инфлација пред 1997 година и забележуваат „отсутност на осетливост“ во периодот по независноста на централната банка. Слично на Бичи (2008), тие излагаат дека: „Добро познат и кредибилен инфлациски таргет помага да се усидри перцепцијата за дистрибуцијата на долгорочните инфлациски резултати во приватниот сектор“ (Гуркајнак ет ал., 2006, стр. 3).

Реакциските функции на централната банка на ОК под инфлациско таргетирање

Реакциите на централната банка на ОК според домашните фактори (инфлацијата и производството) и надворешните фактори од 1992 година и понатаму се предмет на неколку важни истражувања. Ова е краток преглед на резултатите од истражувањата во Нелсон (2000), Адам, Кобхам и Герардин (2005) и Михаилов (2006) како репрезентативна литература.

Нелсон (2000) користи квартални податоци од 1992 до 1997 година да го процени Тејлоровото правило базирано на предвидениот долгорочен коефициент на очекуваната инфлација со вредност над еден. Според Нелсон (2000, стр. 26) резултатот на равенката ориентирана кон идните вредности е повозможен затоа што покажува долгорочна реакција на инфлацијата од 1,77, т.е. над вредноста од еден. Финалната регресија користена за периодот задржува само едно од инфлациските вредности, очекуваната годишна инфлација со еден квартал нанапред. „Долгорочно гледано коефициенти за инфлацијата и производствената разлика од потенцијалното ниво со вредност од 1,27 и 0,47, соодветно, кои се значајно блиски до вредностите 1,5 и 0,5 на оние користени од Тејлор (1993) да ја карактеризираат американската монетарна политика“ (Нелсон, 2000, стр. 27). Овие коефициенти се наоѓаат во равенките за Тејлоровото правило (Нелсон, 2000, стр. 9, и Свенсон, 1998, стр. 6):

$$R_t = (r^* + \pi^*) + 1.5(\Delta_4 p_t - \pi^*) + 0.5\,\tilde{y}_t$$

Просечната вредност на реалната каматна стапка екс-пост во студијата е 2,99%, доста под нивото во 1980-те. Нелсон (2000) користи аргумент на глобалниот пад на рамнотежното ниво на реалните каматни стапки во 1990-те да ги објасни податоците. Второ, контролата на инфлацијата без потреба да се користат реалните каматни стапки на ниво од 1980-те години можат да ги објаснат ниските реални каматни стапки. Еден од општите заклучоци на Нелсон (2000, стр. 11 и 27) е дека проценетите коефициенти немаат цврста врска со базичните параметри на монетарните власти и дека неговиот резултат не сугерира дека властите буквално го следеле Тејлоровото правило.

Втората студија, таа на Адам, Кобхам и Герардин (2005) (АКГ) ги опишува следните резултати:

„...Главна промена во водењето на монетарната политика не беше воведувањето на инфлациското таргетирање во 1992 година, туку добивањето на инструментална независност на БА во 1997 година. По 1997 година, реакциската функција е значајно различна, со каматните стапки поставени на база на домашните варијабли и меѓународните влијанија кои придонесуваат само како инструменти за производот и инфлацијата во ОК". (Адам, Кобхам и Герардин, 2005)

Главниот аргумент на АКГ (2005), според тоа, е дека промените во институционалната рамка навистина прават разлика во монетарната политика. Анализата вклучува три модели да ги калкулира и да ги организираа податоците во истражувањето: домашниот модел, меѓународен модел и заеднички (или вгнезден) модел. Меѓународниот модел вклучува податоци од САД, Германија и ОК, а вториот модел вклучува само податоци од ОК (графикон 11). За инфлациското таргетирање периодот од 1992 до 1997 година, АКГ заклучуваат дека според реакциските функции кои ги опишуваат промените во каматните стапки во ОК монетарната политика сèуште беше под влијание на меѓународниот модел. За разлика од периодот пред ЕРМ реакциите се нешто послаби и свртени кон домашните прилики. По 1997 година домашниот модел е добро дефиниран и доминантен над меѓународниот и вгнездениот модел. Влијанието на надворешните фактори врз одредувањето на каматните стапки се само индиректни затоа што доаѓаат низ влијанието врз очекувањето на властите во однос на инфлацијата и производството (Адам, Кобхам и Герардин, 2005, стр. 511). Краткорочно, ОК реагира на разликите во производството и на меѓународните фактори.

Михаилов (2006, стр 35) ѝ дава предност на БА за: „Оптималното балансирање помеѓу правилата (инфлациското таргетирање) и дискрецијата (оперативната независност), ако се земе предвид делегираната институционална цел (инфлациониот таргет) и бариерите во променливата економска средина (бизнис циклусот)".

Неговиот наод, базиран на емпириските проценки на реакциските функции според Тејлоровото правило кое е ориентирано кон идните вредности, е дека доминантниот став на монетарната политика на ОК е различен во периодот пред и по независноста. Периодот на оперативната независност покажува пониски каматни стапки, стабилност во инфлацијата блиску до таргетот, понерестриктивен став на монетарната политика и поголема осетливост на БА на производствениот јаз (Михаилов,

2006, стр. 34). Тој аргументира дека реалните податоци кои се ориентирани кон иднината (како пореалистичен опис на монетарната политика од описот со користење на познатите податоци) откриваат несиметрична реакциска функција во смисла дека реакцијата на производствениот јаз е значајно појак од резултатите за периодот по добивањето на независност и нешто послабо во врска со инфлацијата.

Михаилов (2006) користи проценети коефициенти со повратни информации на очекуваната инфлација (барем 2 до 3 квартали, главно емпириски поддржани) да дојде до своите резултати. Коефициентите кои користат реални податоци, кои гледаат нанапред за Тејлоровите равенки, се под еден (квадралните: пред независноста 0,67, потоа 0,50, Ходрик-Прескот: 0,81 до 0,50, соодветно) со објаснување дека причините за послабата реакција на инфлацијата може да биде опаѓањето на стапката на самата инфлација предизвикано од поволната национална и глобална економска средина (Михаилов, 2006, стр. 28).

Објаснувањето зошто резултатите се под еден може да се најде во Смит (2013, стр. 3): „Истражувањето за други земји, вклучувајќи го ОК, откриваат дека зависната варијабла во минатиот период (ит-1) се појавува на десната страна како додатен регресор со позитивен коефициент значајно под еден“. Според Смит (2013): „БА употребува постепено менување на каматните стапки: прави намерни постепени промени на каматните стапки намалувајќи ја потенцијално штетната каматна нестабилност. Долгорочно (ако нема промени во инфлацијата, таргетот или производните разлики од потенцијалните), ако се знае дека минатата зависна варијабла има коефициент помал од 1, оваа постепена промена потполно ќе се намали“, така што долгорочната равенка ја зазема познатата форма на Тејлоровото правило: $it = r^* + \pi^* + \beta(\pi t - \pi^*) + \gamma(yt - yN)$. Иако ова е логично објаснување, постепената промена на каматните стапки всушност се намали во периодот од добивањето на независност, што е спротивно на она што го покажуваат пресметките (Михаилов, 2006, стр. 29).

Други причини за коефициентите кои се со вредност под еден можат да бидат општиот тренд на бизнис циклусот, изборот на испитуваниот период и економетриските техники, како и целите на носителите на политиката. Михаилов (2006) ги опишува таквите влијанија врз резултатите во една од најсеопфатните испитувања на прашањето на реакциите на БА според инфлацијата и производот по добивањето на својата независност. Неговото истражување покажува дека правилата со повратни информации се возможни и се транспарентни и приближни на реалноста во смисла што точно кажуваат и прават централните банки (Михаилов, 2006, стр. 13).

Инфлациското таргетирање во ОК во периодот со оперативна независност е карактеризирано како полабаво од монетарната стратегија на ЕЦБ, но помалку „кејнзијско“ од монетарната политика на ФРС на САД (Михаилов, 2006, стр. 34). Недостатокот на инфлациска пристрасност и вниманието посветено на бизнис циклусот, како и пониските каматни стапки во вториот период ја карактеризира БА како „флексибилен инфлациски таргетер“. Конечно, податоците во реално време за ОК покажуваат една рестриктивна епизода во 1993 година и една експанзивна епизода во 1996 година пред својата оперативна независност и две подолги епизоди на експанзија по 1997, во 1998 и во 2001 година.

Моделот на новиот консензус и заклучоци од инфлациското таргетирање во Обединетото Кралство

Во проценувањето на инфлациското таргетирање на ОК по 1992 година можеме да направиме некои општи и некои специфични изјави кои доаѓаат од испитувањето на водењето на монетарната политика. Арестис (2009) и Ангерис и Арестис (2009) го дискутираат влијанието на инфлациското таргетирање со призмата на теоретскиот модел што го олицетворува инфлациското таргетирање, моделот на новиот консензус (МНК) (за опширен преглед види во Мејер, 2001). Овде е потребно да го идентифицираме теоретскиот модел како таков и да укажеме дека тој беше следен во ОК. БА од 2005 година го смета моделот како теоретска основа кога ја опишува главната теорија на својот најважен модел (БА, 2005, стр. 23). Природата на моделот треба да е оптимално правило со релативно експлицитна функција на намалувањето на економскиот бенефит, таканаречената „функција на загубата“ („loss function“), која треба да биде минимизирана (Викерс, 1998, Свенсон, 1998). Инфлациското таргетирање, според Свенсон (1998, стр. 14), е поврзано со конвенционалната форма на оваа функција. Ценовната стабилност може да се постигне со монетарна политика и може да биде контролирана само преку промените на каматните стапки. Размислувањето за монетарната политика како политика на каматните стапки е суштината на МНК. Токму затоа Тејлоровото правило стана најчестиот начин на моделирањето на монетарната политика. Инфлациското таргетирање како стратегија ги опфаќа сите карактеристики на новиот кејнзијски теоретски модел и точно ги опишува целите и спроведувачката стратегија. Неизбежно, монетарните варијабли, девизниот курс и банките не се составен дел од она што ја движи политиката под инфлациското таргетирање. Последиците од

таквиот приод можат да се разберат во контекстот на финансиската криза во 2008 година. Како и зошто БА, заедно со ФРС на САД дозволија пазарите да формираат меури поради порастот на цените на средствата во берзата, како што беше случај во САД, е предмет на интензивна дебата.

Што се однесува на БА, инфлациското таргетирање се фокусираше на инфлацијата и беше успешно во постигнување на ценовна стабилност. Постигнувајќи ценовна стабилност можеби ја занемаруваше цената на нестабилноста на производството и вработеноста и ја игнорираше цената на кризите во финансиските пазари и во берзите. Со други зборови, постигнувањето на краткорочна ценовна стабилност понекогаш не е доволно за да се избегне сериозна макроекономска криза во среден рок (Вајт, 2006, стр. 1). Според Вајт (2006, стр.1), „Континуирано лесни монетарни услови со време можат да доведат до кумулативно собирање на значајни отстапки од историските норми – дали во смисла на нивоата на долг, штедните соодноси, цените на средствата и други показатели на нерамнотежи“. БА има формална обврска според Законот за БА од 2008 година да се стреми кон постигнување на целите поврзани со економскиот раст и вработеноста. Меѓутоа, постигнувањето на овие цели е второстепено на инфлациските цели. Исто така цената на нестабилноста на националниот производ е мерена релативно на цената на инфлацискатa нестабилност (Викерс, 1998, стр. 370). Според доказите до сега не може да се заклучи дека ОК не води сметка за националниот производ или нестабилноста на истиот.

Тогаш, кои се главните заклучоци кои можат да се донесат за водењето на монетарната политика на ОК под инфлациското таргетирање? Општо земено, стратегијата на инфлациското таргетирање беше успешна во заклучувањето на ниското ниво на инфлација по рецесијата во 1992 година. Стратегијата исто така беше успешна во намалувањето на инфлациските очекувања како клучна варијабла во постигнувањето на инфлациската цел. Исто така е очигледно дека земјите што не ја следеа стратегијата на инфлациското таргетирање како политика постигнаа ниска и стабилна инфлација. Тоа доведува до заклучок дека некои од припишаните постигнувања беа последица на други фактори (за опис на овие фактори види во Ангерис и Арестис, 2009, стр. 24-25), но причинската врска не може да биде утврдена со едноставна анализа или емпириски доказ и има премногу варијабли кои можат да влијаат врз резултатот. Можеме лесно да го поддржиме аргументот дека инфлациското таргетирање беше мошне позитивна рамка за одржување на ниска инфлација, посебно кога се претпоставува дека според теоријата на моделите, вклучувајќи го и теоретскиот МНК, не работат еднакво добро во отворени

економии каде што девизниот курс е важен. Може да се каже дека во ОК под режимот на инфлациското таргетирање девизниот курс е само фактор кој влијае врз инфлацискатa прогноза. Сепак, девизниот курс е важен за економијата на ОК и многу од важните британски индустриски гранки.

Во неговиот говор пред Лондонската економска школа на 9 октомври 2012 година, Мервин Кинг, тогашниот гувернер на БА, ги призна ограничувањата на инфлациското таргетирање (со тоа што рече дека ценовната стабилност не гарантира финансиска стабилност) со следната изјава:

> ,,Оправдувањето за ценовната стабилност е исто толку силно денес како и пред дваесет години – во теорија и во пракса. Јасноста и едноставноста на инфлациските таргети помага да се утврдат инфлациските очекувања околу таргетот. Ги забораваме поуките од 1970-те и 1980-те во наша штета. На крајот, суштината на централното банкарство е да одржи доверба, и вредноста на книжните пари...Ниска и стабилна инфлација е предуслов за економски успех“ (Кинг, 2012, стр. 12).

ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО

Следните заклучоци ги истакнуваат главните поенти од претходните секции за монетарната политика на ОК. Кратката содржина исто така изнесува погенерални изјави за наодите на истражувањето.

Изборот на стратегија и спроведувањето на монетарната политика помеѓу 1973 и 2008 година беше воден од околностите во кои ОК мораше да ја води својата политика. Во многу аспекти таа беше поневообичаена отколку во случајот на САД и Германија. Тоа секако се отсликува во поголемата нестабилност, дополнителните притисоци врз економијата и начинот на кој ОК учествуваше во водењето на монетарната политика. Првата поголема разлика од другите индустриски држави е тоа што посебно во 1970-те години ОК се бореше да најде соодветна комбинација на економски политики кои ќе доведат до ценовна стабилност, раст на производството и поголема вработеност. Политиката на доход и корсетот се индикативни на скоро експериментален приод.

Додатно, БА не е доминантната агенција која ја кроеше политиката делумно затоа што избраните методи за постигнување макроекономска стабилност не се својствени на монетарната политика. Фискалната пристрасност во постигнувањето на монетарните цели ќе продолжи да биде присутна во монетарното таргетирање кое ги замени неизводливите решенија за проблемот со инфлацијата на почетокот на 1970-ти години. Второ, економските проблеми на ОК беа потешки кога ќе се земе предвид многу повисоката инфлација и значајното ниво на задолжување кое мораше да биде сервисирано од страна на владата на ОК. Трето, владата не беше спремна да ѝ ги препушти инструментите за монетарна контрола на БА. Министерот за финансии имаше контрола над одлуките за целите на политиката и оперативните инструменти кои се потребни за водење на монетарна политика.

Во 1970-те БА изгради добро обучен аналитички кадар кој беше во можност да изнесе супериорни податоци за одлуките на министерот за финансии. Според Хотсон (2010), кој беше еден од експертите на БА во тоа време, БА го издаваше својот Квартален билтен како начин на организирање на истражувањето во монетарната политика и како информација, но исто така како начин да има влијание врз политиката. Четврто, ОК имаше релативно отворена економија, посебно меѓу индустриските земји, со надворешно трговски дел во износ од 21% од ПДП споредено со вредност од околу 10% за САД, Јапонија и Еврозоната (Бофингер, 2001, стр. 317). Ова значи дека девизниот курс е поважен за ОК отколку во другите земји. Ова е најчесто спомнувано како причина за високото ниво на интерес од страна на ОК за девизниот курс во одлуките на монетарната политика. Тоа е исто така и значаен фактор за структурните промени во економијата на ОК, како што се загубата на капацитет во мануфактурното производство и развивањето на финансискиот сектор како алтернатива за економскиот развој. Искуството на ОК нуди уникатна перспектива за ефектите на девизниот курс и таргетирањето на истиот врз монетарната политика. Главната поука која може да се извлече е дека користењето на таргетирање на девизниот курс има своја цена. Цената е главно во губењето на суверенитет потребен за домашно ориентирана монетарна политика, но исто така во изложувањето на валутата на шпекулации во девизниот пазар. ОК, според сите докази, проба да увезе дел од стабилноста создадена од германската Бундесбанка, но не успеа да ја зачува обврската кога бизнис циклусот во двете земји се раздвои. Конечно, значајните промени во институционалната рамка на монетарната политика на ОК, посебно под инфлациското таргетирање им дава на истражувачите доста докази за важноста на институционалниот аранжман за монетарната политика. Ова е значајно, но

не и ексклузивно, илустрирано со ефектот на институционалните промени врз инфлациските очекувања.

Стратегиите во ОК се доста чисто раздвоени според линиите на монетарните вредности, девизниот курс и инфлациското таргетирање, но не ексклузивно или ограничено на овие поделби. Транзицијата од таргетирањето на девизниот курс кон инфлационото таргетирање во 1992 година е поголем исклучок. Нивото на обврзување со секоја од стратегиите е исто така добра основа за понатамошно истражување. Недостатокот на обврска кон монетарното таргетирање или таргетирањето на девизниот курс под ЕРМ, може да се стави наспроти инфлациското таргетирање. Недостатокот на обврска кон која било употребена стратегија може да доведе до неуспех поради загубата на важниот канал на очекувања и исто така поради грешките кои можат да се направат од страна на властите кога таргетирањето не е стриктно следено.

Спроведувањето на монетарната политика на ОК е уникатно. Еден пример е уникатниот приод на монетарно таргетирање со помош на фискални мерки. Негативните ефекти на тој избор беа проблематичниот избор на широк монетарен агрегат како таргет и користењето на прекумерно финансирање за да се постигнат таргетите. Кога ги објаснуваа неуспесите на оваа стратегија, во средината на 1980-те, властите се жалеа на неадекватни инструменти за контролирање на монетарните таргети. Вториот пример е користењето на отворениот пазар секој ден, со повеќе интервенции во текот на денот и со пониска вредност на размената на хартиите од вредност за да се постигне целта за банкарските резерви. Како што беше забележано претходно, не постоеше задолжително ниво на резерви, а позајмувачката каматна стапка ја играше улогата на дисконтна стапка. Сепак, БА беше во можност да го контролира пазарот за пари со доволна ефикасност кога имаше ефективна монетарна стратегија. Тоа се случи под режимот на инфлациското таргетирање.

Монетарната политика на ОК евентуално ја постигна целта на ценовната стабилност некаде во 1990-те години и успеа да одржи ниско ниво на инфлација во остатокот од периодот пред 2008 година. Ова постигнување исто така придонесе за постигнувањето на другите цели како што се поголемиот национален производ и вработеноста, освен во пократки периоди на нестабилност.

Моделот на новиот консензус и другите новокејнзијски теоретски модели во својата основна форма ги игнорира монетарните варијабли, девизниот курс и финансискиот сектор. Тоа е точно и со инфлациското таргетирање. Како рамка, инфлациското таргетирање има простор за сите овие елементи исто како и исти

оптимални правила на монетарната политика. Негирањето на овие фактори секако не мора да биде специфично заради слабостите на моделот или рамката, но постои неуспех во дефинирањето на истите како важни цели на монетарната политика со иста важност.

Финансиската криза во 2008 година се случи во период на значајна ценовна стабилност и централните банки, вклучувајќи ја БА, беа задоволни дека тие ја постигнале својата институционална цел, ценовната стабилност. Пораката беше дека по она што се случи во 2008 година, централните банки можеби не треба да ги преиспитаат само своите инструменти, туку исто така треба да ги преиспитаат своите цели (Дата, 2011, стр. 97). Сегашниот консензус за стабилна инфлација можеби не е доволен или ефективен во ера на финансиска нестабилност и одржани дефлациски притисоци. Меѓутоа, успехот на инфлациското таргетирање во ОК и на други места, вклучувајќи го имплицитното инфлациско таргетирање, беше од таква големина што во зборовите на Дата (2011, стр. 99): „Промената или напуштањето на овие таргети би претставувало голем удар во кредибилитетот на централните банки на кои им требаа декади да ги постават и оттука, тоа не е веројатно“.

ЛЕКЦИИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО

Следното е краток преглед на главните лекции или поуки за водењето на монетарната политика во ОК:

Институционалната рамка

1. Влијанието на централната банка може да биде еднакво во важност за процесот како и формалните одговорности. Во својот дел БА играше клучна улога како дел од поширокаата група во одлучувањето за монетарната политика. Нејзиното водство, во кој било дел од испитаниот период, дали како советник, партнер на владата, или како оперативно независна централна банка, беше незаменливо и клучно за процесот на монетарната политика.

2. Кога и да беше водена монетарната политика, или кога изгледаше дека е водена, од министерството за финансии, кредибилитетот на процесот и правецот на политиката беа перципирани како политички мотивирани и беа понеефикасни во постигнувањето на целта на ценовната стабилност. Монетарната политика на ОК во 1970-те и на почетокот на 1980-те години, кога министерот за финансии имаше најголемо влијание, покажува најголема нестабилност, а периодот на инфлациското таргетирање, кога БА играше подоминантна улога, е постабилен и поуспешен период во остварувањето на целите на монетарната политика. Базирано на искуството на ОК, постои добра причина за независност на централната банка.

Монетарното таргетирање

3. Финансиска иновација, промени во регулациите, променливата брзина на парите и елиминирањето на контролите врз девизниот курс се само некои од факторите кои предизвикаа непредвидливо зголемување на монетарните агрегати во 1980-те. Ова беше посебно точно за широките монетарни агрегати, како што се британскиот М3 кој беше клучен за стратегијата на монетарната политика на ОК.

4. Ефектот на инструментите базирани на операции во отворениот пазар врз монетарните агрегати беше непрецизен и нееднаков. Понудата на парите беше најверојатно утврдена во финансискиот систем преку комплексен збир на интеракции помеѓу банките и другите агенти кои ги направија инструментите за контрола на понудата на пари неефективна.

5. Стратегијата на монетарното таргетирање во ОК беше базирана на користење на фискален агрегат (ПБЈС) за контрола на широкиот монетарен агрегат М3. Приодот претпоставуваше дека широкиот монетарен агрегат може да се контролира од страна на понудата. Без експлицитно или имплицитно монетарно правило одлуките на ниво на каматните стапки беше правено со користење на слободна проценка. Меѓу последиците на таквата стратегија беа изборот на широк монетарен таргет (што не беше советувано), слаб менаџмент на монетарните таргети, произволна процедура за поставување на

таргетите и користење на прекумерно финансирање за да се надомести елементот на банкарското кредитирање што не може лесно да се контролира. Овие фактори, комбинирани со слабостите во инфлациското таргетирање, делумно поради слабеењето на односот помеѓу растот на парите и производството или инфлацијата, придонесе за неуспехот на стратегијата да ги постигне монетарните таргети.

6. Реакциските функции на БА во периодот на монетарното таргетирање не беа индикативни на агресивна противинфлациска политика, но просечното ново на реалните каматни стапки беше во согласност со рестриктивната монетарна политика. Оваа рестриктивна политика, забележана во сите студии на реакциските функции, ги држеа каматните стапки еднакво високи дури и кога инфлацијата беше ниска. Генералната насока на политиката покажува реакција на девизниот курс, инфлацијата и производот, но не постои генералната корелација која ги поврзува монетарните таргети и политиката.

Таргетирање на девизниот курс

7. Девизниот курс е често спротивставен со целта на политиката и работеше во спротивна насока од посакуваната. Последица на непостојаноста во успехот е дека стратегијата на таргетирање на девизниот курс беше само маргинално корисна во монетарната политика на ОК. Според тоа, таргетирањето на девизниот курс беше грубо како стратегија и како инструмент на монетарната политика.

8. Министерството за финансии го искористи Договорот од Лувр, потпишан во февруари 1987 година, како можност да ја воведе германската марка како номинален таргет за девизниот курс. Криењето на вистинската намера на политиката, заедно со докази за несогласувања со политиката е индикативно на недовербата и несложувањето помеѓу владата и БА.

9. Мала отворена економија со фиксен девизен курс и перфектна мобилност на капиталот ја губи независноста во монетарната политика. Ако економијата дојде во рецесија и ако бизнис циклусот не е во согласност со таргетираната

земја, централната банка може да постави каматни стапки повисоки од посакуваните според домашната економија. Тогаш треба да се избере дали да се зачуваат високите каматни стапки или да се напушти фиксниот девизен курс. ОК плати висока цена за напуштањето на ЕРМ, но ги надокнади дел од загубите со постигнувањето на повисоко ниво на производство и вработеност во периодот по напуштањето на аранжманот.

10. Градење кредибилност е тешко преку фиксен девизен курс поради притисокот врз домашната економија како резултат на загубата на монетарната контрола. ОК проба да гради кредибилност за својата монетарна политика со тоа што ја промени стратегијата, избирајќи инфлациско таргетирање непосредно по напуштањето на ЕРМ.

11. ОК немаше силна обврска за да го зачува девизниот таргет, а цената по економскиот раст од девизниот режим беше посебно висока поради неусогласеноста на бизнис циклусот на ОК со бизнис циклусот на Германија, таргетираната земја, за време на членството во ЕРМ.

12. Важно е да не се игнорираат движењата на девизниот курс во средниот рок поради опасноста од долгорочна неусогласеност на политиката и економијата. Во случајот на ОК, нивото на неусогласување беше посебно очигледно во периодот на монетарно и инфлациско таргетирање. Девизниот курс, кога стерлингот беше преценет имаше вистинска цена по економијата и покрај постигнувањето на релативна макроекономска стабилност.

Инфлациско таргетирање

13. Стратегијата на инфлациското таргетирање беше успешна во заклучувањето на ниското ниво на инфлација кое беше резултат на претходната дезинфлација. Резултатот беше подолг период на ниска инфлација, но исто така висок економски развој и вработеност.

14. Дури и во присуство на генералната цел на ценовната стабилност, како во периодот од 1992 до 1997 година, нејасната дефиниција на несигурното

обврзување со инфлациска цел, најверојатно, доведе до зголемена перцепција на долгорочен ризик од инфлација. Позитивните резултати на ниската инфлација не беа споени со еднакво ниски инфлациски очекувања. Дел од неизвесноста беше поради институционални фактори и недоволниот кредибилитет на централната банка.

15. Спроведувањето на инфлациското таргетирање во ОК доведе до пониски инфлациски очекувања и помогна во постигнувањето на пониска инфлација. Очекувањата за пониска инфлација беа главно резултат на новата обврзаност на БА со инфлациското сидро. Доказ за ова е поволно инфлациско очекување непосредно по добивањето на оперативна независност на БА во 1997 година.

16. Главната промена во водењето на монетарната политика на ОК под инфлациско таргетирање беше давањето на инструментална независност на БА во 1997 година. По 1997 година, со каматните стапки одредени базирано на домашните варијабли, а меѓународните влијанија користени само како дел од моделот за прогнозирање на производот и инфлацијата, реакциските функции и очекувањата за инфлацијата се значајно различни. Добро познат и кредибилен инфлациски таргет е од голема помош во формирањето на перцепции во приватниот сектор за долгорочните инфлациски резултати.

17. Иако второстепено за кредибилноста и обврзаноста на централната банка со ниска инфлација, нивото на комуникација, транспарентност и изборот на инфлацискиот таргет се важни за формирањето на инфлациски очекувања и за намалувањето на ризикот од инфлација. Промените во процесот под инфлациското таргетирање и јасниот инфлациски таргет поставен по 1992 година имаше многу попозитивен ефект врз намалувањето на инфлацијата отколку предходните стратегии. Кога таргетот беше променет од РПИХ во ПЦИ во 2003 година пазарите ја зголемија премијата за ризик за долгорочните хартии од вредност, ценејќи го инфлацискиот таргет како премногу мек.

18. Монетарната политика со инфлациското таргетирање изгледа добро урамнотежена. БА демонстрираше недостаток на инфлациска пристрасност и реагираше без занемарување на бизнис циклусот. Пониските каматни стапки

во вториот период (по 1997 година) ја карактеризираат БА како флексибилен режим на инфлационо таргетирање, во согласност со идејата на инфлациското таргетирање како рамка.

МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА НА ГЕРМАНИЈА

ВОВЕД

„Најважната цел на германската монетарна политика е да ја контролира инфлацијата“ (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 365).

Во Германија монетарната политика по Втората светска војна започна со формирањето на првата повоена централна банка, Банката на германските држави (Bank deutscher Lander) (БдЛ) во 1948 година и Бундесбанката во 1957 година, двете од страна на сојузниците. Во времето на формирањето на двете институции, Германија веќе беше дел од системот на Бретон Вудс, формиран во 1944 година. Природата на договорот на Бретон Вудс, систем што го врзуваше девизниот курс со американскиот долар, бараше согласување на трговската размена и капиталните движења со тие на САД. Тоа требаше да биде постигнато преку значајна интервенција на владата и со менаџирана трговија (Хетсел, 2002, стр. 31). Ефективно, САД ги губеше резервите со тоа што имаше превисок девизен курс, а Германија добиваше резерви преку одржување на потценета валута. За време на периодот од договорот во Бретон Вудс новоформираната германска централна банка имаше независност на инструментите, но не и вистинска независност во поставувањето на целите.

Системот на Бретон Вудс пропадна во 1973 година под тежината на американската инфлација. Инфлацискиот проблем во Германија беше делумно последица на зголемениот раст на парите произведени од Бундесбанката да го заштити девизниот курс во однос на доларот во раните 1970-ти години и беше останат ефект од предходен фиксен режим на девизниот курс (Хетсел, 2002, стр. 39, Вон Хаген 1999).

По завршување на ерата на Бретон Вудс, Бундесбанката имаше потреба да одржува некаков вид на експлицитно номинално сидро да ја усмери нејзината политика. Почнувајќи во 1975 година, Бундесбанката се сврти кон политика на таргетирање со монетарните агрегати и инфлацијата како номинални сидра. Уникатно на Германија, Бундесбанката почна со политика на монетарно и инфлациско таргетирање во исто време и го беше на мислење дека двете имаат улога во одредувањето на монетарната

политика. Секоја година од 1974, Бундесбанката имаше таргет за инфлацијата и за растот на парите (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 367).

Во практиката, Бундесбанката прво поставува цел за инфлацијата. Потоа, поставува таргет за стапката за пораст на монетарните агрегати кои се формирани да бидат во согласност со инфлациската цел. Начинот на кој монетарната политика беше водена во периодот од 1973 до 1993 година е сумиран во Кларида и Гертлер (1997, стр. 364):

> „Како што може да се очекува, ние откривме дека Бундесбанката е агресивна во управувањето на краткорочните каматни стапки да го намалат притисокот на инфлацијата, со исклучок на периодот помеѓу двата нафтени шокови, 1975 и раната 1979-та година. Од друга страна, очигледно ги вклучува движењата во вистинската економија во одлучувањето за ратата, но не експлицитно. На пример, често го цитира девизниот курс во водењето на нешто што личи на контрациклична политика. Ние исто така наоѓаме, како и другите, дека намалувањето на инфлацијата не е процес без цена на чинење за Бундесбанката, и покрај нејзината репутација.“

Флексибилноста вградена во монетарниот и инфлацискиот таргетен режим користена од страна на Германија низ овој период овозможи поефективна монетарна политика која можеше да биде променета од време на време, да биде соодветна на кризите кои се појавуваат од надворешни шокови, како што се нафтените шокови од 1975 и 1978 година.

Веднаш по 1973 година, притисокот да се смени фокусот од девизниот курс на монетарните таргети дојде не само од потребата да се има цел по пропаѓањето на Бретон Вудс системот, но исто така од владите на Вили Брант и Хелмут Шмит, кои ја поставија невработеноста како врвен приоритет (Јонсон, 1998, стр. 78 во Хетсел, 2002, стр. 45). Затегнатата монетарна политика беше спроведена да ја намали инфлацијата, но исто така имаше негативни последици за вработеноста. Хетсел (2002) тврди дека поактивниот пристап на Бундесбанката и повеќе од дарежливите 8% на монетарниот таргет, што беше објавен во 1974 година, доаѓа од политички притисок. Во исто време Бундесбанката почнува да ги намалува каматните стапки. Во ситуација на континуирана инфлација во САД, Германија доживеа зголемување на вредноста на германската марка. Германската валута се зголемуваше во вредност за време на 1977 година и достигна врв на 1 март

1978 година, кога американскиот долар беше 1,99 марки (Трехан, 1988, стр. 41). Оваа ситуација овозможи експанзивната политика да остане на сила во остатокот на декадата (Хетсел, 2002, стр. 45).

Воведувањето на монетарно таргетирање во Германија дојде во период на силно влијание на монетаристичките теории на Милтон Фридман, Карл Брунер и Алан Мелцер. Монетаристите сугерираат формален квантитативен таргет за монетарен раст како номинално сидро за инфлацијата. И покрај академската привлечност и некои цврсто оформени мислења од страна на членовите на Советот на Бундесбанката (СБ) овие теории никогаш не беа спроведени во пракса. Според монетаристичкиот приод централната банка не треба да ја нагодува економијата и треба наместо тоа да ја следи стратегијата на монетарното таргетирање (Бејер ет ал., 2009, стр. 18). Бундесбанката само го забележа приодот и продолжи со историскиот монетарен експеримент каде што ќе користи монетарни таргети како средство да влијае врз пазарот и јавните очекувања од монетарната политика. Со други зборови, приодот беше користен како комуникациско средство. Оттогаш, Бундесбанката го задржа правото на активна монетарна политика и практикуваше монетарна политика да достигне повеќе краткорочни таргети, најпечатливо девизниот курс надвор од монетарниот и инфлацискиот таргет кои беа поставени како номинални сидра. Дискрецијата секогаш остана како квалифицирана опција. Некои од истражувањата во монетарната политика го нарекоа приодот селективна или дисциплинирана дискреција (Лаубах и Посен, 1997).

Во Бундесбанката, кратко по колабирањето на Бретон Вудс, постоеја дискусии и беше пробано да се управува директно со монетарната база, но овие чекори беа реакција на предизвиците кои беа последица на транзицијата од системот на Бретон Вудс стратегија според инфлациското и монетарното таргетирање. Најинтензивните дискусии беа во врска со монетарното ниво и експанзија. Резултатот на дебатите беше значајно префрлување на Бундесбанката кон нов позајмувачки режим со користење на дисконтната и ломбард стапка наместо предходниот автоматски механизам со кој банката на Германија обезбедуваше ликвидност. Ова беше промена од пасивна улога на Бундесбанката како добавувач на пари и ликвидност во активна улога на обезбедување макроекономска стабилност во економијата со користење на сите инструменти кои и беа достапни (Вон Хаген, 1999, стр. 690).

Во смисла на успех во постигнувањето на целта на ниска долгорочна инфлација, германската Бундесбанка беше лидер помеѓу индустриските земји. Од распаѓањето на Бретон Вудс во 1973 година до годината пред унификацијата во 1989, просечната

годишна инфлација во Западна Германија беше помала отколку во која било од земјите на Организацијата на европската соработка и развој (ОЕЦД) (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 363). Во овој период, преокупацијата на Бундесбанката во водењето на својата монетарна политика беше да ја варира краткорочната каматна стапка со цел да се зачуваат инфлациските стапки во својот таргет, освен во приоди на ускладување на надворешните шокови или краткорочните притисоци во вистинската економија (Кларида и Гертлер, 1997).

Еден од главните заклучоци на анализата е дека Бундесбанката се потпираше на монетарното таргетирање да го комуницира правецот на монетарната политика и на инфлациското таргетирање, да го одреди монетарниот таргет и да постигне долгорочна цел на ценовна стабилност. Двете ќе бидат испитани во одредени детали како методи за постигнување на општите цели на Бундесбанката. Широко е забележано во литературата дека ниту едно од таргетните правила даде стеларен резултат во смисла на постигнувањето на целите дефинирани од централната банка. Литературата во овој дел ја третира толеранцијата за пропуштените таргети како да е во согласност со монетарната стратегија на Бундесбанката базирана на долгорочна ценовна стабилност, но исто така како индикација дека производот и вработеноста се исто така значајни и се земаат предвид за време на надворешни шокови. Пред да се свртиме кон методологијата и механизмот на водењето на монетарната политика во Германија ќе ги разгледаме темите на институционалната рамка на Бундесбанката како и хронологијата на монетарната политика во Германија од крајот на Бретон Вудс системот до воведувањето на еврото. Неминовно, затоа што Бундесбанката подоцна беше модел за Европската централна банка (ЕЦБ), водењето на германската монетарна политика овде е како претходен дел на монетарната политика на еврозоната што следеше.

ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БУНДЕСБАНКАТА

Бундесбанката беше формирана со значајна претпазливост поврзана со својата главна цел. Сеќавањата на хиперинфлација влијаеше врз главната конститутивна реченица на централната банка која ја одредува улогата на германската централна банка да ја зачува вредноста на валутата. Ова е спротивно на фактот дека федералната влада

го зачува правото да влезе во договори за валутата со други земји. Во практика, меѓутоа, Бундесбанката имаше голема независност во контролирањето на инфлацијата, кое можеше да се користи како влијание врз одлуките на владата во договорите за валутата (Њуман и Вон Хаген 1993 во Кларида и Гертлер, 1997, стр. 366).

На Бундесбанката не ѝ беше дозволено во статутот да ги финансира дефицитите на владата и ѝ беше доделено институционална независност во поставувањето на монетарната политика. Оваа политика е поставена со систем сличен на тој на Федералниот резервен систем (ФРС) на САД. Формалното тело кое ја формира монетарната политика е Советот на централната банка, кое е слично на ФОМК во САД. Составот на советот го вклучува бордот на Бундесбанката (со осум федерално поставени членови, вклучувајќи ги претседателот, вице-претседателот и шест други членови) и претседателите на германските покраински банки. Мандатите на членовите на советот се осум години наспроти четири години за членовите на ФОМК.

ГЕРМАНСКАТА МОНЕТАРНА ИСТОРИЈА

Периодот од 1973 до 1999 година може да се подели на повеќе временски периоди. Обично е поделен на четири различни периоди. Овде земаме модифицирана поделба за подобро да се илустрираат три периоди: транзиција од раниот период во кој овој дел ги вклучува годините на светската рецесија со крај во 1982 година, период на постигнување ниска и стабилна инфлација за време на годините помеѓу 1982 и 1993 година и процесот на подготвувањето за спојување на германската централна банка во системот на централни банки на еврозоната.

Од 1973 до некаде 1983 година, германската економија беше сèуште под влијание на големата инфлација што го заврши системот на Бретон Вудс. Германија можеби ја избегна големата инфлација, но беше под влијание и попречена од нејзините ефекти (Бејер ет ал., 2009). Тоа беше исто така период во кој имаше два различни нафтени шока на кои Бундесбанката мораше да реагира со тоа што употреби поекспанзивна монетарна политика. Од 1983 до 1993 година, Германија искуси релативна ценовна стабилност и доминантност на монетарната политика на Бундесбанката во Европа во смисла на нејзиниот успех и репутација. Во сите три временски периоди германската економија се судри со предизвици што ја натераа Бундесбанката да ги напушти своите општи правци

за да се справи со непосредните закани за економијата. Во оваа смисла, дебатата за правилата наспроти дискрецијата во германскиот случај е во полза на дискрецијата кога е тоа потребно со девизниот курс и производот (вработеноста) како често цитирани краткорочни цели на централната банка додатно на монетарните и инфлациските таргети. Општото здравје на економијата беше важно за централната банка. Комуникацискиот приод на Бундесбанката во објаснувањето на разликите од таргетите и потребата за дискреција за време на криза се своеврсен модел во дискусијата на стратегијата на монетарната политика.

Одбегнувањето на големата инфлација: 1973 – 1983

Реагирајќи на светската инфлација и на првиот нафтен шок на ОПЕК во 1973година, кој се совпадна со крајот на Бретон Вудс системот, Бундесбанката веднаш ги зголеми драматично краткорочните каматни стапки со цел да се намали долгорочната инфлација (Кларида и Гертле, 1997 стр. 371-372). Инфлацијата се зголеми до над 7% до крајот на 1974 година. Бундесбанката исто така го изјави јавно своето обврзување да води рестриктивна монетарна политика додека инфлацијата не е под контрола. До 1974 година, централната банка ги идентификува монетарните и инфлационите таргети како номинални сидра. Во првата година на таргетирањето, 1975 година, ја постави инфлационата цел на 4,5% и таргетот за монетарниот раст на 8%. Иако висока за германски стандарди во тоа време, целта беше одбрана со цел инфлацијата времено да се намали. Како и САД, Германија беше во период на стагфлација заради нафтените шокови во 1973 и 1974 година. Рестриктивната монетарна политика, меѓутоа, ги доведе двете економии во длабока рецесија. Остриот пад доведе до тоа Бундесбанката и ФРС да ја олабават својата монетарна политика во двете земји и во случајот на Германија по првиот нафтен шок, краткорочните цели за вработеност добија во значење (Бејер ет ал., 2009, стр. 21). Каматните стапки останаа ниски во периодот на остатокот на 1970-те.

Цитирајќи го порастот на валутата, Бундесбанката продолжи со експанзивна политика. Во 1977 година, Бундесбанката дозволи да го надмине својот монетарен таргет (Мишкин и Посен, 1997, п. 26). Монетарно економските текстови ја опишуваат акцијата на Бундесбанката како поддршка на вистинската економија (контрациклично таргетирање на производот и вработеноста) што влијаеше врз нејзиното однесување (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 375).

Вториот нафтен шок следеше во 1979 година. Повторно, прагматичната страна на Бундесбанката беше очевидна: централната банка ја крена таргетната стапка на инфлацијата од 3% во 1979 до 4% во 1980 година и дозволи инфлацијата да го надмине својот таргет за 1,3%. Слабеењето на вистинската економија влијаеше на продолжувањето на експанзивната монетарна политика (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 375). Првиот нафтен шок и по тоа промената во американската монетарна политика доведе до враќање на рестриктивна политика, која Бундесбанката беше обврзана да ја избегне затоа што сметаше дека претходното олабавување на монетарната политика беше прилагодување на нафтените шокови во 1973 и 1974 година, за кое сметаше дека беше грешка (Тсатсаронис 1993). Ова прилагодување беше спротивно на тоа од ФРС во САД кога каматните стапки беа кренати над тие од Германија, што доведе до период на намалување на девизниот курс во однос на американскиот долар во раните 1980-ти кое траеше до 1985 година. Овој простор за маневрирање Бундесбанката го искористи да ги зголеми каматните стапки од 3% во 1979 година до околу 12% во првиот квартал на 1981 година (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 375). Во следните две години, Бундесбанката продолжи со својата постепена политика, толерирајќи инфлација повисока од таргетот за да избегне понатамошно слабеење на економијата која е во рецесија.

Германската економија излезе од периодот на двата нафтени шока со послаба економија од таа на САД. Високата стапка на невработеност остана висока дури и по рецесијата во 1981 и 1982 година, што е опишано како ера на стагнација и доцно оporавување од 1983 до 1989 година. Во исто време, американската економија оствари силно оporавување. Американскиот долар се зголеми во однос на германската марка, спротивно на претходниот тренд. Во 1981 и раната 1982 година, парите во централната банка (ЦБМ) како таргет беа со побавни перформанси од тие на М3 поради слабоста на германската марка. Како последица, монетарниот таргет од 4% до 7$ беше надминат (Мишкин и Посен, 1997, стр. 26).

Перформансите на германската економија во првите неколку години на 1980-те беа полоши од таа на САД во смисла на намалување на инфлацијата, но тоа е делумно, затоа што Германија беше подобра во доцните 1970-ти години. Евентуално, Германија ја постигна својата долгорочна ценовна стабилност од 2% и доживеа рамномерен пораст во националниот производ и враќање на ниската невработеност во подоцнежниот дел на декадата.

Постигнување на ценовна стабилност: 1983 – 1993

Зголемувањето на производот во Германија беше малку под трендот во 1983 и малку над трендот во 1984 и 1985 година. Слабоста на економијата имаше позитивен ефект на инфлациските индикатори дозволувајќи и на германската монетарна политика да го забележи крајот на ефектите од големата инфлација манифестирани во Германија за време на 1970-те години со ниска и стабилна инфлација до средината на декадата. Инфлацијата беше под таргетираното ниво од 1983 до 1985 година.

Во средината на 1984 година, САД започна систематско да ја намалува каматната стапка со цел, помеѓу други работи, да го намали нивото на доларот. Како резултат, рано во 1985 година марката почна постепено да паѓа наспроти доларот кое траеше до раната 1988 година. Како реакција на зголемувањето на вредноста на марката, повторно, вистинската економија ослабе и производниот пораст се намали за време на 1986 и 1987 година. Инфлацијата, меѓутоа, падна под таргетот од 2% и остана ниска.

Цитирајќи го растот на вредноста на германската марка како причина, Бундесбанката ги олабави краткорочните каматни стапки. Реалната краткорочна стапка падна, но не до нивоата на средните и доцни 1970-ти години. По олабавувањето, производниот пораст се зајакна во 1989 година и појако опоравување, вклучувајќи го вработеноста и порастот во националниот производ, конечно се материјализира (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 376).

Робусниот производствен раст во Западна Германија кое почна во 1989 година продолжи во реунификацијата со Источна Германија во 1990 и во 1991 година. Стапката на невработеност опадна преку овој период по прв пат во цела декада. Спојувањето на двете германии беше проблематично поради тоа што очекуваната инфлација создадена од експанзијата и растот во М3 агрегатот поради замената на валутата по принцип еден за еден размена со Источна Германија. Овојпат, Бундесбанката беше одбиена од страна на германската влада. Политичката одлука беше предизвик за Бундесбанката, но како и во 1979 година, кога вториот нафтен шок и се закануваше на економијата со увезена инфлација, Бундесбанката требаше да го опише економскиот шок на реунификацијата како единствена случка, ограничувајќи го ефектот на вториот бран на инфлацијата. Ефектот на овој едновремен шок беше предвидлив. Реакцијата на централната банка беше да не дозволи високата инфлација, да помине без да биде пресретната со интервенција на централната банка. Инфлацијата беше над таргетот во 1991 година, М3 се зголеми за 13%, а Бундесбанката ги крена краткорочните номинални каматни стапки

над 9% за да се справи со инфлацијата. Во исто време, целта на централната бака за инфлацијата остана на 2%.

Растот на М3 го усложни проблемот на монетарното таргетирање. Од поголемо значење за Бундесбанката беа можните последици од растењето на монетарните агрегати за инфлацијата, посебно поради големата имплицитна субвенција во размената на валутите. Номиналните и реалните краткорочни каматни стапки во Германија беа над тие во САД. Ова агресивно затегнување на германската монетарна политика влијаеше врз девизниот курс на германската марка и предизвика колапс на Европскиот монетарен систем (ЕМС) во септември 1992 година. Причината за колапсот на ЕМС беше тоа што членовите не беа волни да ги задржат своите каматни стапки во согласност со германските каматни стапки. Кларида и Гертлер (1997, стр 377) го опишуваат ефектот на рестриктивната монетарна политика по реунификацијата:

> „Затегнувањето имаше предвидливи ефекти врз германската економија. Поради некој дел во монетарната политика, производот опадна значајно. Западно-германското индустриско производство опадна 15% од јануари 1992 до септември 1993 година. И стапката на невработеност се покачи скоро 3 процентни стапки преку овој ист период. Рецесијата во економијата ја поттикна Бундесбанката да ги намали стапките. Намалувањето, меѓутоа, беше благо.“

Во тоа време, есента 1992 година, германската економија влезе во рецесија со одредено заспорување со почит кон економиите во опкружувањето. Неколку месеци подоцна Бундесбанката повторно ги крена своите стапки. Во септември 1992 година, по ревизијата на германската марка во ЕМС, Бундесбанката започна да ги крати каматните стапки (Европската комисија, 2002, стр. 37). За време на овој период монетарните услови беа такви што имаше значајно надминување на монетарните таргети. Фискалната консолидација во Германија го сигнализираше крајот на периодот на реунификацијата.

Од германската реунификација до ЕМУ: 1993 – 1999

Проширувањето на ЕРМ коридорите во август 1993 година беше почеток на периодот на висок степен на каматни стапки и стабилност на девизниот курс. Заради значајните тензии кои се зголемуваа во ЕМС во првата половина на 1993 година,

Бундесбанката беше под притисок дома и однадвор да ги намали своите каматни стапки. Тоа таа го избегна во тоа време со тоа што демонстрираше загриженост за експанзивната понуда на пари (Бофингер, 2001, стр. 298). Кога инфлацијата се намали, веројатно како резултат на големата вредност на германската марка, и само еден месец по колабирањето на ЕМС системот во јули 1993 година, Бундесбанката реагираше со намалување на дисконтната стапка за 3% до 5,25% (Графикон 2). Овој пат монетарната експанзија не беше проблем. Фазата на намалување каматните стапки продолжи и во времето на заздравувањето на германската економија до средината на 1994 година, но барем според некои референци политиката не беше премногу лабава (Европската Комисија, 2002, стр. 37). Монетарните трендови од 1993 до 1994 година, затоа, беа сèуште карактеризирани од силниот монетарен раст и значајно надминување на таргетите. Можна причина за овозможувањето на монетарниот раст може да биде одлуката да не се поставува непотребна рестрикција на сè уште позитивниот развој во вистинската економија и големото внимание посветено на движењата во девизниот курс и меѓународниот контекст (Балтенспергер, 1999, стр. 487). Значителниот монетарен раст заврши во втората половина на 1994 година, завршувајќи ја годината малку над 6%.

Во Германија имаше слабеење на динамиката на економскиот раст во 1995 и 1996 година за разлика од предходните две години. Растот на реалното БДП во 1995 година беше 1,9% и 1,4% во 1996 година. Инфлацијата се стабилизира на ниско ново од 1,8% во 1995 и 1,5% во 1996 година (Балтенспергер, 1999, стр. 495). Во врска со монетарната политика Бундесбанката постави таргет за М3 од 4% - 6%. Претпоставката за растот на потенцијалниот производ беше со вредност од 2,7% и среднорочната нормативна инфлациска стапка 2%. Бундесбанката во овој период исто така не го компензираше намалувањето на растот на М3 со каква било акција, уважувајќи наместо тоа дека зголемувањето во претходните неколку години и потфрлувањето во 1995 година го апроксимира нивото на раст во однос на таргетната зона (Балтенспергер, 1999, стр. 496). Порастот на М3 во првата половина на 2006година беше опишано како рапидно, надминувајќи го таргетираниот коридор. Со инфлацијата под контрола, лошата состојба на бизнис циклусот и слабиот монетарен раст во 1995 година, Бундесбанката ги намали своите базични каматни стапки значајно, но во мали чекори. Дисконтната стапка беше намалена од 4,5% на почетокот на 1995 до историски ниското ниво од 2,5% во април 1996 година, ломбардната каматна стапка од 6% до 4,5% и репо-стапката од ниво на 4,85% до 3% (Балтенспергер, 1999, стр. 498).

Исто така, кога Бундесбанката ја намали дисконтната стапка го наведе како причина многу побавниот раст на М3 и острото зголемување на германската марка како причина за намалувањето. Германската марка порасна во однос на американскиот долар и неколку европски валути (Европската комисија, 2002, стр. 38). Економскиот раст во Германија одеше бавно понатаму во 1996 година. Ова доведе до значајно понатамошно намалување на краткорочните каматни стапки.

Во последните две години независност, монетарната политика на Бундесбанката доведе до стабилни каматни стапки. Очекувањата за зголемувањето на каматните стапки во летото 1998 година во еврозоната се намали со пазарите кои очекуваа дека каматните стапки ќе се приближат надолу до нивото на најважните земји во ЕРМ како Германија.

Во 1997 и 1998 година Бундесбанката одлучи да ја прифати политиката на поставување монетарни таргети со двегодишен период. Таргетираната стапка на раст во последните две години беше 5%. Таргетираниот коридор од 3,5% - 6,5% беше базиран на претпоставката за реалниот пораст на потенцијалниот производ од 2% и инфлациска стапка од 1,5% – 2%. Новиот период помогна да се израмни краткорочната варијабилност на трендот на М3 и да го врати тежиштето на среднорочната природа на монетарната политика на Бундесбанката (Балтенспергер, 1999, стр. 501).

Бундесбанката остана обврзана со монетарните таргети сè до самиот крај на својата независност. Скоро целиот период на 1990-те се обидуваше да ја подготви ЕМУ за прифаќање на еврото и да создаде најдобри можни услови за новата ЕЦБ. Низ триесетгодишниот период на користењето на монетарното таргетирање Бундесбанката практикуваше извесен вид монетарно таргетирање опишано во Свенсон (1999). Неговите наоди изгледаат валидни за целиот период од 1973 и продолжи до 1999 година како база за објаснувањето на монетарната политика на Бундесбанката во методолошката точка:

> „Прагматично монетарно таргетирање вклучува да се има инфлациски таргет, со текот на годините нарекувана неизбежна инфлација, ценовна норма, или среднорочна ценовна претпоставка. Таа изнесуваше 2% во текот на многу години. Од состанокот на Советот на Бундесбанката во декември 1996 до 1998 година, таа беше 1,5-2%. Почнувајќи од овој инфлациски таргет, Бундесбанката тогаш, за секоја година, го изведуваше таргетот за монетарниот пораст на М3 со додавање предвиден раст на потенцијалниот производ и одземање на трендот на брзината на

монетарниот обрт. Бундесбанката тогаш го поставуваше таргетираниот коридор околу монетарниот таргет, за 1998 беше широк 3 процентни поени (Свенсон, 1999, стр. 7).

МЕТОДОЛОГИЈА НА БУНДЕСБАНКАТА

Германската монетарна политика водена од Бундесбанката во пост-Бретон Вудс ерата почнувајќи во 1973 година беше специфично насочена кон контролирањето на инфлацијата. Ова е евидентно од раната адаптација на стратегијата која даде предност на намалувањето на инфлацијата како долгорочна цел (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 363). Одлуката да се употреби стабилизирачки ориентирана монетарна политика со два таргетни цели како полуцврсти правила беше водено од потребата за номинално сидро и од монетарната филозофија и знаење на луѓе инволвирани во процесот на одредувањето на таа стратегија. Клучен играч во процесот беше Советот на Бундесбанката. Улогата на Советот беше да ја одреди монетарната стратегија и да ги постави таргетните правила. Второ, Советот ги постави промените во механизмот за водењето на монетарната политика како што се промена на монетарните агрегати за монетарното таргетирање и промена од прецизниот нумерички таргет во таргетен опсег итн.

Германската економија во раните 1970-ти имаше високо ниво на инфлација заради продолжувањето на експанзијата во владиното трошење и ефектите на фиксниот девизен курс со американскиот долар. Експанзивната фискална политика и фиксниот девизен курс, меѓутоа, не беа единствените причини за инфлацијата во Германија. Додатна тешкотија беше очекуваната инфлација од јавноста и ветувањето на целосна вработеност од страна на владата на Брант. Како последица, инфлацијата беше потпомогната со агресивните барања за покачување на платите од страна на германските синдикати (Вон Хаген, 1999, стр. 683).

Исто така беше очигледно во тоа време дека владата не беше во можност да ја искористи фискалната политика за стабилизација на економијата. По неуспешниот обид со фискална политика, владата со декрет на 18 јануари 1973 година побара Бундесбанката да доведе до краткорочна стабилизација на економијата (Вон Хаген, 1999, стр. 683). Другиот значаен развој на настаните беше што одбраната на германската

марка во 1973 година постигна критични димензии, предизвикувајќи ја Бундесбанката да побара од владата да ги затвори пазарите во март 1973 година. Владата даде дозвола за затворањето и на 19 март 1973 година фиксниот девизен курс беше напуштен во потполност, оставајќи простор за првата независна монетарна политика од формирањето на Бундесбанката по Втората светска војна (Вон Хаген, 1999, стр. 686).

Одлуките за новата монетарна стратегија, вклучувајќи ги таргетите, инструментите и општиот правец на Бундесбанката беа направени во Советот на Бундесбанката и беа продукт на внатрешна политика и компромис исто колку што беа резултат на научен процес (Вон Хаген, 1999). Бундесбанката не требаше да создаде нова стратегија непосредно по крајот на Бретон Вудс системот. Според сите индикации во раните 1970-ти таа не беше соочена со значајна економска криза. Да го создаде тоа беше избор на Советот кој брзо премина на формирање на стратегија и на процедурите за таргетирање. Стратегијата и планот за контролирање на долгорочната инфлација беа направени во втората половина на 1974 година и беа објавени во декември истата година.

Монетарното и инфлациското таргетирање во Германија

Најпрепознатливите карактеристики на германската монетарна политика која почна во 1974 година беше истовремената пракса на поставување годишни монетарни и инфлациски таргети. Процедурата за поставување на монетарниот таргет (потребен со изборот на квантитативната теорија на парите да се одреди таргет) вклучуваше практика на поставување експлицитна објавена цел за инфлацијата. Спротивно на тоа, монетарното таргетирање во САД во тоа време не беше поврзано специфично со друго номинално сидро. Друга карактеристика на водењето на монетарната политика во Бундесбанката беше третманот на двата таргети како одредници, но не и експлицитни монетарни правила. Накратко, монетарниот успех беше поврзан со долгорочната инфлациска цел. Краткорочните таргети, инфлациониот и монетарниот таргет, беа често промашувани и обврските во врска со таргетите беа флексибилни со цел да се постигнат другите цели на монетарната политика како што се производот (вработеноста) или посакуваното ниво на девизниот курс. Оваа флексибилност и девијација од таргетот за да се постигне противциклична политика е опишано како главен атрибут на германската монетарна стратегија (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 367).

Процедурата за таргетирање во Германија беше повторена секоја година со специфична процедура која вклучува наизглед дискрециона одлука за низбежното инфлациско ниво и добро етаблираната формула на квантитативната теорија (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 369). Секвенцата на процедурата беше исто така важна за ефектот и зборува за примарноста на инфлацискиот таргет. Бундесбанката прво поставува цел за инфлацијата и тогаш таргет за растот на дезигнираниот монетарен агрегат кој е во согласност на инфлацискатa цел (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 367). Годишниот таргет беше исто така предмет на ревизија некаде на средина на годината, нешто што беше користено само еднаш и во контекст на германската реунификација. Разликите од планот не беа нечести и таргетите за монетарните агрегати и инфлацијата беа промашувани во текот на годините, но Бундесбанката секогаш требаше да даде отчет за таквите разлики и да објасни зошто таргетите беа промашени или зошто политиката беше сменета во која било година. Производот и вработеноста беа фактор во скршнувањето на монетарната политика од стратегијата. Акциите на Бундесбанката за краткорочно стабилизирање често беа објаснети само како потреба да се реагира на или да се постигне некоја цел во девизниот курс.

Движењето на монетарниот таргет од страна на Бундесбанката е базирано на равенката на конвенционалната квантитативна теорија која ги поврзува парите, брзината на обртот на парите, цените и производството (Мишкин и Посен, 1997, стр. 23). Бундесбанката користеше проценки: таргетната стапка на инфлацијата (она што го сметаше за неизбежна инфлација) и проценка на трендот на растот на брзината на обртот на парите, како и трендот на растот на капацитетот на производството, наместо краткорочниот производ и растежот на брзината на обртот на парите (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 368, Мишкин и Посен, 1997, стр. 23). Ориентацијата на монетарната политика според тоа е на подолг рок и избегнува подесување или „штимање“ на економијата.

Зошто монетарното таргетирање беше користено континуирано? Многу аргументи од литературата го објаснуваат изборот на монетарното таргетирање како можност за централната банка да ја комуницира намерата на својата монетарна политика на другите учесници во економијата. Сигналот испратен преку таргетот и долгорочната инфлациска цел беше користен да се влијае врз платите и ценовните одлуки во приватниот сектор. Поуката е дека монетарните таргети нудат рамка за централната банка да ја пренесе својата долгорочна обврзаност за ценовната стабилност (Мишкин и Посен, 1997, стр. 23). Со други зборови, Бундесбанката ги подесува инфлациските

очекувања наместо точно да манипулира со побарувачката за пари која ги одредува монетарните агрегати. Монетарниот таргет тешко се постигнува затоа што е тешко да се постигне контролата над монетарниот агрегат. Механизмот за трансмисија инволвира побарувачка за пари која е склона на шокови. Еден пример за такви шокови се поврзани со портфолио шоковите. Двата монетарни агрегати кои се таргетирани ги исклучуваат резервите на банките и Бундесбанката не ја контролира монетарната база директно. Монетарниот таргет, како што ќе видиме долу беше променет делимично поради варијабилноста на монетарните агрегати и исто така поради нестабилниот однос кон финалниот таргет. Во овој случај финалниот таргет е номиналниот производ мерен со БДП.

Главните карактеристики на монетарното таргетирање како стратегија на Бундесбанката се:

- Нумеричката инфлациска цел како клучен елемент во германското монетарно таргетирање.
- Флексибилноста на монетарното таргетирачкиот режим во смисла на постигнување на долгорочната цел.
- Брзата реакција во краткорочниот период на растот на реалниот производ и девизниот курс.
- Издржано обврзување на транспарентноста и комуницирање на стратегијата на монетарната политика на општата јавност.

Поставување на инфлацискиот таргет

Клучната содржина во одредувањето на монетарниот таргет во Германија (знаејќи го изборот на квантитативната равенка во одредувањето на монетарниот таргет беше одредувањето на инфлацискиот таргет. Официјалната цел на Бундесбанката низ пост-Бретон Вудс периодот беше да ја задржи инфлацијата да не се качи над своето „неизбежно“ ниво и подоцна, по 1986 година, ценовната претпоставка одредена на 2% што остана како среднорочна цел од тоа време. Бундесбанката, како што ќе забележиме се воздржа од намалување на таргетот на 0%. Прецизното објаснување користено од Бундесбанката е дека официјалниот ценовен индекс не е референтен за подобрувањето на квалитетот на добрата и второ, веќе направените одлуки на луѓето и бизнисите во економијата не можат да бидат игнорирани во одредувањето на краткорочните

инфлациски таргети. Заради тоа таргетот од 2% се толкувани како осигурување против ваквата грешка и исто така како неопходност која дозволува одлуките на индивидуалните одлучувачи да бидат земени предвид. Разликата од среднорочниот инфлациски таргет од 2% е објаснета со потребата Бундесбанката да води сметка за краткорочната стабилизација.

Бундесбанката имаше за цел постепено намалување на инфлација со тек на време, постигнувајќи ја задачата во помали чекори (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 368). За Бундесбанката, исто така беше нереално и штетно за економијата да не ги прилагоди притисоците од надворешните шокови од понудата во 1970-те исто така како и ефектите на големата инфлација во таа декада. Сигнализирајќи инфлација од 2% како долгорочна цел беше доволно Бундесбанката да направи очекувања дека централната банка би интервенирала да ја постигне целта. Додатокот на монетарното таргетирање ја направи оваа намера на задржување на инфлацијата под контрола покредибилна и повидлива. Намалувањето на инфлацијата во време на значајни економски кризи и периоди на неповолен девизен курс може да доведе до последици во вистинската економија. Банката мораше да користи противциклична монетарна политика да ги постигне своите краткорочни цели. Режимот на монетарното таргетирање го задржа ветувањето и обврската за ниска инфлација преку подолг период.

Бундесбанката го користеше терминот неизбежна инфлација да го опише таргетот за инфлацијата што мислеше дека може да се постигне без штетни последици во краткиот рок, а во исто време постигнувајќи ја долгорочната цел за инфлацијата. Мислеше дека зголемувањето на цените, што веќе беше влезено во одлуките на економските агенти, не може да биде елиминирано веднаш, но чекор по чекор. Бундесбанката беше мошне внимателна во одбирање на инфлацискиот таргет за да не ги зголеми инфлациските очекувања. Тоа го правеше со намалувањето на таргетот под актуелните нивоа на инфлација или предвидената инфлација за следната година (Мишкин и Посен, 1997, стр. 23). Кога ценовната стабилност беше постигната во 1984 година Бундесбанката едноставно ја напушти неизбежната инфлација од таргетот и користеше среднорочна ценовна претпоставка од 2%. Според тоа, главната карактеристика на инфлацискиот стратегија на Бундесбанката, може да се сумира со следните констатации:

- Постоењето на среднорочна цел за инфлацијата.

- Постепен приод кон постигнувањето на долгорочната цел заради високата цена на пребрзото движење кон долгорочната цел.
- Изборот на позитивна инфлација како цел (2% наместо 0%)
- Инфлациските очекувања се намалени и не се оптоварени од претходната инфлација.

Да ја постигне оваа монетарна стратегија, секоја година Бундесбанката би избрала краткорочен инфлациски таргет базиран на среднорочната цел за инфлацијата и би одредила краткорочна каматна стапка да влијае врз пазарните рати со цел да го постигне инфлацискиот таргет. Овој режим на инфлациско таргетирање беше директен начин да се контролира инфлацијата како финална институционална цел. Како што беше забележано претходно, инфлациското таргетирање од Бундесбанката инволвираше голема доза на дискреција. Да се убеди јавноста во нејзината одлучност да се справи со инфлацијата Бундесбанката имаше потреба од инструмент кој што ќе асистираше со сигнализирање на своите намери почисто и порепутабилно.

Контролата над финансискиот систем и неговата улога во формирање на депозити бараше посреден таргет кој е лесно контролиран од централната банка и кој е ефективен со тоа што има близок однос со финалниот таргет. За ова го позајми концептот од монетарното училиште, но методи и начини на користење на инструментот беше далеку од намерата на следбениците на Фридман и Чикашкото училиште на монетарната економија. Монетарното таргетирање во класична смисла е неинтервенистичка монетарна политика каде што монетарниот агрегат е искачен само да овозможи раст во линеарна смисла. Наместо тоа, Бундесбанката избра монетарно таргетирање да го доисполни режимот на инфлациско таргетирање, не да служи како главен инструмент на монетарната политика, туку да помогне со комуницирањето на правецот на монетарната политика. Секојдневната дисконтна стапка остана инструмент кој беше далеку поприсутен во водењето на монетарната политика.

Монетарните агрегати и процедурите за монетарно таргетирање

Иако одредувањето на инфлацискиот таргет вклучуваше ниво на дискретна одлука во Бундесбанката, монетарниот таргет беше одреден со користењето на равенката од квантитативната теорија на парите. Таргетот беше внимателно избран

монетарен агрегат. Една од најважните карактеристики на монетарниот агрегат требаше да биде односот со финалниот таргет и стабилноста на таргетот со текот на времето (види во Трехан 1988).

Од 1975 до 1988 година, Бундесбанката избра да го таргетира растот на монетарниот агрегат познат како Пари на централната банка (ЦБМ). ЦБМ е дефиниран како валута во циркулација, непосредни депозити, временски депозити со рок под четири години и заштеди во вид на обврзници со рок од помалку од четири години. Идејата за овој систем беше да се оформи агрегат што е просек на сите постоечко монетарни инструменти. Всушност, агрегатот беше составен од парите надвор од банкарскиот систем и компоненти на широкиот агрегат М3. Накратко, ЦБМ ја вклучуваше монетарната база минус вишокот резерви. Еден од основните елементи, бараната сума за задолжителни резерви, беше важна затоа што ја отсликуваше релативната ликвидност на обврските на секоја банка (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 370). Разликата од монетарната база е исклучувањето на вишокот на паричните средства, а депозитите се историски, не актуелни соодноси (Мишкин и Посен, 1997, стр. 23).

Првиот таргет, 1974-1975 година беше таргет со одредена вредност на растот на ЦБМ од декември 1974 до декември 1975 година. Од 1976 до 1978 година Бундесбанката ги формираше своите годишни таргети како одредена точка на просечниот раст на ЦБМ. Причината за таргетирање на просечниот раст беше флуктуацијата на растот на парите на крајот на годината (Мишкин и Посен, 1997, стр. 24).

Во 1979 година, централната банка направи две измени во формулацијата на таргетот: Прво, сите таргети почнаа да бидат таргетни опсези од плус или минус 1% до 1,5% околу монетарниот таргет и, второ, таргетите беа реформулирани како стапки на раст на просечната парична маса во четвртиот квартал врз просечната паричната маса во предходната година. Ова беше направено да се покаже правецот во кој монетарната политика беше усмерена попрецизно отколку со просечен таргет (Бундесбанката, 1979, стр. 8 и Мишкин и Посен, 1997, стр. 24). Очигледна причина за таргетен опсег беше да се обезбеди поголема флексибилност и простор за дискрециона монетарна политика. Една од причините за таргетниот опсег во 1979 година во анализите на монетарната политика е нафтениот шок во 1979година што наметна непредвидливи движења во девизниот курс и бизнис циклусот (Мишкин и Посен, 1997, стр. 24).

Главната причина за изборот на ЦБМ е опишана од страна на самата Бундесбанка:

„ЦБМ е составена од компонента на креирање на парите во банкарскиот систем и креирање на парите од страна на централната банка. Двете се блиску поврзани со парите во циркулација и обврските на банките да ги зачуваат дел од депозитите во централната банка. Затоа, се смета дека ЦБМ може лесно да служи како индикатор на двете (Бундесбанката, 1976, стр. 12 во Мишкин и Посен, 1997, стр. 24)“.

ЦБМ имаше предност во смисла на комуницирање на намерите на Бундесбанката со јавноста што за советот на централната банка беше причина за да се има монетарен таргет.

Врската помеѓу ЦБМ и девизниот курс евентуално доведе до Бундесбанката да го напушти ЦБМ и да го прифати монетарниот агрегат М3. Во 1977 година, ЦБМ растот го надмина таргетот поради растот на марката и слабоста на економијата (причината да се дозволи ЦБМ да порасне над таргетот беше противциклична). Во 1981 и 1982 година, ЦБМ беше зад М3 заради негативната промена на девизниот курс. Таргетот за раст на ЦБМ беше над агрегатот во 1981година и немаше никаква акција од страна на Бундесбанката да го зголеми растот. Причината беше дезинфлациска политика и успехот во намалувањето на стапката на инфлација. Во 1986 и 1987 година високото ниво на марката и ниските каматни стапки предизвикаа ЦБМ да се искачи над М3. Укажување на девизниот договор, познат како Договорот од Плаза, Бундесбанката ја промени својата монетарна цел од раст на ЦБМ на раст на монетарниот агрегат М3 (Мишкин и Посен, 1997, стр. 26).

Со промената кон М3 Бундесбанката не ги промени монетарната рамка или процедурите. Продолжи да го изведува таргетот со помош на квантитативната равенка и продолжи да го именува таргетниот опсег. Исто така, таа го толерираше нивото на разлика помеѓу М3 и таргетот сè додека инфлациските цели беа постигнати. Во 1988 година таргетот за М3 помеѓу 3%-6% беше надминат за 1%. Таргетот од околу 5% во 1989 година беше, меѓутоа, постигнат со М3 раст од 4,7%. Реунификацијата што следеше во 1990 година предизвика зголемување на паричната маса на М3 од скоро 15%. Ова беше директен резултат на политичката одлука да се размени источногерманската валута за германската марка, една источногерманска парична единица за една германска марка. Растот на М3 во 1990, годината на реунификацијата, од 5,6% беше во опсегот на таргетот за раст помеѓу 4% и 6%. М3 продолжи да биде таргетираниот агрегат до остатокот на декадата, до воведувањето на еврото во 1999 година. Растот на ЦБМ и М3

агрегатите одеше паралелно. Главната разлика помеѓу двете беше што ЦБМ е агрегат со тежишна сума, а М3 е едноставен збир. Префрлувањето на М3 беше најдобро објаснето од потребата да се има агрегат што служи како подобра комуникациска алатка за инфлациското таргетирање. Кога флуктуациите на девизниот курс ја направија ЦБМ почувствителна на такви флуктуации Бундесбанката почна да го користи М3. Општо, рамката на монетарното таргетирање во праксата остана исто со двата агрегати.

Влијание врз пазарните каматни стапки

Да го контролираат растот на инфлацијата Бундесбанката се потпираше на таргетирање на каматните стапки кои го поставуваат трендот. Овие стапки, познати како дисконтни стапки или ломбардни стапки во Германија имаа за цел да се одредат пазарните каматни стапки како начин да се влијае врз стапката на инфлација или како инструмент за инфлациско таргетирање. Дисконтната или ломбардната стапка беа користени до средината на 1980-те, кога Бундесбанката почна да ги користи таканаречените репо-стапки.

Банките можеа да позајмат по поволни камати, но само одреден број позајмувања (со квота) или колку што сакаат по повисоки стапки под ломбардната.

Дисконтната стапка влијае директно врз каматата на меѓубанкарскиот пазар за резерви, позната како дневната стапка. Оваа меѓубанкарска каматна стапка беше користена како краткорочен трансмисиски механизам да го зголеми или да го намали кредитот со дисконтната стапка користена како сигнал за намерата на монетарната политика.

Од 1985 година Бундесбанката почна да ги контролира банкарските резерви главно преку репо договорите, краткорочните 2-4 неделни инструменти кои се користеа како колатерални позајмувања. Дисконтната стапка сè уште ја сигнализираше намера на монетарната политика и остана како инструмент на политиката за време на целиот период по ерата на Бретон Вудс (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 371).

Како главен инструмент на монетарната политика во Германија, краткорочните каматни стапки можат да се користат да влијаат врз сите краткорочни таргети (не само монетарното или инфлациското таргетирање) во било кој од периодите на водењето на монетарната политика. Како такви, истражувањето на краткорочните каматни стапки во однос на овие таргети нуди клучен елемент потребен за анализирање на таргетните одлуки во Бундесбанката низ овој период. Монетарно економските истражувања на

реакциските функции на Бундесбанката од страна на Кларида, Гертлер и други доведоа до подобро разбирање на релативната важност на индивидуалните таргети за централната банка. Во своето сеопфатно испитување на монетарната политика, Петар Бофингер наведува дека „посистематична анализа на монетарната политика на Бундесбанката е дадена во реакциските функции“ (Бофингер, 2001, стр. 300). Бофингер ја употребува анкетата на Шахтер (1999) како дополнителен доказ. Според многу истражувања, Бофингер образложува, одлуките за каматните стапки на Бундесбанката се одредени со помош на:

- Висок степен на постепена промена на каматните стапки;
- Инфлацијата според инфлациското индекс и инфлациската прогноза;
- Девизниот курс над сè, посебно во однос на американскиот долар;
- Краткорочните стапки во САД;
- Растот на БДП или индустриското производство.

Споредено со овие фактори, Бофингер (2001, стр. 300) заклучува дека стапката на раст на паричната маса, иако значајна, не играше значајна улога во одлуките на Бундесбанката за каматните стапки.

Статистичка анализа на монетарната политика на Бундесбанката

Со текот на годините, германската монетарна политика од 1975 до 1999 година беше анализирана од извесен број на статистички економетриски методи. Овде би било полезно да се издвојат барем две анализи што ги содржат најчесто поддржаните емпириски анализи за вистинската таргетна процедура користена од Бундесбанката. Двата модели се само дел од доста богатата збирка на анализи на монетарните и инфлациските таргетни модели за германската монетарна политика. Двата модели се помогнати од транспарентниот начин на кој Бундесбанката ги постави својот монетарен и инфлациски таргетен режим. Моделите, како што може да се очекува, ги сметаат процедурите во таргетирањето како монетарни правила кои можат да ги објаснат акциите на Бундесбанката во тесниот опсег на постигнувањето на номиналните таргети.

Да го објаснат водењето на германската монетарна политика во овој период, Кларида и Гертлер (1997) ја опишуваат реакциската функција на Бундесбанката користејќи анализа со помош на структурен векторски авторегресивен модел (СВАР).

Кларида и Гертлер ја идентифицираат реакциската функција што ја покажува како Бундесбанката ја одредува својата краткорочна каматна стапка. Тие користат приод во два чекори кој вклучува естимирање на СВАР да опишат формално како централната банка ги варира краткорочните каматни стапки како резултат на различни шокови во економијата, и второ, како тие ги добиваат поконвенционалните реакциски функции базирано на инфлацијата и производот. Првата анализа користи минимален збир над идентификациски претпоставки, а втората анализа дава додатна структура на моделот. Проценување на реакциската функција на политиката, во нивно гледиште, инволвира број на тешки идентификациски проблеми. Резултатите на статистичката анализа на Кларида и Гертлер покажуваат дека резултатите се во согласност со доказите од водењето на монетарната политика во овој период (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 364).

Вториот важен наод на Кларида и Гертлер е степенот до кој реакциската функција за краткорочната каматна стапка е блиску во својата општа форма, до таа развиена од Тејлор (1993), за начинот на кој ФРС ги постави краткорочните каматни стапки за време на ерата на Гринспен. Централната банка ја варира краткорочната каматна стапка како одговор на разликите помеѓу инфлацијата и производот и нивните соодветни таргети. Клучна разлика од Тејлор е дека под правилото на Кларида и Гертлер централната банка гледа нанапред и реагира на очекувана идна инфлација наместо минатата инфлација. Последно, постои несиметрична реакција на инфлацијата, што значи Бундесбанката реагира поагресивно кога очекуваната инфлација е над таргетот отколку што попушта кога очекуваната инфлација е под таргетот (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 365). Формалната анализа води кон заклучок дека Бундесбанката ги варира долгорочните каматни стапки според една вид модифицирано Тејлорово правило (варирање во однос на очекуваната инфлација) и очигледно води противциклична политика (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 405).

Во студија на Бејер, Гаспар, Гербердинг и Исинг наоѓаме сличен модел кој ја објаснува германската монетарна политика. Монетарното таргетирање на Бундесбанката од 1975 е опишано како обврзувачко средство. Студијата се сложува дека Бундесбанката не го контролира количеството на пари директно, но следи процедура која влијаеше врз условите во пазарот за пари. Приодот е опишан како варирање на краткорочната каматна стапка за да се постигне монетарен раст соодветен со финалната цел на ценовна стабилност.

Сугерираниот модел за монетарно таргетирање е развиен како стриктно монетарно правило за порастот на парите од кое авторите ја изведуваат равенката која е

практично инструмент базиран на каматните стапки која тогаш е споредена со Тејлоровото правило и неговите варијанти (Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг, 2009, стр. 26).

Под строго таргетирање на порастот на парите, централната банка е обврзана да најде краткорочна каматна стапка која го поставува степенот на раст на парите кој е еквивалентен на однапред одредениот таргет. Зависно од односот кон побарувачката за пари и како истата е поврзана со производството и каматните стапки, моделот започнува со равенката на побарувачката на пари која вклучува фактор што ја користи *краткорочната динамика* и *шоковите на паричната побарувачка*. Следната равенка во моделот покажува дека растот на парите е еднаков на: (1) стапката на инфлација, (2) промена на номиналната каматна стапка и (3) раст на производството. Да дојде до таргетот за растот на парите моделот исто така бара функција на рамнотежни промени во брзината на обртот на парите.

Моделот кажува дека централната банка со цел да контролира долгорочна просечна инфлација ќе го постави таргетот за растот на парите еднаков на „прифатливата“ стапка на инфлацијата, подесена за предвидената стапка на раст на *потенцијалното производство* и очекуваниот тренд на стапката на промена на брзината на обртот на парите. Бундесбанката ги користеше ваквите процедури за монетарното таргетирање (Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг, 2009, 2009, стр. 27).

Да го комплетираат моделот, Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг (2009) ја користат равенката на стриктното таргетирање на растот на парите со цел да се изведе инструменталното правило за каматните стапки. Правилото е опишано како правило на таргетирање преку природен раст затоа што ги избегнува проценките на природната стапка на камати и производство (Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг, 2009, стр. 28). Авторите ги надминуваат недостатоците на самото правило, но исто така го опишуваат користењето на ова правило од Бундесбанката како дел од стратегијата која ја нарекуваат „прагматичен монетаризам“. Понатаму, според Исинг (2007) едно од фундаменталните функции на монетарната стратегија е да му даде кредибилитет на постигнувањето на финалната цел на ценовната стабилност (Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг, 2009, стр. 28). Во оваа смисла, монетарниот таргет изведен со моделот е толкуван повеќе како обврзувачка политика отколку стриктно монетарно правило.

Анализата базирана на моделите (по решавањето на финалната равенка која ја изведува актуелната краткорочна каматна стапка) заклучува дека каматното правило на централната банка кое го таргетира растот на парите се разликува од стандардното

Тејлорово правило затоа што наведува на реакција на разликата помеѓу сегашниот раст на производството и потенцијалниот раст на производството, промената во производниот јаз, исто како и реакцијата на изостанатата каматана стапка и вистинскиот шок на побарувачката наспроти портфолио шокот, забележан од централната банка. Како такво, таргетирањето на растот на парите може да ја надмине наклоноста кон стабилизација која доаѓа од дискреционата политика (види во Содерсторм 2005). Шоковите од побарувачката на пари (пресметани во моделот) се обично гледани како големи недостатоци во монетарното таргетирање (Бејер, Гаспер, Гербердинг и Исинг, 2009 стр. 34).

ЗАКЛУЧОЦИ ОД ГЕРМАНСКАТА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

Бундесбанката агресивно ги крева краткорочните каматни стапки реагирајќи на согледаните инфлациски притисоци. Исклучок беше периодот 1975/78 година, кога одржуваше подпросечна краткорочна реална каматна стапка додека инфлацијата беше над посакуваниот тренд, истоветно како и САД во тоа време. Во своите акции, ама не и во јавните објавувања, Бундесбанката исто така ги зема предвид движењата во вистинската економија. Додека посакува да ја контролира инфлацијата, тоа нема да го стори по секоја цена (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 378).

Користењето на монетарното таргетирање како инструмент на монетарната политика од страна на Бундесбанката беше дебатирано екстензивно за време на периодот помеѓу 1973 и 1999 година со главните тематски студии напишани во текот на 1990-те. Резултатите на академските истражувања за корист на монетарното таргетирање, меѓутоа, остануваат без прецизни заклучоци. Во 1990-те години монетарната стратегија доживеа промена на парадигмата кон инфлациско таргетирање. Ова беше делумно поради искуството со монетарното таргетирање во Германија и на други места.

Еден од главните проблеми со монетарното таргетирање, како што видовме во теоријата, е неговиот однос со финалната цел. Користењето на се пософистицирани статистички, економетриски методи ја затворија разликата во разбирањето на правилото за монетарното таргетирање, но не го решија проблемот со претпоставките за влијанието

на разните компоненти на моделот користени од монетарните економисти. Во многу текстови за германската монетарна политика експлицитно е изјавено дека Бундесбанката никогаш не ставила премногу тежина врз монетарното таргетирање и никогаш не ја ставила монетарната политика да биде водена по автоматизам. Таа користеше модели да ги одреди таргетите, но не ги користеше во потполност теориите во време на кризи или предизвици на патот.

Како резултат, таргетите не го редефинираат ригидното правило за монетарниот раст. Во периодот 1975-93 година, Бундесбанката не успеа да ги постигне своите таргети за растот на парите во 9 од 19 можни пати. Наместо тоа, како што Бундесбанката многупати објасни, таргетите треба да бидат гледани како одредници. Тие обезбедуваат одлука на политиката со јасна референтна точка. Бундесбанката може да варира од оваа референтна точка. Но истовремено треба да ги објасни околностите кои доведуваат до таа одлука. На овој начин таргетите обезбедуваат дисциплина над процесот на донесување одлуки (Кларида и Гертлер, 1997, стр. 378). Поради разни причини, една од нив е ефикасното користење монетарни таргети од страна на Бундесбанката во комуницирањето на правецот на монетарната политика, монетарните таргети продолжија да бидат референтни варијабли во новоформираната Економска монетарна унија (ЕМУ).

На крај, главните поуки или лекции од германското водење на монетарната политика за време на Бундесбанката како единствена централна банка на земјата може делумно да се сумира во следниот и конечен дел:

- Бундесбанката успеа да постигне висок степен на ценовна стабилност и ниско ниво на инфлација поради својата целна и инструментална независност. Стратегијата на монетарната политика беше варирана по потреба и Бундесбанката земаше предвид повеќе таргети зависно од ефектите на надворешните шокови во вистинската економија. Бундесбанката беше во можност да користи вистинска дискрециона монетарна политика кога тоа беше потребно, но со времето одлучи да има дисциплинирана политика базирана на правила и номинални сидра.

- Важноста на среднорочниот и долгорочниот инфлациски таргет беше заменет само со постепен приод кон постигнувањето на финалната цел. Бундесбанката

беше јасна дека: за да се постигне ценовна стабилност без значајна цена на чинење одзема време, посебно слегувајќи од високи инфлациски очекувања во периодот по 1970-те години.

- Монетарното таргетирање се уште може да биде значајна алатка за монетарната политика ако централната банка ги прифати ограничувањата и ги користи предностите. Бундесбанката, далеку од дискредитирањето на монетарното таргетирање, ја зголеми важноста на приодот како дел од општата монетарна стратегија усмерена кон стабилност во среднорочниот и долгорочниот период.

- Девизниот курс и националниот производ се важни. Бундесбанката создаде импресија дека инфлацијата е главната цел, но тоа сепак беше еден од повеќе цели и од важност беше само среднорочната инфлациска цел. Поуката е дури и поважна знаејќи дека германската економија не беше само отворена, но исто така зависна од извоз за својот економски раст. Ако девизниот курс беше значаен за релативно голема економија како германската, тоа мора да е валидна одредница за помалите економии.

- Економските и монетарните односи со САД беа од главно значење за германската монетарна политика. Девизниот курс беше управуван само врз база на монетарните и девизните услови во САД. Кога германската валута беше сидро за системот на девизниот курс, како ЕМС, се чинеше дека улогата беше помалку важна отколку домашните монетарни услови.

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЕВРОЗОНАТА

ВОВЕД

Формирањето на Европската економска и монетарна унија (ЕМУ) создаде цела нова економска зона под заедничка економска политика со цел да се зачува новата монетарна заедница. Воведувањето на еврото како нова валута во земјите на Еврозоната во 1999 година го дефинира новиот ентитет на еврозоната и претстави нови можности за своите земји членки, но постави и нови предизвици. Меѓу првите предизвици за новата валута беше формирањето на институционалната рамка, составена од сите централни банки во системот кои официјално беа наречени Европски систем на централни банки (ЕСЦБ) и кој беше исто така составен од Европската централна банка (ЕЦБ) и сите национални централни банки во Европската Унија (НЦБ). Монетарниот авторитет беше преземен од ентитетот кој се нарекува Евросистем, кој ги исклучува националните централни банки кои не се членови на еврозоната.

Вториот генерален предизвик за новоформираната валутна зона беше недостатокот на достапни информации и податоци од земјите членки и нивната хармонизација во единствен збир на економски податоци кои можат да се користат за целите на монетарната политика. Еден одреден дел или серија хармонизирани податоци станаа достапни со почетокот на монетарната унија. Таа вклучуваше монетарни податоци, податоци за платежниот биланс и хармонизираниот индекс на потрошувачки цени (ХИПЦ). Понатаму, многу од серијата податоци беа составени базирано на нови концепти што не беа тестирани пред 1999 година (Бофингер, 2001, стр. 300).

Третиот предизвик, кој исто така ќе биде предмет на изучување во една од секциите за еврозоната се формирањето на стратегијата на монетарната политика за новата централна банка. Новата генерална стратегија беше дефинирана од страна на евросистемот како „стратегија на монетарната политика ориентирана кон стабилност“. Од самиот почеток стратегијата се потпираше на два централни столбови, монетарно агрегатен столб и ценовно стабилизирачки столб. Да се совладаат овие предизвици, оперативната рамка на еврозоната беше поставена да го обедини користењето на практично сите познати инструменти на монетарната политика. Користењето на апсорбирачки инструмент е уникатно во однос на останатите централни банки во индустриските земји и не беше користен на друго место.

Монетарната политика на еврозоната до 2008 година се смета за високо успешна во постигнувањето на својата главна цел и покрај спомнатите големи предизвици. Од 2008 година овој успех беше намален со финансиската криза што ја погоди Европа со посебна тежина, покревајќи важно теоретско и практично прашање: дали формирањето на еврото беше засновано на концептот на оптимална валутна зона (ОВЗ) и дали успехот на новата валута ќе биде одредено од силите опишани во теоријата развиена во Мандел (1961) и Мандел (1973). Еврото навидум е формирано врз база на принципи кои можат да се најдат во вториот текст на Мандел во кој заедничката валута донесува поголема стабилност за индивидуалните членки на еврозоната. Овој принцип, меѓутоа, функционира само под претпоставка на поефикасен пазар на капитал (Мекинон, 2004, стр. 697-690, 710).

Од почетокот новата централна банка и монетарната политика беа моделирани по Бундесбанката (Дејвис и Грин, 2010, стр. 184). Ова беше симболично зацврстено со изборот на Франкфурт како локација за новоформираната ЕЦБ и со прифаќањето на многу од нејзините методи во монетарната политика. Новиот монетарен авторитет и централна банка, меѓутоа, набрзо ќе се одвои со својот уникатен правец и ќе води монетарна политика која се смета за различна од таа на Бундесбанката. Дури и на самиот почеток, некои истражувања покажуваат дека методологијата користена од ЕЦБ имаше за резултат помали каматни стапки од Бундесбанката пред 1999 година (Фауст, Роџерс и Рајт, 2001, стр. 17). Едноставно, новоформираната ЕЦБ според истражувањата позајми кредибилитет од Бундесбанката, но мораше да усвои своја уникатна монетарна методологија (Корсети и Песенти, 1999, стр. 6).

Поради краткото постоење на Евросистемот и на ЕЦБ овој дел од дисертацијата е без посебна потточка посветена на историјатот на банката. Историските аспекти на формирањето на ЕСЦБ, ЕЦБ и на Евросистемот се вклучени во дискусијата под наслов институционална рамка. Важните економски настани се наоѓаат во кратка потточка на почетокот на дискусијата на методологијата.

Анализата почнува со првиот предизвик, изборот на уникатна европска институционална рамка. Второ, ќе го следиме формирањето на нова стратегија која ја избегнува едноставната разлика помеѓу монетарно и инфлациско таргетирање. Трето, за да го провериме водењето на монетарната политика со емпириска анализа, ќе ги употребиме најважните референци од литературата, оние што содржат анализа на реакциона функција на ЕЦБ, во смисла на каматните стапки, добиена од варијации на Тејлоровото правило. Четврто, можеме да ја образложиме спроведувачката рамка

(имплементацијата) на монетарната политика на евросистемот. Заклучоците од овие секции вклучуваат неколку важни поуки од водењето на монетарната политика во индустриските земји.

ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

Роковите за воведувањето на еврото беа одредени во делоровиот извештај во 1989 година. Во извештајот беа замислени три фази на монетарната интеграција во ЕМУ (Делор, 1989). Мастрихшкиот договор потпишан во 1992 година го прифати извештајот и неговите три фази (со минорни промени) како матрица за монетарната унија: Фаза 1, од јули 1990 до декември 1993 година, ги прекина сите контроли на девизните курсеви, ослободувајќи го движењето на капиталот помеѓу земјите членки на Европската унија (ЕУ) и го постави критериумот на економска конвергенција. Фазата 2, од јануари 1994 до декември 1998 година, го воспостави Европскиот монетарен институт (ЕМИ), пактот за стабилност и ги конвергира валутите од сите земји на ЕМУ под еден механизам на европскиот девизен курс познат како ЕРМ 2. ЕЦБ започна со својата работа во декември 1998 година. Фазата 3, од јануари 1999 година и сè уште не е завршена, официјално го формира еврото како валута на 11 земји. Актуелниот број на членки во Евросистемот е 17. Новата централна банка беше, според тоа, основана преку донесување на статут, поставен во текст на еден договор.

Мандатот на Европската централна банка според институционалната рамка

Главниот проблем во воспоставувањето на валутата беше решен со формирањето на монетарниот авторитет, Евросистемот и ЕЦБ. На ЕЦБ ѝ беше даден мандат да ја води монетарната политика со цел за ценовна стабилност и да ги поддржува општите економски политики на заедницата, вклучувајќи го високото ниво на вработеност. ЕЦБ исто така ја задржува традиционалната улога на централните банки и расподелувањето на ликвидност. ЕЦБ ја исполнува оваа улога со формирање на меѓубанкарски паричен пазар каде што води операции на отворениот пазар. Пазарот служи за обезбедување на ликвидност на банките, но исто така е клучен за водење на монетарната политика во

еврозоната. Од гледна точка на институционална рамка пазарот за пари во еврозоната требаше да се стави во функција со многу поширок збир на колатерални инструменти прифатливи за позајмување. Институциите кои можат да учествуваат во пазарот беа исто така поставени на ниво на унијата и се разликуваат од предходните аранжмани.

Како банка, на ЕЦБ ѝ беше зададено да прави разлика помеѓу ликвидност и солвентност. ЕЦБ ги покрива загубите кои се потребни како провизија за ликвидност контролирана од центарот, но нема обврски да ги покрие загубите кои се последица на несолвентност, кои се решаваат на ниво на НЦБ, што значи дека нема одредба на делење на загуби помеѓу земјите кога поддршката е дадена на индивидуална банка (Давис и Грин, 2010, стр. 200). Да ја постигне својата цел, ЕЦБ беше оформена со многу висок степен на одвојување од политичко мешање и има цел и независност во користење на инструментите (Давис и Грин, 2010, стр. 184).

Уште една важна задача дадена на ЕЦБ е контролата над платежен систем. Оваа одговорност е стандардна за централните банки, но специфичното спроведување е различно во разни земји. Во случајот на ЕЦБ, одговорноста доби општ консензус. Друга важна одговорност беше испуштена од институционалниот статут на ЕЦБ. Новата централна банка не доби одговорност за супервизија на банките или било каква одговорност за финансиската стабилност. Договорот од Мастрихт (член 105.5) ја додели оваа одговорност на евросистемот како целина, дефинирајќи ја улогата како: „Придонесување кон непреченото водење на политиката извршувана од страна на компетентни институции поврзани со одговорна супервизија на кредитните институции и стабилноста на финансискиот систем“. ЕЦБ, според тоа, доби улога на консултант за било кој нов закон поврзан со финансиската регулатива, како и некои специфични задачи поврзани со супервизија на кредитните институции кои не бараат смени во договорот ако земјите членки анонимно се сложат да ги прифатат (Давис и Грин, 2010).

Централната банка на еврозоната е составена од две институции, ЕЦБ и НЦБ. НЦБ се составени од ЕСЦБ и Евросистемот. ЕЦБ, со седиште во Франкфурт има свој извршен одбор кој ја води ЕЦБ од ден на ден и раководи со централниот персонал во Франкфурт. Извршниот одбор има претседател и вице-претседател, како и четири други членови со единствен осумгодишен мандат. Мандатите на членовите се раздвоени од почеток така што не се совпаѓаат и завршуваат во различни термини. Разликите во извршното раководство не ги спречува да служат како кохезивен центар на целиот систем. Гувернерите на НЦБ се избрани национално и имаат две улоги. Една е како гувернери на индивидуалните НЦБ кои се одговорни за банкарска супервизија и како

членови на евросистемот чии одлуки во врска со монетарната политика се одвоени од политичко мешање. Со други зборови, монетарната политика е водена чисто на европско ниво и не треба да биде под притисок на националните интереси.

Девизниот курс е контролиран од страна на Советот на финансиски министри на ЕМУ. Ова не е во согласност со договорот од Мастрихт и е потенцијална закана за независноста на евросистемот (Свенсон, 1999, стр. 1). Цел на девизниот курс, меѓутоа, не беше сметан за соодветен за регион кој е потенцијално голем колку и еврозоната. Таквиот приод може да биде неконзистентен со внатрешната цел на ценовната стабилност (Свенсон, 1992, стр. 2). Со други зборови, иако ЕЦБ има спроведувачки обврски за политиката на девизниот курс таа никогаш не беше замислена како дел од монетарната стратегија на ЕЦБ или да биде под дискреција на ЕЦБ.

Целите на монетарната политика

Институционалната рамка исто така го постави правецот на монетарната политика за ЕЦБ, со што ги постави главните цели на генералната методологија за постигнување на овие цели. Монетарната политика на ЕЦБ опфаќа два елементи: дефиниција на ценовната стабилност и системот на два столба за проценување на изгледите за постигнување на оваа стабилност на среден рок (Арестис и Чортареас, 2006, стр. 2). Главната цел на ЕСЦБ, и на ЕЦБ, е да „одржува ценовна стабилност без притоа да ги занемари целите на ценовната стабилност да ги поддржи генералните економски политики во заедницата со став да придонесе постигнување на целите на заедницата поставени во член 2“ од статутот на ЕСЦБ (Мастришкиот договор, 1992, член 105.1). Дефиницијата на ценовната стабилност на ЕЦБ се разликува од инфлациониот таргет како што тој е обично разбран на два начини. Не се менува со време и состојба и временскиот хоризонт, средниот временски период, не е прецизно квантифициран. Објавувањето на реална одредница за инфлацијата, меѓутоа, е дадено од страна на ЕЦБ како најважен чекор за постигнување одговорност (Корсети и Песенти, 1999, стр. 8).

Целите во членот 2 од договорот се „високо ниво на вработеност, одржлив и неинфлациски раст, висок степен на конкурентност и конвергенција на економските перформанси“. Така што, според Договорот и Статутот на ЕСЦБ, ценовната стабилност е етаблирана како најважна цел за монетарната политика на ЕЦБ.

Дефиницијата на ценовната стабилност беше првично одредена во вредност помеѓу 0% и 2% за годишен раст на ХИПЦ во еврозоната. Долната граница на

таргетирана инфлациска стапка, меѓутоа, не беше прецизно дефинирана. Официјалното објаснување беше непознатата големина на наклоност во мерење на ценовниот индекс. (Дуисенберг, 1998). Свенсон (1999, стр. 13) наведува дека долната граница на инфлациониот таргет може да се изведе од референтната вредност на порастот на парите мерено со агрегатот М3. Ако референтната вредност се толкува како точен инфлациски таргет, таа претставува средна точка помеѓу 2% и долната граница за таргетираниот инфлациски опсег. Према тоа, ако изведената референтна вредност е 1,5% ценовната стабилност може да биде дефинирана како инфлациски опсег помеѓу 1% и 2% со степенски таргет од 1,5%. Њуман (2008, стр. 9) ја потврдува оваа аритметика.

До 2003 година, ЕЦБ ја изведе својата прва ревизија на монетарната политика и ја објави својата намера да ја одржува инфлацијата блиску до, но под 2%, во период од среден рок (ЕЦБ, 2004, стр. 51). Според оваа дефиниција на ценовната стабилност, инфлацијата над 2% и дефлацијата (која не беше дефинирана како процент, туку како пад во ценовното ниво) не се во согласност со ценовната стабилност. Според тоа, конечната дефиниција на ценовната стабилност во ЕЦБ, што беше дадена од договорот и статутот, е одржување на инфлациска стапка на нивото под, но блиску до 2%. Во на почетокот на 2000-те години, оваа дефиниција беше намерно одбрана да даде адекватна маргина што би го избегнала ризикот од дефлација (ЕЦБ, 2004, стр. 51).

Одговорноста, транспарентноста и комуникацијата на Европската централна банка

Како што видовме во теоретскиот дел, некои од најважните аспекти на успешната стратегија на монетарната политика се директно зависни од институционалната рамка зашто се работи за независноста на централната банка како и нејзината одговорност и транспарентност. Знаејќи ги целите на монетарната политика на ЕЦБ и фактот дека ЕЦБ има добиено независност, во смисла на целите и инструментите кои одлучува да ги користи, можеме да го комплетираме описот на институционалната рамка на ЕЦБ со опишувањето на формалните одговорности како и одлуките во врска со нејзината транспарентност и комуникација од 1999 година. Веќе видовме дека одговорноста, транспарентноста и комуникацијата играат клучна улога со своето влијание врз каналот на очекувања на монетарниот трансмисионен процес. Тие исто така играат улога во

создавањето кредибилитет на централната банка. Која е нивната улога во контекстот на водењето на монетарната политика на ЕЦБ?

Затоа што ЕЦБ беше формирано со договор, и делува со ограничени ингеренции што и беа доделени, ЕЦБ е одговорна пред граѓаните на ЕУ кои ѝ даваат легитимност. Формално е одговорна пред Европскиот парламент, кој е директно избран од граѓаните на ЕУ. Договорот специфицира извесен број на обврзувачки извештаи за ЕЦБ, вклучувајќи годишен извештај до Европскиот парламент, Европската комисија и Советот на ЕУ. Целта на известувањето и транспарентноста поврзана со операциите на ЕЦБ е, како што ќе видиме, јавното објавување на стратегијата на монетарната политика и да се објасни водењето на таа политика изразено така што таа би била разбирлива за јавноста. Ова не е лесна задача затоа што ЕЦБ води многу разновидна монетарна стратегија споредено со Обединетото Кралство или САД. Со други зборови, ЕЦБ има недостаток на разбирлива рамка (Бофингер, 2001, стр. 305). Инаку кажано, нејзината рамка е релативно комплексна споредено со некои други стратегии како што се монетарното или инфлациското таргетирање. Затоа е релативно лесно да се заклучи дека извештаите кои се специфицирани во институционалната рамка на ЕЦБ се обидуваат да ја надминат комплексната природа на рамката за монетарна политика. ЕЦБ е одговорна за постигнување на специфична стапка на инфлација за која методологијата е конфузна за објаснување.

Иако постојат формални барања за известување договорот не поставува барања за транспарентност на Евросистемот во смисла на содржината на извештаите. Исто така, ништо не го спречува Евросистемот да објави извештаи со многу мала содржина (Свенсон, 1999, стр. 41). Недостатокот на специфични барања за содржината на извештаите, недостатокот на инфлациски извештај и недостатокот на објавени записници од состаноците, помеѓу другите пропусти ја подржуваат теоријата дека ЕЦБ не е транспарентна или одговорна како што се сугерира од страна на нејзината институционална рамка или нејзините комуникациски стандарди.

Ако ја прифатиме теоријата дека кредибилитетот на секоја централна банка зависи во дел и од нејзината одговорност и транспарентност, институционалната рамка на ЕЦБ, најверојатно, би го исклучила овој метод за постигнување кредибилитет. Свенсон, 1999, стр. 41) наведува: „Договорот остава импресија дека авторите и потписниците не ја разбраа, или не ја прифатија улогата на транспарентноста или одговорноста за формирање на најдобриот поттик кон исполнувањето на целите на општеството". Институционалната рамка на Нов Зеланд, како контраст, тој наведува,

има шестмесечни извештаи за монетарната политика на централната банка. Банката на Англија поставува мандат за објавување на записниците и евиденција на гласањето од својот комитет за монетарна политика како и квартален инфлациски извештај. Сите овие барања се многу поексплицитни за одговорноста на централната банка.

Сепак, ЕЦБ, според сите извори, оди понатаму од формалните договорни барања да употреби додатни начини за да се осигури дека постои средина на одговорност и транспарентност. Двата главни канали на комуникација употребени од ЕЦБ се месечната прес-конференција на претседателот и вице-претседателот веднаш по првиот состанок на Управниот совет во месецот и монетарниот билтен на ЕЦБ. Месечната прес-конференција е структуирана според монетарната стратегија на ЕЦБ и вклучува сесија на прашања и одговори. Записот од прес-конференцијата е достапен на ЕЦБ веб-страницата за само неколку часа откако ќе биде комплетиран. Месечните билтени содржат детални и сеопфатни анализи на економската средина. Билтенот е обично објавен една недела по состанокот на Управниот совет и ги содржи истите информации кои се достапни на ЕЦБ при текот на донесувањето на одлуките.

Додатно на тоа, претседателот на ЕЦБ се појавува четири пати годишно пред комитетот за економски и монетарни работи при европскиот парламент. Состаноците се отворени за јавноста, а записите од сведочењата се објавени на веб-страницата на Европскиот парламент и на ЕЦБ по сведочењето. ЕЦБ објавува истражувања од техничка природа со своите работни трудови и повремени трудови напишани од страна на членовите на персоналот (ЕЦБ, 2004, стр. 69). ЕЦБ исто така ги објавува сите свои статистички податоци веднаш штом се проверат како точни и се достапни за јавно објавување.

МЕТОДОЛОГИЈА НА ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

Оваа потточка ја опишува стратегијата на монетарната политика на ЕЦБ, нејзиното спроведување и проценка на монетарната политика. По описот на институционалните цели на монетарната политика на ЕЦБ можеме да ја почнеме точката со дефинирање на задачата која ја има ЕЦБ во постигнување на овие цели. ЕЦБ ја гледа својата задача во следното: „Управниот совет на ЕЦБ треба да влијае врз условите во монетарниот пазар, и со нивото на краткорочните каматни стапки, да обезбеди дека ценовната стабилност е одржана за време на среден рок“ (Скелер, 2006, стр. 81). Со тоа

централната банка е континуирано соочена со висок степен на неизвесност во врска со природата на економските шокови кои ја погодуваат економијата и постоењето и јачината на односите кои ги поврзуваат макроекономските варијабли (ЕЦБ, 2004, стр. 49).

Второ, можеме да опишеме како монетарната стратегија на ЕЦБ делува за постигнување ценовна и макроекономска стабилност. Иако задачата е добро дефинирана, дава само делумен одговор на прашањето како ЕЦБ ја води монетарната политика. Стратегијата, како што ќе видиме понатаму е разместена рамка која не дозволува лесна или чиста дефиниција. Во случајот на ЕЦБ монетарната стратегија треба да се испитува со разбирање на двата столба кои заедно не сочинуваат перфектен спој во било кој режим на монетарната стратегија. Некои аспекти на двата столба и исто така други елементи на методологијата на ЕЦБ во постигнување ценовна стабилност можат да се опишат во категории како што се „прагматично монетарно таргетирање“ претходно практикувано од страна на Бундесбанката или флексибилно инфлациско таргетирање, практикувано од страна на банката на Англија. Други, според терминот користен од Бернанке ет ал. (1999, стр. 22) да ја опише стратегијата на инфлациското таргетирање, ја дефинираат стратегијата на ЕЦБ како „поглед во сè” стратегија. Во зборовите на нејзиниот прв гувернер Вилијам Дуисенберг, ЕЦБ избра стратегија која ги комбинира елементите на монетарното таргетирање, користено од страна на германската Бундесбанка, и елементи на директно инфлациско таргетирање, користено од страна на Банката на Англија (Дуисенберг, 1998).

Поважен аспект на анализата во оваа точка, поради нејасноста на монетарната стратегија и недостатокот на кохерентна рамка, е проценувањето на успехот и веројатноста на постигнувањето на поставените оперативни цели на ценовната стабилност во среден рок. Оваа точка, исто така, ќе даде увид и во реакциските функции на ЕЦБ. Некои општи заклучоци од овие истражувања ќе помогнат во севкупната проценка. Литературата за реакциските функции на ЕЦБ, во најголем дел, е спорна и непрецизна. Потточката почнува со основен опис на економските услови и водењето за време на краток период на постоењето на еврозоната.

ЕЦБ и водењето на монетарната политика во Еврозоната: од 1999-2008 година

Овде монетарните услови вклучуваат општи заклучоци за историјата на стапката за рефинансирање, однесувањето на инфлацијата и однесувањето на клучниот М3 монетарен агрегат. Периодот помеѓу 1999 и 2008 година може да се подели на најмалку два дела, на почетокот или годините помеѓу 2004 и 2008 година, но и други поделби се исто така забележани.

Стапката на рефинансирање на ЕЦБ

Клучно за водењето на монетарната политика на ЕЦБ и нејзиното спроведување е влијанието и условите во пазарот за пари, и според тоа нивото на краткорочните каматни стапки (Селер, 2006, стр. 81). По дефиниција, централната банка може ефективно да ја контролира стапката за рефинансирање. Најзабележителна карактеристика на политиката за стапката за рефинансирање во еврозоната од 1999 до 2008 година е што ЕЦБ генерално ја следеше политиката на постепена промена на каматата и релативно ниската нестабилност на стапката за рефинансирање. Графиконот 4 и табелата 1 од анексот ја опишува оваа стапка на рефинансирање на ЕЦБ. Податоците покажуваат дека стапката на рефинансирање опадна бавно од 3% до 2,5%, пред да порасне пак до 3% за време на 1999 година и остана непроменета до 2000 година кога се зголеми на 4,75%. Стапката се намали до 2% во текот на 2003 година и потоа остана непроменета во периодот од следните две години, постепено растејќи до 2008 година кога ЕЦБ почна да ја намалува каматната стапка како реакција на критичните економски услови произведени од финансиската криза во 2008 година (Пирес, 2013, стр. 21). По финансиската криза во 2008 година, ЕЦБ ги намали каматните стапки на историски ниско ниво од 0,75% во јули 2012 година.

Монетарниот агрегат М3 и инфлацијата

Беркер ет ал. (2008) го опиша однесувањето на инфлацијата и монетарниот агрегат М3 за време на периодот од 1999 до 2008 година:

„Од самиот почеток на ЕЦБ, еволуцијата на М3 создаде предизвик за монетарната анализа на ЕЦБ. Растењето на М3 континуирано го надминуваше своето референтно ниво од 4,5% од јуни 2001 година, често со голема маргина, но инфлацијата се движеше околу 2%, блиску до дефиницијата на ценовна стабилност од ЕЦБ. Видливото одвојување на монетарниот раст и инфлацијата се случи зад зголемена финансиска иновација, дерегулација и исто така зголемена употреба на интернетот за банкарство, кои ги намалија значајно трошоците за финансиски трансакции. Во исто време, многу финансиски средства, вклучувајќи ги фондовите во пазарот за пари и капиталот, се претворија во блиска замена за парите, мерено во однос на М3, и како последица, влијанието на промените во домашните и меѓународно диверсифисираните портфолија со М3 се зголемија.“ (Бергер ет ал., 2008, стр. 34)

Визуелниот опис на овие предизвици е содржан во два графикони. Прво, графиконот 5 дава визуелна референца за паралелното движење на инфлацијата, референтната вредност на М3 и исто така движењето на агрегатот М3. Графиконот 6 ги покажува просечната и ХИПЦ инфлацијата во тој период. Од двата графикона можеме да видиме како емпириските и квалитативните истражувања можат да заклучат дека монетарната анализа, опишана подолу како една од столбовите на ЕЦБ монетарната стратегија, не беше добар водич во монетарната политика. Резултатите не го поддржуваат монетарниот столб како добра база за правило или како добро сидро за монетарната политика на ЕЦБ.

Причината за оваа ситуација според Бергер ет ал. (2008) е зголемената финансиска иновација за време на овој период. ЕЦБ ја објасни експанзијата на М3 со движењето на богатството од неизвесниот пазар во готовина. Инфлацијата не беше ризик затоа што кредитирањето не растеше рапидно брзо така што ЕЦБ ја намали каматната стапка во вториот период. Брз монетарен раст, поврзан со исто така брзиот пораст на кредитирањето од средината на 2003 година, меѓутоа, не произведе намалување на каматните стапки. Арестис и Чортареас (2006, стр. 6) наведуваат: „ЕЦБ беше фатена помеѓу економската анализа која сугерираше помали каматни стапки и монетарна анализа што бараше повисоки каматни стапки. Приодот со двата столба испраќа различни и контрадикторни сигнали“.

Во однос на инфлацијата, иако просечната инфлација за продолжениот период, вклучувајќи и по финансиската криза во 2008 година е во зоната на таргетот од 2%, најмногу податоци за инфлацијата за време на периодот помеѓу 1999 и 2008 покажуваат ниво на инфлација над таргетното ниво од 2% (Сурико, 2003, стр. 6). Просечната инфлација во истиот период е 2,2% (Њуман, 2008, стр. 4). Овие наоди ќе бидат испитани во оваа точка низ анализата на монетарната стратегија на ЕЦБ и во делот на заклучоците што се однесуваат на емпириските истражувања на реакциските функции на ЕЦБ.

Периодите на водење на монетарната политика на ЕЦБ

Водењето на монетарната политика на ЕЦБ од 1999 година може да се подели на повеќе периоди според разни критериуми. Според претседателите на ЕЦБ периодот можеме да го поделиме на период под водството на Вим Дуисенберг, од 1999 до 2003 година и претседателството на Жан-Клод Трише од 2003 до 2008 година (Трише беше претседател до ноември 2011 година). Исто така можеме да ја уважиме поделбата базирана на следните три фази: основањето, консолидацијата и финансиската криза, со тоа што консолидирањето и финансиската криза се совпаѓаат со претседателството на Трише.

Трета поделба на периодот помеѓу 1999 и 2005 година е произведена од Арестис и Чортрареас (2006). Тие опишуваат три периоди водени од карактеристиките на монетарната политика на ЕЦБ: (1) од 1999 до средината на 2001 година - период карактеризиран со грижа за ценовната стабилност во период на економски развој, зголемена важност на цените и паѓањето на вредноста на еврото, (2) од 2001 до средината на 2003 година - период на експанзивна монетарна политика, и (3) од средината на 2003 до средината на 2005 година - период на рапидна експанзија на монетарниот раст. До комплетирањето на периодот до 2008 година можеме да додадеме четврти период, (4) од средината на 2005 до 2008 година - период на зголемени рефинансирачки стапки на ЕЦБ да ја намалат економската експанзија и развивањето на значаен ризик од инфлација.

Меѓу најважните промени во монетарната политика се случи во 2003 година кога ЕЦБ спроведе внатрешна проценка на својата монетарна политика вклучувајќи ја стратегијата на монетарната политика и нејзините цели. Промената беше направена официјално да се исправи каква било склоност во мерењето на инфлацијата и да се расчисти со разликите во инфлацијата кои доаѓаат од структурата во еврозоната.

Меѓутоа, како што ќе биде објаснето, промените беа подлабоки отколку што се гледаат на прв поглед. Друга значајна промена во ЕЦБ се случи 1 ноември 2003 година кога Жан-Клод Трише стана вториот претседател на ЕЦБ. Првите четири години на претседателството на Трише беа карактеризирани со стабилна макроекономска средина. Инфлацијата беше под контрола, невработеноста се намалуваше. Инфлацијата како последица на цената на нафтата не се прелеа во „втора рунда“ зголемувања на платите како во 1970-те години. На пазарот за девизи, еврото почна да се зголемува и нестабилноста беше ограничена (Колигнон, 2011, стр. 6).

Периодот помеѓу 2003 и 2005 година беше карактеризиран со рекордно ниската рефинансирачка стапка. ЕЦБ ја почна 2003 година со главна стапка на рефинансирање од 2,75% кога федералната каматна стапка во САД беше снижена на 1,25%. По пола година централната банка на САД ја доведе каматната стапка блиску до долната граница со 1%, а ЕЦБ го постигна најниското ниво од 2%. Двете централни банки ги задржаа рекордно ниските стапки уште долго време, САД за една година до средината на 2004 година, ЕЦБ за две и пол години или до крајот на 2005 година (Њуман, 2008, стр. 16). Во последниот период, помеѓу 2005 и 2008 година, инфлацијата почна да се забрзува и ЕЦБ ја затегна својата политика со зголемувањето на стапката на рефинансирање сè додека таа не постигна ниво од 4,25% во јули 2008 година. Кога опасноста од американскиот кредитен пазар стана реална економската средина се влоши драматично, кулминирајќи со пропаѓањето на Лиман во септември 2008 година.

Двата столба на монетарната политика на ЕЦБ

Двата столба на монетарната стратегија се иницијалната и официјална доктрина на ЕЦБ, но се исто така опишани како алатка за организирање на информациите која користи две комплементарни перспективи за одредувањето на ценовните движења (ЕЦБ, 2004, стр. 55). Столбовите, затоа, беа дизајнирани да се надополнуваат еден со друг и заради сигурност дека ниедна релевантна информација нема да се загуби во проценката на ризикот по ценовната стабилност.

Првиот столб на монетарната политика на ЕЦБ е наречена *монетарна анализа* и се фокусира на подолгиот временски период, користејќи ја долгорочната поврзаност помеѓу парите и цените. Според ЕЦБ (ЕЦБ, 2004, стр. 55) монетарната анализа служи како средство за преглед од гледиште на средна или долгорочна перспектива на краткорочните или среднорочните показатели на монетарната политика кои доаѓаат од

економската анализа. ЕЦБ објавува референтна вредност за широкиот монетарен агрегат М3 кој е во согласност со стапката на раст соодветна на ценовната стабилност во среден рок. Изборот на М3 е базиран на емпириските докази дека овој агрегат ги содржи сите барани карактеристики, вклучувајќи стабилна монетарна понуда и побарувачка и карактеристики на водечки индикатор за идното движење на цените во еврозоната.

Изведувањето на референтната вредност на М3

Изведувањето на референтната вредност од М3 во ЕЦБ е базирана на квантитативната равенка со следните елементи: промена во монетарниот раст (ΔM), инфлацијата (ΔP), реалниот раст на БДП (ΔYR)и брзината на паричниот обрт (ΔV). Според еднаквоста, промената во монетарниот раст е еднаква на промената на номиналните трансакции (апроксимирани од промената во реалниот БДП плус промената во инфлацијата) минус промена во брзината на обрт на парите, или:

$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$

Квантитативната равенка на ЕЦБ е базирана на дефиницијата на ценовната стабилност од под 2% инфлација годишно. Вториот елемент е претпоставката во среден рок во однос на порастот на производствениот раст и трендот на брзината на паричната циркулација и користење на комплексни модели за побарувачката за пари. Според моделите, ЕЦБ пресмета пад во брзината на обртот на М3 во ранг помеѓу 0,5% и 1% годишно. Првата проценка на референтната вредност за зголемувањето на М3, во декември 1998 година, од страна на Управниот совет, базирано на овие претпоставки, беше за раст од 4,5% годишно. Месечните флуктуации на референтната вредност беа прилагодени со подесување на развојот на референтната вредност базирано на тримесечен движечки просек од 12 месечни растечки стапки на М3. Двете претпоставки и методот за сметање на референтната вредност беа променети, прво во периодот помеѓу 1999 и 2002 година и потоа во мај 2003 година кога ЕЦБ престана со пресметување на референтната вредност на М3 на годишно ниво. Причината беше дека не е можно да се очекува фреквентна промена во трендот на фундаменталните среднорочни претпоставки (ЕЦБ, 2004, стр. 64).

Според ЕЦБ (ЕЦБ, 2004, стр. 62), референтната вредност на М3 претставува природна одредница за анализирање на информативната содржина на монетарните движења во еврозоната. Другите ја опишуваат референтната вредност како

„реалистична алтернатива за монетарен таргет“, или вредност што не бара промена во политиката по автоматизам (Корсети и Песенти, 1999, стр. 8). Друг важен аспект на монетарната анализа е дека не постои врска помеѓу краткорочните монетарни движења и одлуките во монетарната политика (ЕЦБ, 2004, стр. 62). Емпириските истражувања на одлуките на ЕЦБ за каматните стапки го потврдуваат ваквиот наод. Ова исто така значи дека промените во паричната маса, како што видовме во сите индустриски земји, може да бидат резултат на други специфични фактори предизвикани од институционални промени како што се промена во даночниот систем, каматните приходи или добивките на капитал. Овие специјални фактори не се по правило многу информативни за прогнозирање на ценовната стабилност.

Освен калкулациите на референтната вредност, ЕЦБ според столбот на монетарната анализа презема сеопфатни проценки на ликвидност и кредитните услови. ЕЦБ прави детален опис на методите користени во монетарната анализа (ЕЦБ, 2004, стр. 62-65).

Вториот столб, *економската анализа*, е проценка на краткорочните до среднорочни ценовни движења, со фокус на реалните активности и финансиските услови во економијата. Опсегот на индикатори вклучува: движењата во целокупниот производ; агрегатната побарувачка и нејзините компоненти; движења во девизниот курс; глобалната економија и платежниот биланс; финансиските пазари и билансните позиции на секторите во еврозоната (ЕЦБ, 2004, стр. 55-57).

Промена во редоследот на анализите на монетарната политика во ЕЦБ по 2003 година

Во мај 2003 година, Управниот совет објави дека ја ревидирал стратегијата на монетарната политика и објави три главни значајни промени во монетарната политика: (1) дефиницијата на ценовната стабилност беше променета од растот од година во година од под 2% до под, но блиску до 2%, (2) годишната ревизија на референтната вредност за монетарниот раст беше елиминирана и (3) воведната изјава на претседателот беше реструктуирана да започне со економската анализа наместо монетарната анализа (Њуман, 2008, стр. 8).

Промената на дефиницијата на ценовната стабилност беше позитивно подесување на таргетот на инфлацијата од 1,5% на 2%. Официјално, Управниот совет

разјасни дека „во потрага по ценовна стабилност, планира да одржи инфлациски стапки под, но блиску до 2% за време на среден рок“ (Шелер, 2006, стр. 80).

Крајот на годишната ревизија на референтната вредност најверојатно доаѓа од неудобноста со која официјалните лица, вклучувајќи и еден дел од гувернерите, ја објаснуваа или ја оправдуваа доминантната улога дадена на парите кога ја објаснуваа експанзивната монетарна политика (Њуман, 2008, стр. 9). Наместо монетарен столб, ЕЦБ користеше термин користен од Бернанке (2003) да ја опише „најдобрата оперативна рамка за монетарната политика“, базирана на користење на кредибилност на централната банка да ја поддржи реалната економија (Папедемос, 2003). Како што спомнавме, годината 2003 беше почеток на експанзивната монетарна политика.

Најзначајна и симболична промена во 2003 година е замената на редоследот на двете анализи користени од страна на ЕЦБ за одредување на монетарна политика. На почетокот, во 1999 година, монетарниот столб доаѓаше прв и беше следен од економската анализа. По мај 2003 година ЕЦБ ја минимизира монетарната анализа и користи монетарни информации сè повеќе и официјално за преглед на состојбите (Бергер ет ал., 2008, стр. 3). Една од причините за замената во редоследот на ЕЦБ анализата е што референтната вредност не треба да се менува на годишно ниво дури и со добивање на додатни информации. Другата главна и техничка причина за минимизирање на монетарниот столб е можеби недостигот на јасно поврзување помеѓу утврдениот монетарен раст и номиналната инфлација. Превртениот редослед и помалата улога на монетарниот столб од 2003 година имаат повеќе смисла кога се чита проценката на ЕЦБ, што сега почнува со проценка на неодамнешните движења во економијата и краткорочната инфлациска прогноза и потоа се префрла на додатните анализи на парите, финансиските пазари и долгорочните инфлациски очекувања (Њуман, 2008, стр. 10).

Според овие анализи, ЕЦБ го послуша советот на банкарите од Бундесбанката кои советуваа дека ЕЦБ треба да ги комбинира елементите од монетарното и инфлациското таргетирање (Корсети и Песенти, 1999, стр. 9, Свенсон, 1999, стр. 3). Тогаш, ЕЦБ би била под двојна обврска која ја објаснува необичната монетарна стратегија. Ова, се разбира, не беше лесно, како што Свенсон (1999, стр. 1) објаснува: „Изборот помеѓу инфлациското таргетирање и прагматичното монетарно таргетирање во стилот на Бундесбанката е во ефектен избор помеѓу висока и ниска транспарентност“. Како понатамошна критика на избраната стратегија на монетарната стратегија (со монетарните анализа сè уште во водство во 1999 година), Свенсон додава:

„Како дел од својата монетарна стратегија, евросистемот има специфицирано оперативен инфлациски таргет, иако на нешто нејасен начин. Поважно, објавената монетарна стратегија е непотполна затоа што предвидува значајна улога за во суштина нерелевантен индикатор, паричен раст, во анализата и комуникацијата, но ја крие прогнозата за инфлацијата која во пракса е клучен влезен податок во донесувањето на (*монетарно*) политичките одлуки. “ (Свенсон, 1999, стр. 1)

Промените во стратегијата, пресвртот на двата столба на монетарната политика и минимизирањето на монетарниот столб во 2003 година отиде далеку во справувањето на овие недостатоци од иницијалната стратегија на монетарната политика на ЕЦБ. Ефективно тие ја оддалечија ЕЦБ од монетарната политика на Бундесбанката.

Некои заклучоци за стратегијата на монетарната политика на ЕЦБ

Одлуките во монетарната политика на ЕЦБ се донесени со ценовната стабилност како главна цел и се базирани на општата проценка на ризикот по ценовната стабилност кој доаѓа од економската и монетарната анализа. Приодот со двата столба требаше да осигури дека доволно внимание е посветено на разните перспективи и да може да се направи посеопфатна и поинклузивна проценка на ризикот по ценовната стабилност. Овој вид стратегија се сведува на приод на разновидност во толкувањето на економските услови што би требало да го намали ризикот од грешки во политиката што се појавуваат кога се зема предвид само еден индикатор, прогноза или модел (Селер, 2006, стр. 83). Стратегијата исто така може да се опише како „поглед на сè“ стратегија што не се совпаѓа прецизно со стратегијата на инфлациско или монетарно таргетирање и често беше критизирано како преамбициозно.

Бернанке ет ал. (1999, стр. 22) исто така го опишува инфлациското таргетирање како „истоветно на ‚поглед на сè‘ стратегијата, но таква што има фокусирана цел”. Важен показател дека стратегијата на ЕЦБ не е инфлациско таргетирање, меѓутоа е дека среднорочниот столб се вика економска анализа, не инфлациска прогноза. Затоа, ЕЦБ не води инфлациско таргетирање како објавена стратегија. Во оваа смисла, ЕЦБ, уште еднаш, е слична на Бундесбанката, чии месечни и годишни извештаи не објавуваа прогнози на економските варијабли нити ја ги дискутираа прогнозите на приватниот сектор (Корсети и Песенти, 1999, стр. 9). ЕЦБ почна да објавува прогнози на крајот на

2000 година. Шпекулативната причина за доцниот старт на било која прогноза од страна на ЕЦБ е дека централната банка немаше капацитет да ја произведе (Њуман, 2008, стр. 23). Кога прогнозите беа објавени (двапати во годината) ЕЦБ продолжи да не ја истакнува нивната улога во процесот на донесување одлуки. Прогнозата од ЕЦБ беше базирана на економетриски модели, како што е Подрачниот широк модел (види во Фаган ет ал., 2001). Претпоставката, како и во други прогнозирани модели, беше базирана на предвидувањето на каматната стапка наместо монетарните агрегати. Еден од проблемите со нејасноста на монетарната стратегија на ЕЦБ е што економската анализа не ги зема предвид монетарниот пораст и каматните стапки, клучен елемент од било која идна инфлациска анализа (Бофингер, 2001, стр. 302).

Ако двата столба се комплементи едни на други и произведуваат информации кои недостасуваат во другата анализа, дали нема повеќе смисла двата столба да се спојат и каматните стапки и монетарниот раст да се воведат во економската анализа? Со други зборови, „поглед на сè стратегијата“ може да биде разбрана како дури и посеопфатна монетарна стратегија ако ЕЦБ имаше единствена анализа. Базирано на нивните анализи, Бергер ет ал. (2008, стр. 5) заклучуваат дека интегрирањето на монетарната и економската анализа во унифицирана монетарно стратегиска рамка би имала извесни предности.

Аргументот за интегрирањето на двата приода не ја намалуваат улогата на парите за инфлацијата, но тој придонес релативно на другите економски фактори е често ограничен и треба да се стави во соодветна перспектива (Бергер ет ал., 2008, стр. 5). Дури, иако претпоставката за поврзување помеѓу парите и инфлацијата е силна, сèуште постојат додатни проблеми со користењето на референтната вредност за монетарен агрегат како што е М3. Меѓу препреките е константната, систематска промена и иновација во финансискиот систем. Таа препрека не поддржува стабилен однос, нешто што беше покажано во сите индустриски земји во 1980-те години по кои монетарните агрегати беа напуштени. Со други зборови, она што загрижува не е само нестабилноста на агрегатите како сидро, туку е исто така промената во побарувачката поради фактори како што е финансиската иновација и слабиот ефект на монетарните промени на среднорочната инфлација.

Се чини дека ЕЦБ во голема мерка едноставно ја игнорира монетарната анализа додека константно зборуваат за нејзината важност. Ова однесување може да се објасни со барем три причини: Прво, економската анализа направена од централната банка имаше во просек поголемо влијание врз монетарната политика отколку врз монетарната

анализа. Второ, можно е дека постоеше разлика помеѓу официјалната изјава на ЕЦБ за улогата на парите и чекорите на кои беше спремна да ги преземе за да ја контролира паричната маса. Трето, ЕЦБ сè уште не е спремна да отфрли добар модел (експлицитен или имплицитен) на монетарни механизми, на пример, во смисла на квантитативното влијание врз каматните стапки (и други варијабли како што се обемот на интервенции во отворениот пазар) на паричната маса (Фоурканс и Вранцеану, 2007, стр. 192).

Од самиот почеток на ЕЦБ и други, како Цукиерман (2001), Бернанке ет ал. (1999), Алесина ет ал. (2001), Свенсон (1999), едноставно сугерираат стратегијата со двата столба да се замени со инфлациско таргетирање. Тие тврдеа дека комуникациската вредност на инфлациското таргетирање би било многу поефективно во формирање на кредибилитет за ЕЦБ во иднина. ЕЦБ, како тело создадено со компромис, најверојатно го следеше патот на најмал отпор кога го усвои конзервативниот приод сугериран од германската централна банка. Можеби во тоа време се веруваше дека ако има нешто што би ја обезбедило потребната иницијална кредибилност за ЕЦБ тоа беше перцепцијата дека новата централна банка е продолжување на Бундесбанката. Со време ова гледиште беше, според горната литература, предмет на ревизија и сè поголема критика која кулминираше со ревизијата од 2003 година. Базирано на симулации, Њуман (2008, стр. 16) сугерира дека намалената каматна стапка од 2003 до 2005 година не е во согласност со политиката од пред 2003 година и е индикативно на позначајна промена во монетарната политика отколку едноставна промена во комуникацијата.

Реакциски функции на монетарната политика на ЕЦБ

Според монетарната теорија и искуството на индустријализираните земји дека монетарната стратегија, објавена или имплицитна, содржи важна одговорност, комуникација и транспарентна вредност за индивидуалните централни банки. Стратегијата на монетарната политика се стреми да влијае врз економските услови низ очекувањата и каматните стапки базирани на каналите на монетарната трансмисија со цел да се постигне ценовна стабилност во среден рок. Во краток рок, меѓутоа, централната банка, и ЕЦБ не е исклучок, може да се стреми да постигне други цели.

Во оваа точка ќе погледнеме во истражувањата кои го покажуваат реалниот таргет на монетарната политика дедуциран од политиката на каматните стапки на ЕЦБ. Во поголем дел, контролирањето на монетарната политика наспроти објавената цел се постигнува со анализа на реакциските функции и користењето на едноставните

монетарни правила, најчесто изведби на Тејлоровото правило. Овие правила, иако робусни, имаат свои недостатоци и претпоставки. Во случајот на ЕЦБ овие претпоставки се поизразени и поважни во проценувањето на емпириските истражувања отколку обично.

Истражувачите во емпириските студии за ЕЦБ се соочуваат со проблемот на неизвесноста на податоците кој се манифестира во две димензии: прецизност, која се појавува кога податоците се прелиминарни и предмет на понатамошни ревизии и рокови според кои важни податоци сèуште не се достапни кога се поставуваат инструментите на монетарната политика. Исто така е прифатено дека монетарните правила кои се изведени со проценка базирани на ревидираните податоци можат да произведат погрешна слика за планираниот став на монетарната политика (Орфанидес, 2001, стр. 3, 15 и 18). Недостатокот на прецизноста на податоците е потврдено со големите разлики кои се појавуваат од користењето на податоци во реално време или екс-пост во минатите проценки на монетарната политика на ЕЦБ, а навременоста на податоците, е сугерирано, беше во голема мерка занемарено во минатите истражувања (Блатнер и Маргаритов, 2010, стр. 5).

Вториот општ проблем, неизвесноста на моделот, се појавува кога ќе се употребат два или три клучни варијабли како инфлацијата или разликата во националниот производ (кое е норма со анализите базирани на Тејлоровото правило). Тоа секако ги изоставува многуте релевантни информации кои се потребни за водењето на монетарната политика. Објаснувањето за недостатоците на студиите на реактивните функции на ЕЦБ е важно поради тоа што се работи за нова централна банка, нов збир на недокажани податоци и, најважно, многу краток временски период во кој монетарната политика се развива од страна на ЕЦБ и за кој постојат веродостојни емпириски податоци да се дојде до попрецизни и подоверливи резултати. И покрај тоа, постојат неколку поуки кои можат да се најдат во студиите и кои можат да придонесат за разбирањето на водењето на монетарната политика на ЕЦБ.

Пред да ги земеме предвид резултатите на емпириските студии би било корисно да ја спомнеме теоретската улога на коефициентите во Тејлоровото правило. Можеме да ја забележиме важната улога на β коефициентот за стабилноста на макроекономскиот систем опишан со едноставните макроекономски динамични модели. Кога некој шок ќе ја подигне инфлацијата над таргетот, централната банка ја зголемува својата каматна стапка според монетарното правило. Ако $\beta < 1$, зголемувањето не е доволно да доведе до повисока реална каматна стапка, инвестициите и побарувачката го задржуваат своето

високо ниво и, со механизмот на Филипсовата крива, инфлацијата се зголемува и понатаму. Од друга страна, ако $\beta > 1$, значајната реакција на централната банка ја намалува побарувачката и инфлацијата (Форканс и Врањеану, 2007, стр. 186).

Во смисла на коефициентите во студиите, можеме да го задржиме следниот совет кога ги проценуваме резултатите: „периодот на испитување (на студијата) мора да содржи доволна варијабилност на инфлацијата и националниот производ и мора да биде доволно долг за да можеме да ги идентификуваме коефициентите на косината во реакциската функција исто како и таргетот на инфлациската стапка. Нарочно, проценувањето на правилото со мал број на временски податоци со мала варијабилност во инфлацијата може да доведе до крајно неточни резултати“ (Кларида ет ал., 2000, стр. 154).

Резултатите од емпириските истражувања

Литературата за емпириските истражувања што се однесуваат на ЕЦБ досега се многубројни. Меѓутоа, само неколку студии кои се лесно достапни кога земени заедно можат да ни го покажат полниот спектрум на анализа која можеме да ја сознаеме со понатамошно истражување. Оваа точка ги користи следните студии како репрезентативен избор: Алесина ет ал. (2001), Белке и Полеит (2006), Хајо и Хофман (2003, 2006), Арстис и Чортареас (2006), Фоурцанс и Врањеану (2004, 2007), Коол (2005), Сурико (2003) и Сауер и Стурм (2007). Споредувањето на коефициентите на Тејлоровото правило за поголем дел од студиите е содржано во табелата 7.

Она што на овие истражувања им е заедничко е дека тие активно бараа да го објаснат водењето на монетарната политика на ЕЦБ во време на периодот од интерес. Една дополнителна студија, таа на Блатнер и Маргаритов (2010) е студија направена по 2008 година и е на добивка поради поновите податоци и два додатни модели според кои податоците се проценети. Сауер и Стурм (2007) сугерираат нешто поинаква листа на литература; тие вклучуваат дополнителни текстови, вклучувајќи ги Фоурканс и Врањеану (2002), Гердесмеиер и Рофиа (2003) и Улрич (2003). Овие студии ќе бидат разгледани во контекстот на нивните наоди според Сауер и Стурм (2007).

Арестис и Чортареас (2006, стр. 19) предлагаат дека одредниците на Тејлоровото правило се базирани на однесувањето на Бундесбанката или дури и според типичната ад-хок спецификација можат да ја пратат линијата на каматните стапки на ЕЦБ. По првите две години на ЕЦБ (околу 2001 година) тие бележат разлика помеѓу одредницата

на Тејлоровото правило и вистинската стапка. Наоѓаат дека политиката на ЕЦБ за време на првите години беше релативно јасно одредена што тие го припишуваат на барањето на антиинфлациски кредибилитет или заради проценката на рамнотежата на реалната каматна стапка базирана на перцепциите од ерата пред ЕМУ. Како заклучоци Арестис и Чортареас (2006) ги сметаат можностите дека ЕЦБ политиката е продолжение на политиката на Бундесбанката според кое ЕЦБ реагира на агрегатите во еврозоната. Базирано на оваа претпоставка, тие симулираат едноставна реакциска функција за Бундесбанката и потоа ја симулираат политиката на ЕЦБ користејќи податоци од еврозоната. Ова се чини дека ја објаснува политиката на ЕЦБ во раните години.

Арестис и Чортареас пронаоѓаат дека правецот на ЕЦБ стапката се совпаѓа со стапката поставена како резултат на повеќе спецификации на Тејлоровото правило. Овој заклучок, како што беше признаено од авторите, меѓутоа, не е во согласност со опишаната разлика во политиката во првите години во водењето на монетарната политика на ЕЦБ. Тие го сметаат за можно (цитирајќи ги анемичните услови за раст во еврозоната во тоа време) објаснувањето дека политиката на ЕЦБ ја промени перцепцијата за рамнотежата на реалните каматни стапки (вклучени во одредниците на Тејлоровите правила).

Хајо и Хофман (2003) исто така користат Тејлорово правило за Бундесбанката (1979/1998) и ЕЦБ (1999/2003). Тие наидуваат на значајно позитивни коефициенти на инфлација (1) и производ (ц2) во двете регресии. Тие заклучуваат дека долгорочната тежина на коефициентот на производот даден од страна на ЕЦБ (ц2 еднакво на 1) значајно го надминува коефициентот на Бундесбанката (ц2 еднакво на 0,4). Во двата случаи ц1 е еднакво на 1,2, што опишува пониска тежина на инфлацијата отколку во оригиналното Тејлорово правило. Како и Арестис и Чортареас (2001), авторите утврдуваат политика за каматните стапки во согласност со старото правило на Бундесбанката од средината на 2000 до средината на 2001 година. Општо гледано, ова е во согласност со констатацијата дека ЕЦБ дава поголема тежина или вредност на инфлацијата отколку на производот. Производниот јаз, меѓутоа, не е заборавен. Фоурканс и Врнцеану (2004) поддржуваат позитивна реакција на ЕЦБ во врска со разликите во националниот производ во поставувањето на каматната стапка под претседателството на Дуисенберг користејќи месечни податоци од јануари 1999 до октомври 2003 година.

ЕЦБ, според студиите во своите рани години, одредува позитивна (различна од нула) тежина за реалните движења во поставувањето на својата политика. Тие исто така

ја поддржуваат тезата дека ЕЦБ се придржува на флексибилно инфлациско таргетирање како стратегија и дека не го занемарува губењето на националниот производ (Кул, 2005, стр. 4).

Белке и Полеит (2006) проценуваат неколку реакциски функции за ЕЦБ во периодот од 1999 до 2005 година. Покрај одговорот на прашањето дали ЕЦБ доследно ја следи стабилизирачка монетарна политика тие бараат одговор на прашањето дали, и како, ЕЦБ се однесуваше различно од Федералниот резервен систем (ФРС). Тие користат Тејлорово правило од Тејлор (1993), анализирајќи ги каматните стапки под контрола на ЕЦБ во контекстот на домашната инфлациска стапка и разликата во производот како зависни варијабли. Различно од другите студии во тоа време, Белке и Полеит (2006) не ја естимираат реакциската функција според Бундесбанката или хипотетичната ЕЦБ реакциска функција пред 1999 година и, всушност, ја проценуваат реакциската функција на ЕЦБ. Резултатите на нивната студија се претставени во Табела 1 и содржат три различни проценки според Тејлоровото правило базирани на квартални податоци. Основното сценарио (Колумната 3) покажува дека степенот на прилагодување на каматната стапка и реакцијата на ЕЦБ на инфлацијата е општо мал, но тежината на разликата на националниот производ е голема и значајно поголема од таа на инфлацијата. Споредено со оригиналното Тејлорово правило, тие тврдат, влијанието на ситуацијата во бизнис циклусот врз одлуките на ЕЦБ изгледаат силни (Белке и Полеит, 2006, стр. 9). Тежината на инфлацијата, меѓутоа, е помала отколку во оригиналното Тејлорово правило и е значајно под 1. Според тоа, тие покажуваат, Тејлоровиот принцип (според кој факторите мора да бидат поголеми од 1) не е исполнет за инфлацијата во случајот на ЕЦБ. Други наоди на истражувањето се слични со другите студии.

Белке и Полеит (2006) ја додаваат промената во девизниот курс и растот на парите на Тејлоровата спецификација (Колоната 4) и наоѓаат значајно влијание на парите врз одлуките за каматните стапки. Да го докажат тоа тие ја користат основната равенка на Тејлоровото правило на што ја додаваат стапката на раст на парите М3, m_t:

$$i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1-\rho) \cdot (\beta_0 + \beta_1 \cdot y_t + \beta_2 \cdot \pi_t + \beta_3 \cdot \Delta m_t + \varepsilon_t)$$

Додавањето на растот на парите им овозможува да покажат значајно влијание на парите врз каматните стапки. Овој резултат е, според истражувањето, можен поради фактот дека ЕЦБ ја сметаше високата стапка на растот на парите по опаѓањето на берзата како подесување на портфолиото кое ја направи реакцијата заснована на потребната каматната стапка (Белке и Полеит, 2006, стр. 9-10). Последицата е дека ЕЦБ водеше антиинфлациска политика со тоа што реагираше на повисокиот раст на парите наместо

на конкретната инфлацијата. Второ објаснување за нереагирањето на инфлацијата е неизвесноста и задоцнувањето на објавувањето на податоците. Знаејќи го ова, може да се каже дека има значајна разлика зависно од тоа дали користените податоци (варијабли) беа реалните или очекуваните податоци. Конечно, додавањето на девизниот курс на Тејлоровото правило и варијаблите кои покажуваат монетарен растеж покажуваат дека инфлацијата станува уште понезначајна кога коефициентот на разликата помеѓу мериот и потенцијалното ниво на национален производ останува мошне значаен. Коефициентите на девизниот курс се релативно мали, но го имаат очекуваниот негативен предзнак, значајно зголемување на девизниот курс дава можност за централната банка да ја олабави својата монетарна политика. Белке и Полеит (2006) заклучуваат дека постојат јасни докази дека ЕЦБ има ориентација базирана на бизнис циклусот.

Сите регресии во студијата покажуваат дека политиката на ЕЦБ за каматните стапки од 1999 година не го следеа Тејлоровиот принцип и дека параметарот на инфлацијата е обично понизок отколку производниот параметар (и не го надминува 1). Генералниот таргетен режим може да се карактеризира како инфлациско таргетирање базирано на варијаблите во бизнис циклусот и ги толерира промените на инфлацијата. Студијата покажува сличност со наодите на Гердесмеиер и Рофиа (2003) и Улрич (2003), кои предлагаат дека ЕЦБ реагира на порастот на очекуваната инфлација со подигање на номиналните краткорочни каматни стапки во мали дози и со тоа дозволуваат краткорочните каматни стапки да се намалат. Наместо продолжување со политиката на инфлациското стабилизирање на Бундесбанката, Белке и Полеит (2006) сметаат дека ЕЦБ изгледа како да ја следела политика послична на таа од ерата пред Волкер при ФРС на САД.

Белке и Полеит (2006) исто така посочуваат на важен заклучок поврзан со голем дел на студиите базирани на Тејлоровото правило во периодот пред 2008 година, дека малата тежина која ЕЦБ ја има за инфлацијата можеби се должи на фактот дека инфлацијата беше доста ниска во испитуваниот период. Како што беше дискутирано во теоретскиот дел на дисертацијата, централните банки, кога ќе ја постигнат целта на ценовната стабилност (и во средина со ниски очекувања за инфлација) се склони да работат на постигнување на другите цели на монетарната политика во хиерархиски редослед, како што е замислено во нивните институционални рамки.

Проценките на правилата за каматните стапки базирани на идниите индикатори покажуваат дека реалните активности играат важна улога во водењето на монетарната

политика на ЕЦБ. ЕЦБ изгледа како да ја смета економската прогноза како независна цел на својата политика, без разлика на тоа што го објавува низ својата комуникациска стратегија. Некои проценки покажуваат дека централната банка не би ја зголемила својата каматна стапка ако прогнозата за идната инфлација се зголеми за една третина до една половина процент, со тоа што во исто време индустриското производство се намалува за еден процент (Фоурканс и Врнцеану, 2007, стр. 193). Истата студија заклучува дека ЕЦБ изгледа како да реагира значајно на разликата помеѓу идната инфлација и целта, но исто така директно на промените во реалните активности. Нагласокот на краткорочната невработеност или друга реална активна мерка, тие тврдат, го ризикуваат достигнувањето на еврозоната во долг рок.

Сурико (2003) тврди дека монетарната политика на ЕЦБ може да се карактеризира како нелинеарно правило. Изворот на оваа нелинеарност се несиметричните преферирања (предности) и конвексната крива на агрегатната понуда (Сурико, 2003, стр. 5). Додека целта на ценовната стабилност е симетрична, во смисла дека ЕЦБ се грижи за ризикот од дефлација исто колку и за ризикот од инфлација, целта за реалната активност не е симетрична, затоа што намалувањето на производството бара поголема монетарна реакција (Исинг, 2002 во Сурико, 2003, стр. 8). Овој заклучок е поддржан од заклучокот дека производствените намалувања од одредена големина доведуваат до поактивна реакција. Ова не е случај со производствена експанзија, правејќи ја реакцијата несиметрична. Додавање на монетарен агрегат на целите на политиката и структурата на економијата сугерира дека стапката на раст на М3 се смета како водечки индикатор за идната инфлација, но не како таргет (Сурико, 2003, стр. 8).

Претпоставката во Сурико (2003) е дека ЕЦБ води монетарна политика преку таргетно правило според терминологијата на Свенсон (1999), со која сите достапни информации се користат во секое едно време со цел таргетираните варијабли да се донесат на ниво на нивните таргети. Оваа претпоставка, меѓутоа, е базирана на искуствата и водењето на монетарната политика во САД и Обединетото Кралство. ЕЦБ нема објавени правила кои би ги следеле овие претпоставки или, општо, претпоставката за оптимизација. Сурико (2003) никогаш не го одговара прашањето дали стратегијата на монетарната политика на ЕЦБ е во согласност со некоја форма на инфлациско таргетирање со конечен заклучок. Ова може да биде поради тоа што таквиот заклучок не може да биде потполно во согласност со официјалните изјави на ЕЦБ за својата монетарна политика.

Некои додатни заклучоци на студијата се дека реакцијата на политиката кон инфлацијата во просперитетно време е посилна отколку во рецесија (низ конвексната структура на економијата) и дека генерално гледано реакциите на инфлацијата и производствените разлики се зависни од ситуацијата дури и кога се асоцирани со спротивните фази на бизнис циклусот (Сурико, 2003, стр. 19).

Стауер и Стурм (2007) проценуваат неколку инструментни реакциски функции за ЕЦБ пред сè да одговорат на важното прашање дали ЕЦБ во реалноста следи стабилизациско или дестебилизациско правило во своите рани години. Нивниот главен заклучок е дека доказите собрани следејќи ги времените Тејлорови правила сугерираат дека ЕЦБ ги акомодира промените на инфлацијата и следи дестабилизирачка политика. Меѓутоа, тие исто така наведуваат дека ако се земат предвид рационалните очекувања и ако се користи спецификацијата која гледа нанапред, или со користење на очекувањата изведени од анкети во Тејлоровите правила кои покажуваат стабилизирачка улога на ЕЦБ (Сауер и Стурм, 2007, стр. 1). Студијата истражува реакциски функции на политиката базирано на анкетни податоци и следи методологија користена од Кларида ет ал. (1998, 1999, 2000) и проценува Тејлорово правило кое гледа нанапред со цел да ја спореди релевантноста на реалните наспроти напредните аспекти (Сауер и Стурм, 2007, стр. 3). Карактеристиката на анкетните податоци кои се информации во реално време во комбинација со (прогнозирани) податоци кои гледаат нанапред според нив даваат најдобри резултати. Резултатите со овој метод го содржат најдоброто објаснување и параметрите ја потврдуваат стабилизирачката улога за ЕЦБ (Сауер и Стурм, 2007, стр. 27). Последното објаснување од студијата е очигледно постепено поместување на каматните стапки познато како постепена промена на каматните стапки. Тоа, Сауер и Стурм (2007) тврдат дека може да покажува дека политиката реагира премалку и предоцна на промените во економската средина. Проблемите со инерцијата во случајот на ЕЦБ не се испитани.

Досега дојдовме до заклучок дека студиите базирани на Тејлоровото правило, оние што гледаат наназад или нанапред, се разликуваат во својата проценка на водењето на монетарната политика на ЕЦБ, но не многу. Разликата е позначајна во врска со проценката на коефициентите (Табела 7). Последната студија проследена во оваа точка е базирана на понова и посеопфатна база на податоци во еврозоната и го испитува поставувањето на каматните стапки од страна на ЕЦБ на додатни два начини дизајнирани да ги избегнат неизвесноста на моделот и неизвесноста на податоците својствени како карактеристики на емпириските истражувања. Блатнер и Маргаритов

(2010, стр. 4) ги изложуваат своите наоди дека ЕЦБ не гледа само наназад или нанапред, но реагира на синтезата на достапните информации од сегашната или идната состојба на економијата.

Блатнер и Маргаритов (2010, стр. 8) ги критизираат истражувачите кои го испитуваат минатото однесување на ЕЦБ во донесувањето на каматните стапки затоа што тие најмногу се фокусираат на номиналната инфлација и на индустриското производство како мерки на ценовна и економска лабавост, игнорирајќи ги потенцијално корисните информации кои доаѓаат од алтернативните индикатори. Ова, тие сметаат, не е најдобриот приод затоа што не се совпаѓа и е спротивно на стратегијата на двата столба користена од ЕЦБ, а која се фокусира на проценување на голем број индикатори во водењето на монетарната политика. Прогнозите за ценовните индекси се еднакво погрешни за некои од резултатите затоа што се опкружени со голем степен на неизвесност. Донесувачите на одлуки, тие тврдат, користат повеќе вида на предвидувања од различни институции, за инфлација и за растот на производството (Блатнер и Маргаритов, 2010, стр. 8). Да се избегнат овие стапици Блатнер и Маргаритов (2010) користат нови сеопфатни бази на податоци во реално време за еврозоната базирани само на информации достапни само еден ден пред секој состанок за донесување на каматните стапки во ЕЦБ од 1999 година. Првиот од двата додатни елементи во студијата е приодот кои го нарекуваат „дебело моделирање“ („thick-modeling“) кое ги користи сите можни спецификации и ги става на иста вага сите проценети параметри според некој ефективен критериум. Тие проценуваат дека постои серија од 3,330 монетарни правила во еврозоната, сите комбинации на 90-те мерени економски активности и 37 индикатори на инфлацијата и инфлациските очекувања. Вториот елемент е приодот базиран на модел на фактори и кој ги проценува реакциските функции на ЕЦБ според кој краткорочните каматни стапки реагираат на состојбата во економијата мерено според проценети фактори (Блатнер и Маргаритов, 2010, стр. 9).

Главните заклучоци од студијата на Блатнер и Маргаритов (2010) покажуваат дека преовладувачката норма на реалните податоци не е доволна да ги објасни информациските крутости кога креаторите на политиката ги формираат своите одлуки. Второ, тие покажуваат дека претходните спецификации на правилата на ЕЦБ се најверојатно лошо дизајнирани. Еден или мал збир на економски индикатори според кои централната банка треба да реагира не се доволни. Тие сметаат дека скоро 300 проценети правила точно го опишуваат однесувањето на ЕЦБ во донесувањето на каматните

стапки. Бројните правила веројатно го отсликуваат коридорот кој го содржи правецот на монетарната политика.

Освен комплексноста и методологијата Блатнер и Маргаритов (2010) ги добиваат 300 правила кои ги следат каматните одлуки на ЕЦБ врз основа на големиот број комбинации кои ги отсликуваат степенот на неизвесност и опсегот на сигналите достапни на креаторите на политиката. Ако се земе „поглед на сè“ стратегијата и доволен број на правила и комбинации на политиките кои се студираат, веројатно може да се најде комбинација и збир на правила да одговара на стратегијата. Според тоа која било анализа поврзана со Тејлорово правило не е оптимална.

Тешко е да се отфрли критиката на разните резултати добиени од емпириските студии на ЕЦБ. Некои ја користат Бундесбанката да дојдат до раните резултати, некои користат анализа според Тејлоровото правило која гледа наназад, некои користат реални податоци (блиски до податоците кои биле на располагање на ЕЦБ во реално време) и другите користат формули кои се базирани на прогнози и гледаат нанапред, како и екс-пост податоци. Мешавината од методи и студии е, во еден опис, зачудувачки. Можеме, меѓутоа, да образложиме неколку заклучоци што се заеднички заклучоци потврдени од повеќето студии:

- ЕЦБ посветува внимание на инфлацијата, ХИПЦ, основната инфлација или проектираната инфлација. Разликите помеѓу овие инфлациски очекувања и нивниот долгорочен просек се цврсто приспособени. Поголемите коефициенти на инфлациските варијабли, поголеми и од правилата кои гледаат нанапред, се индикативни на важноста на таквите правила (Табела 7). Треба да запаметиме дека за време на периодот на студијата инфлацијата беше релативно ниска и дека во просек беше блиску до таргетот од 2%.
- Податоците за ЕЦБ за време на раниот период не содржат доволно информации за студиите базирани на Тејлоровото правило да постигнат попрецизни резултати. Тоа е поради неизвесноста на податоците, во прецизноста и во временоста на податоците, но исто така и поради бројот на направени набљудувања. Ова е исто така најверојатната причина зошто толку многу од претходните истражувања ти користеа информациите или методологијата од периодот на Бундесбанката да ги проценат податоците за ЕЦБ.

- Генерално, ЕЦБ не реагираше на растот на краткорочните монетарни агрегати. Меѓутоа ЕЦБ, најверојатно, го следеше монетарниот столб за својата политика штом растот на М3 кон крајот на 2005 година беше перципиран дека индицира идни инфлациски притисоци.
- ЕЦБ реагираше на вистинските економски движења. Скоро сите истражувања наоѓаат барем благ позитивен коефициент поврзан со промените во реалните податоци. Ова најверојатно го покажува бизнис циклусот како ориентација. Дадено дека некои студии наоѓаат поцврста корелација помеѓу реакциите на ЕЦБ и националниот производ, отколку инфлацијата, можеме да заклучиме дека инфлацијата беше помала грижа отколку вистинската економија голем дел од периодот помеѓу 1999 и 2008 година.

Спроведувањето на монетарната политика на Еврозоната

Спроведувањето (имплементацијата) на монетарната политика од страна на ЕЦБ, како и другите теми поврзани со монетарната политика на Еврозоната, е објаснето во детали од самата ЕЦБ низ нејзиното истражување и објавувањето на нејзината политика. Оперативните принципи, рамката, процесот и реалното водење на монетарната политика можат да се најдат во ЕЦБ (2004, 2006 и 2011) и во Шелер (2006). Главни извори, освен овие, во оваа точка се: Мана (2000), Бофингер (2001) и Биндсеил (2004). Овие извори содржат значајно многу информации, анализи и истражување и се доволни за прецизен увид во рамката на ЕЦБ.

Притоа, оваа точка е поделена во три дела: принципите за имплементација, инструментите користени од ЕЦБ и заклучоци кои содржат повеќе анализа во спроведувањето на монетарната политика. Еврозоната е голема валутна зона во која монетарната политика е базирана на внатрешни индикатори и економски услови. Девизниот курс сепак има улога во спроведувањето на монетарната политика во еврозоната. Затоа, потточката содржи краток опис на ЕЦБ операциите на девизниот пазар во дискусијата за инструментите на монетарната политика.

Принципи на спроведување на монетарната политика

Оперативната рамка на евросистемот се базира на принципите кои се наоѓаат во договорот на ЕУ. Специфично, тие се изложени во членот 105 од договорот што наведува: Евросистемот „треба да се раководи според принципите на отворена пазарна економија со слободна конкуренција, и претпочитувајќи ефикасна алокација на ресурсите“. ЕЦБ е исто така водена од неколку други водечки принципи меѓу кои принципот на ефикасност во оперирањето зазема приоритетно место. Оперативната ефикасност е „капацитет на оперативната рамка да дозволи одлуките во монетарната политика да се пренесуваат што попрецизно и побрзо до краткорочните стапки во пазарот за пари” (ЕЦБ, 2004, стр. 72).

Други оперативни спроведувачки принципи вклучуваат еднаков третман на финансиските институции и хармонизација на правилата и процедурите низ целата Еврозона. Еден од принципите кој е специфичен за Евросистемот е децентрализацијата на спроведувањето на монетарната политика. Овој принцип значи дека операциите на монетарната политика на евросистемот се нормално спроведени преку НЦБ и координирани од ЕЦБ. Операциите и трансакциите се изведени од НЦБ (ЕЦБ, 2004, стр. 72).

Кон овие принципи ЕЦБ придонесува едноставност, транспарентност, континуитет, безбедност и ефикасност во трошоците. Едноставноста и транспарентноста даваат сигурност дека намерите кои стојат зад операциите во монетарната политика се разбрани точно. Принципот на континуитет се стреми да ги избегне фреквентните големи проблеми во инструментите и процедурите така што централната банка и нејзините соработници во финансиските институции можат да се потпрат на своето искуство од учествувањето во монетарните операции. Принципот на безбедност бара финансиските и оперативните ризици во евросистемот да бидат сведени на минимум. Попрецизно, сите позајмувања на кредитните институции мора да инволвираат колатерално или дополнително обезбедување како што е наведено во членот 18 од статутот на ЕСЦБ. Ефикасно трошење на пари значи дека оперативните трошоци на евросистемот и на учесниците во операциите треба да се држат на ниско ниво.

Инструменти за спроведувањето

Овој дел од потточката ги опишува операциите на ЕЦБ во отворениот пазар и нејзините статични инструменти, политиката за девизниот курс и процесот на користење на овие инструменти во водењето каматните стапки и влијанието врз монетарните услови во еврозоната.

Операции на отворениот пазар

Операциите на отворениот пазар во евросистемот може да биде поделен во следните четири категории зависно од нивната цел, регуларност и процедурите кои се следат: (1) главна операција за рефинансирање; (2) рефинансирачка операција на подолг рок; (3) подесување и (4) структурни операции или интервенции (Шелер, 2006, стр. 87).

Главните рефинансирачки операции се најважните операции на отворениот пазар и претставуваат клучен монетарен инструмент во евросистемот. Тие го добавуваат најголемиот дел од ликвидност во банкарскиот систем и играат клучна улога во раководењето со каматните стапки со тоа што управуваат со ликвидната ситуација во пазарот и го сигнализираат ставот на монетарната политика. Главната рефинансирачка операција е водена на неделно ниво, а инструментите се со рок од две недели, исто како и Бундесбанката. Во 2004 година ова се промени со тоа што рокот се намали на една недела (Биндсеил, 2004, стр. 160). Операциите се изведуваат според стандардна аукција со предодреден распоред и изведен во период од 24 часа од објавувањето на аукцијата до комуницирањето на резултатите. Сите учесници кои го исполнуваат општиот критериум можат да учествуваат во овие операции. Во принцип, сите кредитни институции лоцирани во еврозоната се потенцијални учесници на евросистемот. Додатно на неделните главни рефинансирачки операции, Евросистемот исто така изведува месечни *операции за рефинансирање во подолг рок* со инструменти чии рокови се до три месеци (Шелер, 2006, стр. 88). Овие операции се цел да се обезбеди ликвидност на подолг рок во банкарскиот систем. Ова спречува ликвидност на пари во пазарот да мора да се рефинансира секоја недела. Како и главната рефинансирачка операција, рефинансирачките операции на подолг рок се изведени со стандардна аукција со децентрализиран систем и сите учесници кои го исполнуваат критериумите можат да учествуваат.

За да биде ефективно контролирањето на каматната стапка во пазарот за пари централната банка треба да го контролира количеството и стапката за рефинансирање, обезбедувајќи точна сума на ликвидност потребна во пазарот. Да го исполни овој услов каматната стапка за позајмување од друга банка не смее да биде повисока од очекуваната стапка според понудата и не смее да биде значајно пониска од истата. ЕЦБ го постигна ова *нормално ниво на разлики* дури по една епизода на значајно наддавање во првите две години во своите пазарни операции. Проблемот со наддавање се појавува кога банка или финансиска институција бара сума која е поголема од своите потреби за ликвидност со цел да им го позајми вишокот на ликвидност на пазарот. Ако очекувањата за растот на парите е повисок од очекувањата за пазарната каматна стапка, без очекувања стапката во пазарот за пари да се зголеми, тоа најверојатно значи дека ЕЦБ недоволно го снабдува банкарскиот систем со ликвидност (Бофингер, 2001, стр. 356). Да го промени тоа, на 28 јуни 2000 година ЕЦБ мораше да го промени својот аукциски систем и да го замени со неделна аукција со варијабилна стапка (види ја табелата 1). Биндсеил (2004, стр. 168) заклучува: „Очигледно, централните банки со задолжителни резерви и кога се употребува просечна вредност во банкарски систем со голема доза на колатерална безбедност се најподложни на наддавање“.

Затоа што аукциите со фиксна каматна стапка се најсоодветни инструменти за политика базирана на каматно таргетирање, а аукциите со варијабилна каматна стапка не се многу соодветни за оваа намена, кога ЕЦБ го смени системот на аукција со варијабилна каматна стапка практично го прифати приодот развиен од Бундесбанката. Проблемот со алокација (распоредување на ликвидноста според аукцијата) поврзана со варијабилната аукција беше решен со необјавување на сумата што се алоцира екс-анте. Наместо тоа, ЕЦБ чека сите понуди да бидат познати. Ова ѝ дозволува на централната банка да ја одреди таргетираната комбинацијата на каматната стапка и волуменот (Бофингер, 2001, стр. 355). Исто така дозволува централната банка да ја користи аукцијата за водење на каматната стапка во пазарот за пари. Може да се каже дека таквата варијабилна аукција станува аукција со фиксна каматна стапка во скриена форма.

ЕЦБ изведува два други вида операции во отворениот пазар познати како подесување и структурни операции. Подесување се операции кои можат да апсорбираат или да даваат ликвидност. Тие се поставени со цел да раководат со ситуацијата на ликвидност и да ги движат каматните стапки во пазарот за пари, попрецизно да ги ублажат ефектите од неочекувани флуктуации во ликвидноста на пазарот за пари врз

каматните стапки. Главна карактеристика или разлика од операциите за рефинансирање е провизорниот (ад хок) начин на операцијата, која е водена според дискреција на ЕЦБ. Процедурите за изведување на овие операции се познати како брзи аукции. Операциите вообичаено се изведени од страна на НЦБ (Шелер, 2006, стр. 88). Оперативната рамка исто така дава можност за водење структурни операции. Таквите операции се дизајнирани за да ја одредат позицијата на структурната ликвидност во Евросистемот во однос на банкарскиот систем, или количеството на ликвидност во пазарот на подолг рок. Тие можат да бидат изведени со користење на повратни трансакции, директни операции или со издавање на кредитни сертификати. До оваа точка Евросистемот немал потреба да спроведува операции да ја прилагоди позицијата на структурната ликвидност во банкарскиот систем.

Оперативните чекори во аукциските процедури на ЕЦБ се следните: (1) објавување од ЕЦБ, (2) објавување на аукцијата од НЦБ на нивните веб-страници, жичниот сервис и директно до учесниците во пазарот. Објавувањето е во 3:30 часот попладне предходниот ден (Т-1). Рокот за доставување на понуди е до 9:30 часот претпладне следниот ден (во вторник за краткорочните главни рефинансирачки операции и последната среда во секој месец за финансиските операции со подолг рок). Објавувањето на резултатите од аукцијата е во 11:30 часот истото утро, проследено со одлуката за распоредот на средствата од ЕЦБ. Последниот чекор е сертифицирањето на индивидуалните распоредени средства кои се резултат на трансакциите помеѓу учесниците и ЕЦБ. Процесот за брза аукција која се користи за другите оперативни инструменти во отворениот пазар е објавен и е реализиран во рок од 90 минути (ЕЦБ, 2006, стр. 23-26).

Стандардни стационарни инструменти и задолжителните резерви

Во случајот на ЕЦБ стандардните статички инструменти го вклучуваат инструментот за маргинални позајмувања (преку ноќ) и депозитниот инструмент. Според ЕЦБ (2004, 2006 и 2011) маргиналниот позајмувачки инструмент обезбедува краткорочни (еднонoќни) позајмици базирани на безбедни колатерални средства од позајмувачот со предодредена каматна стапка. Каматната стапка на овие позајмици е обично значајно повисока од соодветната пазарна каматна стапка. Како резултат кредитните институции го користат овој инструмент за обезбедување на финансии само како крајна мерка. Затоа што приодот на маргиналниот позајмувачки инструмент е

ограничен само со сумата на достапни колатералните средства, каматната стапка на инструментот служи како најгорна граница за прекуноќната стапка во пазарот за пари. Колатералните средства користени за овој инструмент на ЕЦБ се поделени во средства според ниво 1 и ниво 2. Ниво 1 средствата се долговни инструменти и мора да постигнат високи кредитни стандарди и да бидат лоцирани во еврозоната како и да бидат деноминирани во евра. Ниво 2 средствата се долговни обврски или хартии од вредност издадени согласно ентитетите кои се сметаат за финансиски стабилни од НЦБ и мора да бидат достапни од тие централни банки. Разликата помеѓу првото и второто ниво се важечки само за купопродажните операции на ЕЦБ во отворениот пазар, во кој можат да се користат само средствата од првото ниво (Бофингер, 2001, стр. 351).

Депозитниот инструмент, според истиот извор, дозволува банките да ги депозитираат своите средства преку ноќ кај централната банка и да добијат предодредена каматна стапка. Каматите за депозитите во овој инструмент се обично значајно помали од соодветните пазарни стапки. Затоа учесниците го користат прекуноќниот депозит на Евросистемот само ако не можат да најдат начин да ги користат средствата на било кој друг начин. Како што маргиналниот позајмувачки инструмент претставува најгорна граница за спектрумот на каматни стапки депозитниот инструмент обично преставува најдолна граница во однос на прекуноќната каматна стапка во пазарот за пари. Поттикот за банките да ги користат овие статични загарантирани инструменти е намалено со оглед на каматните стапки во тие инструменти. Тоа е и причината што користењето на овие инструменти е ограничено.

Оперативната рамка е дополнета со систем на минимални резерви што се чуваат од кредитните институции кај НЦБ. Клучните функции на системот на минималните резерви се да помогне со стабилизирање на каматните стапки во пазарот за пари и да го зголеми недостатокот на ликвидност во банкарскиот систем, зголемувајќи ја побарувачката за рефинансирање со помош на централната банка (Мана ет ал., 2000, стр. 24).

Во еврозоната сите кредитни институции се опфатени со барањето за минимални резерви во однос на своите депозити, долговни хартии од вредност (со рокови до две години) и хартии од вредност во пазарот за пари. За овие средства постои резервен коефициент кој изнесува 2%. Сите договорни депозити и долговни хартии од вредност со рок на траење и објава преку две години, имаат коефициент од 0% дури и ако се дел од базата на резерви на кредитните институции (Бофингер, 2001, стр. 352). Периодот за одржување на резервите почува на 24-тиот календарски ден на секој месец и трае еден

месец, завршувајќи на 23-ти следниот месец. Ова полно забавено барање во врска со резервите е потполно каматно нееластично. Користењето на просек во пресметувањето на барањето за резерви исто така значи дека ако банката има премногу или премалку ликвидни средства нема непосредна потреба да се задолжи или да ги позајми парите во пазарот за пари. Ова е посебно важно за време на првиот дел на периодот за одржување. За време на крајот на овој период, секоја банка треба да ги намести своите резерви за да ги оствари барањата за резерви и да избегне позајмување со плаќање на маргиналнтата позајмувачка каматна стапка (Бофингер, 2001, стр. 353). Како што може да се очекува, последните денови на периодот на одржување се карактеризираат со висока нестабилност во прекуноќната каматна стапка. Прекуноќната каматна стапка постанува барометар за нивото на ликвидност. Ако вредноста падне под нивото на договорните (репо) каматни стапки, постои премногу ликвидност како резултат на користењето на главниот рефинансирачки инструмент. Ако го надмине нивото на репо каматните стапки, општото ниво на ликвидност било прениско.

Разликите и нестабилноста на прекуноќната каматна стапка во пазарот за пари е од посебно значење за ЕЦБ затоа што централната банка треба да ги предвиди потребите за агрегатната ликвидност на банкарскиот систем многу прецизно. Ова станува уште поважно во вториот дел на периодот на одржување. Понатаму, ова е исто така понагласено затоа што ЕЦБ не го ренумерира вишокот на резерви. Наместо тоа, ЕЦБ ги ренумерира минималните резерви со помош на просечната стапка на главната финансиска оператива. Просекот се калкулира како тежишен просек според бројот на календарски денови. Банките, во вториот дел од периодот на одржување на резервите се обидуваат да ги задржат нивните залихи на резерви многу блиску до барањата и бараат фондови по сè понестабилните пазарни каматни стапки (Бофингер, 2001, стр. 353-354).

Девизната политика на Еврозоната

Правилата за девизниот курс на еврото се изложени во институционалната рамка на еврозоната. Како најважен вид операција во девизниот пазар Евросистемот интервенира во девизниот пазар. Интервентните операции се изведуваат ексклузивно со резервите на странски валути во сопственост на ЕЦБ. Тие можат да се изведуваат во валути на земјите надвор од ЕУ, примери се американскиот долар или јапонскиот јен во согласност со политиката на девизниот курс на еврозоната. Тие исто така можат да се изведат во рамката на механизмот на девизни курсеви, познат како ERM 2 (Шелер, 2006,

стр. 91). ЕЦБ и НЦБ се одржуваат и раководат со странски девизни резерви: ЕЦБ поседува и раководи со странските девизи кои се префрлени на сметка на ЕЦБ за потребите опишани во статутот на ЕСЦБ; оние девизни резерви што остануваат во НЦБ се чувани и раководени од нив (Шелер, 2006, Стр. 94). Ориентацијата на девизната политика доаѓа директно од Советот на Европската заедница. Договорот наведува дека во отсуство на девизен систем, Европскиот совет, во улога на квалификацираното мнозинство, може да формулира општа ориентација за девизната политика (член 111-2). Понатаму, какви било институционални мерки мора да ја почитуваат основната цел на одржување на ценовна стабилност и може да биде иницирана само според Советот на ЕУ или Европската комисија, по консултации со ЕЦБ. Советот на ЕУ нема специфицирана директива или ориентација каква е девизната политика на еврозоната. Следната изјава можеби претставува почетна ориентација во оваа насока за Евросистемот:

> „На состанокот во Луксембург на 13 декември 1997 година, Советот на Европа нагласи дека девизниот курс на еврото треба да биде сфатен како производ на економските движења и економските политики, наместо независна цел. Во оваа смисла, се изјавува дека општата ориентација за политиката на девизниот курс за еврозоната би се донела под исклучителни околности; на пример во случај на очигледна неусогласеност. Таквата ориентација треба секогаш да ја почитува независноста на ЕСЦБ и да биде во согласност со основната цел на ЕСЦБ да одржува ценовна стабилност“ (Селер, 2006, стр. 91-92).

Значајна интервенција од ЕЦБ се случи во ноември 2000 година. По продолжено опаѓање на крајот на 1998 година, курсот на еврото се оддалечи од опсегот на фундаменталните податоци за еврозоната и постоеше ризик да се предизвика значајна неусогласеност. Ова се вклопуваше со дефиницијата на негативно влијание врз ценовната стабилност на еврозоната. Со тоа, на 22 септември 2000 година, ЕЦБ, заедно со монетарните власти во САД, Јапонија, Обединетото Кралство и Канада, иницираа заедничка интервенција во девизниот пазар; ЕЦБ интервенираше повторно во почетокот на ноември 2000 година (Шелер, 2006, стр. 92).

Некои заклучоци за спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ

Описот на оперативната рамка на еврозоната е содржана како одговор на три прашања: (1) како се дефинирани границите на коридорот на каматните стапки, (2) која е главната оперативна стапка во пазарот за пари и (3) како централната банка ги движи каматните стапки во рамките на коридорот (Мана ет ал. 2000, стр. 22). До сега беа опишани инструментите кои ги имаше ЕЦБ и како тие се користат во нејзините вообичаени операции во отворениот пазар. Овде ја опишуваме методологијата на нејзината политика и последиците за општиот успех на ЕЦБ како централна банка.

Според Бофингер (2001, стр. 357), „Се чини дека ЕЦБ има вграден добро избалансиран арсенал на инструменти на располагање". Оперативната рамка исто така ѝ дава на ЕЦБ значајна флексибилност во изборот на инструменти и таргети (Мана ет ал. 2000, стр. 27). Постојат голем број инструменти на располагање на ЕЦБ, што значи ЕЦБ може во кое било време да раководи со оперативните таргети кои ги смета за неопходни за постигнување на крајната цел, ценовната стабилност. Споредено со минималистичкиот приод кон таргетирањето на каматните стапки овој приод има некои негативности. Меѓу нив е дека приодот не е многу транспарентен и дека има премногу неискористени или непотребни инструменти. Инструментот на минималните резерви, на пример, не е потребен за контрола врз едномесечната или тримесечната пазарна стапка во пазарот за пари (Бофингер, 2001, стр. 358).

Општо земено, спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ низ пазарот за пари може да се дефинира како „таргетирање на каматните стапки, во кое стапката за еден месец или три месеци очигледно игра доминантна улога" (Бофингер, 2001, стр. 350). Операциите на отворениот пазар на ЕЦБ се водени преку репо-операциите како главен инструмент за движење на условите во пазарот за пари. Ова е затоа што ЕЦБ намерно нема експлицитен пазарен таргет и се раководи преку систем кој е познат како модел на „пазарна стапка" (Мана ет ал., 2000, стр. 27). Исто така уникатно за ЕЦБ, доволните барања за резерви дозволуваат помала фреквенција на пазарните операции, еднаш неделно наспроти тие на Банката на Англија која се одвива неколку пати дневно и во ФРС на САД каде што се одвива еднаш дневно.

Листата на прифатлив колатерален влог за репо-операциите, за која централните банки освојуваат значајни средства, се смета за клучна проблематика во спроведувањето на монетарната политика. Генерално, централните банки имаат цел да постои широка листа на колатерален влог за да се спречи недостигот на тој влог што би се мешало во

спроведувањето на монетарната политика (Биндсеил, 2004, стр. 178). ФРС прифати приод со дефинирање одвоени пазарни операции за различни врсти на колатерален влог. Евросистемот не дискриминира помеѓу различни вида колатерален влог. Бројот на учесниците во Евросистемот е исто така поголем од другите индустриски земји.

Како одговор на трите прашања за спроведувачката рамка можеме да заклучиме дека: (1) во случајот на Евросистемот границите на каматните стапки во коридорот се дефинирани со стапките применети во маргиналните позајмувачки и депозитниот инструмент, (2) ЕЦБ ја користи клучната рефинансирачка каматна стапка користејќи аукција со фиксна стапка (или модифицирана варијабилна стапка) како клучна пазарна стапка и (3) ЕЦБ ги движи каматните стапки со комбинација на моделот на пазарната каматна стапка, каде што централната банка не презема таква одговорност, но ги комуницира своите преференции со тоа што ѝ придава значење на пазарната стапка која ја применува во својата операција во отворениот пазар; и со приодот таканаречен „моделот на отворена уста“, каде што централната банка не нуди било каква строга индикација за своите преферирани каматни стапки (Мана ет ал., 2000, стр. 13).

ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ЕВРОЗОНАТА

ЕЦБ беше помогната во постигнувањето на својата монетарна цел од страна на акумулираното знаење на другите централни банки. Новата централна банка е опишана како наследник на кредибилитетот на Бундесбанката чија улога се промени и таа стана една од НЦБ во Евросистемот. Исто така беше полезно што макроекономската стабилност веќе беше постигната во Европа пред формалниот почеток на еврото. Националните инфлациски стапки, на пример, беа веќе екстремно ниски во 1997 години. Асоцијацијата со Бундесбанката, меѓутоа, беше кратка затоа што реалностите на Евросистемот бараа поинаков вид приод на монетарната политика.

Во смисла на општиот успех на ЕЦБ во постигнувањето на нејзините цели можеме да заклучиме дека новоформираната централна банка работеше како што беше очекувано од страна на основачките авторитети. Ова не е мало постигнување кога се знае дека сите цели, стратегии и методологијата беа составени според договор што постоеше само неколку години пред да биде применет. Според Корсети и Песенти (1999,

стр. 3), во смисла на влијание во процесот на интеграција на финансискиот пазар и способноста на институциите да се справат со цикличните предизвици, на почетокот, ЕМУ и ЕЦБ работеа над очекувањата. Но дури и тогаш тие препознаа дека продолжувањето на европските разлики се предизвик за рамката на монетарната политика и нејзината можност да гарантира економска стабилност. Ова ќе се материјализира дури во 2008 година.

Во смисла на монетарна стратегија, без разлика на официјалниот „поглед на сè“ приод и нејзината сопствена реторика, приодот на ЕЦБ е најблизок на инфлациското таргетирање. Инфлациското таргетирање, во суштина е начин да се организира монетарната политика со цел националниот производ да се зачува во близина на таргетот. Како такво, инфлациското таргетирање може лесно да се засени од други цели и, како во случајот на ЕЦБ, да не биде многу очигледно. Затоа што производот е тежок за мерење, под инфлациското таргетирање промената на инфлацијата е доволен индикатор за одлучување кога каматните стапки треба да се променат. Многу анализи често не успеваат да ја дефинираат точната стратегија најмногу поради тоа што инфлациското таргетирање на ЕЦБ не е транспарентно.

Изворите користени од ЕЦБ и емпириските докази најдени во реакциските функции на ЕЦБ покажуваат строго преферирање на долгорочната ценовна стабилност. Во оваа смисла, ЕЦБ ја постигна својата крајна цел на ниска и стабилна инфлација, индикативно на ценовна стабилност. Билтенот на постигнувањето на другите цели во монетарната политика е мешан и зависи од временскиот период за кој станува збор. Првите неколку години беа бавни во постигнување на овие цели. Периодот под раководството на Трише е познат како период на стабилизација, што може да се протолкува како стабилизација во сите аспекти на макроекономската стабилизација.

Оваа стабилизација, меѓутоа, изгледа како да ја предизвикува ориентацијата на ЕЦБ кон инфлациско таргетирање. Специфично, во периодот помеѓу 2003 и 2005 година Управниот совет на ЕЦБ одлучи да го задржи ниското ниво на каматни стапки во интерес на промовирање на посилен економски раст во еврозоната. За да ја убеди јавноста дека монетарната политика беше во добра насока беше потребно јавноста да се убеди дека ценовната стабилност во среден рок не е во опасност, и дека во случај на непосакувано покачување на номиналната инфлација, јавноста да биде сигурна дека тоа е само привремен феномен. Управниот совет очигледно го следеше ова размислување (Њуман, 2008, стр. 19).

Многу од влијателните извори спомнати во оваа точка бараат ЕЦБ да ја напушти стратегијата базирана на два столба и да употребат едноставно инфлациско таргетно правило. Ова, според горните заклучоци, не би значело целосно менување на стратегијата, само потврдување на практичното водење на монетарната политика која веќе се презема. Сепак, постојат додатни бенефиции на подобро дефинираната рамка или режим. Постојат други добри причини за напуштањето на двата столба како приод освен транспарентноста. Можеме да ја наведеме непостојаноста како и многуте теоретски и практични проблеми со монетарниот столб. Тешко е да се види зошто стапката на раст на М3 би имала посебна улога која е поголема од таа што им следи на многу други индикатори (Алесина ет ал., 2001, стр. 13).

Главните поуки од водењето на монетарната политика од ЕЦБ помеѓу 1999 и 2008 година според истражувањето и доказите изложени во оваа точка можат да се сумираат:

- Институционалната рамка на централната банка може ефективно да ја ограничи или да ја нагласи улогата која ја има во разни аспекти на монетарната политика. ЕЦБ има целна и инструментска независност, но нема самостојна контрола над финансиската контрола или политиката за девизниот курс. Ако финансиската криза во 2008 година беше производ на проблеми во финансискиот сектор, ЕЦБ може само да биде со ограничена одговорност за кризата со тоа што генерално ја помагала економската експанзија.

- ЕЦБ ја постигна својата главна цел на ценовна стабилност дури и покрај слабата транспарентност и комуникација и недостигот на чиста рамка за монетарната политика. Недостатоците на ЕЦБ во овие области можеби беа компензирани со добро одржуваната перцепција за кредибилност и ниските инфлациски очекувања. Дури и во периодот помеѓу 2003 и 2005 година, кога економските индикатори покажуваат значаен ризик од инфлацијата, комуникацијата во месечниот билтен на ЕЦБ во овој приод ја убедуваше јавноста дека монетарната политика помага за економското заздравување и дека изгледот за ценовна стабилност во среден рок е позитивна (Њуман, 2008, стр. 17-18).

- Стратегијата на монетарната политика на ЕЦБ беше базирана на приод со два столба. Во редослед на важност, од 2003 година, економската анализа се користи како главен извор на информации за одлуките на Управниот совет во монетарната политика, а монетарниот столб е користен како контролна информација за економските услови. Широкиот монетарен агрегат М3 во овие анализи е само референтен индикатор.

- Стратегијата на двата столба е често опишана како „поглед на сè“ стратегија и не се совпаѓа идеално со режимите на инфлациско или монетарно таргетирање. Терминот „ограничена дискреција“ важи еднакво за стратегијата на ЕЦБ, кој го донесува описот поблиску до инфлациското таргетирање отколку монетарното таргетирање.

- Многуте емпириски анализи кои се користат со моделите базирани на Тејлоровото правило покажуваат дека ЕЦБ се раководи според инфлацијата и цикличните економски услови. Нагласокот, според тоа, зависи од проценката на ризикот за ценовната стабилност во среден рок. Според тоа, ЕЦБ, како и САД и Обединетото Кралство има хиерархиски мандат. Хипотезата не беше потполно тестирана затоа што периодот помеѓу 1999 и 2008 година беше период на ниска и стабилна инфлација.

- Спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ со контролирање на пазарот за пари и низ користењето на репо-операции може очигледно да се дефинира како таргетирање на каматните стапки, во кое стапката за еден или три месеци игра доминантна улога.

- ЕЦБ намерно нема експлицитен таргет за каматната стапка во пазарот за пари и може да се опише како операција според моделот на „пазарна каматна стапка“ (Мана ет ал., 2000, стр. 27). Исто така уникатно за ЕЦБ, високото барање за резервите ѝ дозволува помалку фреквентна пазарна оперативна, еднаш неделно наместо неколку дневни операции на Банката на Англија и секојдневната оперативна тактика на ФРС во САД. Исто така можеме да заклучиме дека спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ е базирана на обилна ликвидност.

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЈАПОНИЈА

ВОВЕД

Монетарната политика на Јапонија е контролирана од страна на Банката на Јапонија (БЈ), но исто така, во поголем дел од периодот по завршувањето на Бретон Вудс договорот, од страна на владата на Јапонија. До 1998 година, БЈ имаше само делумна независност во нејзината политика, т.е. сè уште беше подложна на волјата на јапонската влада. Од 1998 година, БЈ доби значајна независност во спроведувањето на монетарната политика. Односот помеѓу централната банка и владата на Јапонија, сепак, останува обвиткан со неформални и врски карактеристични за културата кои одат подлабоко отколку што е опфатено во официјалната рамка.

Некои од главните карактеристики на јапонската монетарна политика вклучуваат нагласен фокус на ценовната стабилност, користењето на инструментите на монетарната политика специфично базирани на кредитниот канал на трансмисиониот механизам и имплицитната природа на стратегијата на монетарната политика. Со текот на времето, монетарната стратегија на БЈ се промени од слабо монетарно таргетирање и имплицитно инфлациско таргетирање до серија на неконвенционални монетарни политики без да се присвојат монетарно или инфлациско таргетирање како генерални рамки. Ефектот на овие политики беа зголемената флексибилност, но исто така, значајна загуба на јасност во комуникациите кои доаѓаат од БЈ.

Јапонија, и покрај тоа што имаше слична зависност од меѓународна трговска размена, како и Обединетото Кралство не користеше стратегија базирана на девизниот курс. Кога валутата беше сметана како бариера за економското заздравување многу економисти го критикуваа недостигот на поактивна девизна политика од страна на БЈ. Ситуацијата на долготрајна рецесија и дефлација во Јапонија во тоа време, од друга страна, би ја направила таквата девизна политика многу повеќе комплицирана отколку во случајот на Обединетото Кралство.

Општиот успех на монетарната политика на БЈ е нешто намален поради неуспехот на активната монетарна политика на БЈ да ја извади економијата од рецесија. Повнимателна анализа на големата рецесија води кон важно прашање за макроекономската политика. Дали може рецесија која е предизвикана од недостаток на позајмувачи да биде решена со монетарна политика? Тогаш БЈ беше претежно сама во

својата проценка дека постојат ограничувања на она што централната банка може да го стори да ѝ помогне на економијата. Од разни причини оваа констатација не беше јавно изјавена.

ИНСТИТУЦИОНАЛНАТА РАМКА НА БАНКАТА НА ЈАПОНИЈА

Оваа точка го следи примерот утврден во испитувањето на институционалната рамка на другите индустриски земји. Вклучува опис на БЈ, нејзината главна цел, ценовната стабилност и, исто така, утврдената рамка да обезбеди транспарентност и одговорност. Како и централните банки на другите индустриски земји, БЈ стана независна од владата и одлучуваше сама за стратегијата на својата монетарна политика и спроведувањето на таа политика.

Банката на Јапонија

Банката на Јапонија беше основана со Законот за банка на Јапонија (објавен во јуни 1882 година) и почна да работи на 10 октомври 1882 година како национална централна банка. Банката беше реорганизирана на 1 мај 1942 година во согласност со Законот за банка на Јапонија од февруари 1942 година. Законот од 1942 година строго ја отсликуваше воената ситуација. Како пример, членот 1 од Законот ги одредува целите на банката како „Регулирање на валутата, контрола и овозможување на кредити и финансии, одржување и овозможување на кредитниот систем, согласно со националната политика, со цел општите економски активности на нацијата да можат доволно да се подобрат“. Законот од 1942 година беше изменет неколку пати по Втората светска војна. Тие амандмани го вклучуваат формирањето во јуни 1949 година на бордот за монетарна политика (МПБ) како највисокото тело за донесување одлуки при банката. Законот од 1942 година беше комплетно ревидиран во јуни 1997 година според двата принципа на „независност“ и „транспарентност“. Значајно изменет закон стапи на сила на 1 април 1998 година.

Оттогаш МПБ ја задржа својата важност како највисоко одлучувачко тело при БЈ. МПБ одлучува за насоката на валутата и монетарната контрола, ги поставува основните принципи за изведувањето на операциите на БЈ и го надгледува

извршувањето на задачите на вработените на банката, освен ревизорот и членовите на Советот.

Ценовна стабилност како цел

Главната цел на монетарната политика на БЈ е да постигне ценовна стабилност. Законот од 1998 година одредува дека: „Монетарната политика на банката треба да биде усмерена за постигнување ценовна стабилност, така што ќе придонесе за цврст развој на националната економија“. Базирано на ова, во јануари 2013 година банката го одреди таргетот за ценовната стабилност како 2% во однос на годишна стапка на промена на потрошувачкиот индекс (КПИ) и се обврза да го постигне овој таргет што е можно поскоро.

Другите функции на БЈ се стандардните функции на издавање и управување со банкнотите и контролирањето на банкарскиот систем. Втората група на цели може да се протолкува како обврска за финансискиот систем. Точните зборови во Законот за банка на Јапонија од 1998 година одредува дека: „Валутата и монетарната контрола треба да бидат насочени, низ проследување на ценовната стабилност, кон придонес за цврст развој на националната економија“ (Фуџики, 2004, стр. 47).

Експлицитниот карактер на сегашната цел за ценовна стабилност не беше одреден пред 2013 година. Според тоа, и поради временскиот период на истражувањето, оваа точка ја испитува целта на ценовната стабилност на БЈ како што постоеше пред 2008 година. Дефиниција на ценовната стабилност во јапонскиот контекст пред 2008 година може да се преземе од извештајот од страна на БЈ од 2000 година што заклучува:

> „Ценовната стабилност е опишана како ситуација која не е ни инфлациска ни дефлациска. Тешко е да се постави специфична нумеричка вредност во дефиницијата на ценовната стабилност, и дури и ако некои нумерички вредности се објавени, тие не би служеле како доверливи одредници во спроведувањето на монетарната политика, и практиката, најверојатно, не би придонела за зголемувањето на транспарентноста и спроведувањето на монетарната политика “ (БЈ, 2000).

Иако други централни банки ја дефинираат ценовната стабилност на сличен начин, тие често одредуваат нумеричка вредност за ценовната стабилност без големи

потешкотии. Според монетарната теорија најчесто употребувано нумеричко ниво за ценовната стабилност е поврзана со инфлацијата која е позитивна (не нула), но најчесто околу 2%. Јапонската дефиниција и принцип поврзан со ценовната стабилност пред 2013 година е најблиска до таа од САД за време на периодот под Гринспен (Гринспен, 1988, стр. 14).

Друг проблематичен аспект на дефиницијата на ценовна стабилност на БЈ е во терминот „ни инфлациска ни дефлациска“. Ова подразбира дека дефиницијата на ценовната стабилност може да се спои и со нула инфлација. Повторно не е јасно дали БЈ имаше волја да прифати некаква инфлациска склоност кон било која инфлација. Нејасноста околу дефиницијата на ценовната стабилност ќе одигра важна улога во дебатата во врска со прифаќање на инфлациското таргетирање како стратегија на монетарната политика на Јапонија во 1990-те и 2000-те години. Имено, БЈ беше против користењето на инфлациското таргетирање како општа рамка за својата стратегија. Иако ценовната стабилност беше главната цел на БЈ, таа беше исто така до скоро со неодредена дефиниција во однос на генералната монетарна стратегија.

Независност и јавната одговорност на Банката на Јапонија

Законот од 1942 година ѝ даде на Владата на Јапонија значајна контрола над централната банка така што БЈ беше ставена под скоро потполн надзор од страна на Министерството за финансии (МФ). По Втората светска војна, законот беше изменет да се оформи МПБ. Амандманот, додека го одземаше поголемиот дел од контролата од владата не ја промени реалната ситуација. МПБ, одлучувачкото тело, општо служеше само како тело за потпишување на одлуките направени од страна на вработените на БЈ и МФ (Фуџики, 2004, стр. 53). Овој недостаток на независност беше сметан за еден од можните причини за слабиот успех на монетарната политика во 1990-те години. Новиот закон за БЈ, објавен на 1 април 1998 година, го зголеми членството на МПБ од седум на девет и ги отстрани ингеренциите за сменување на гувернерот на БЈ (Фуџики, 2004, стр. 54). Општо гледано, новиот закон ѝ даде зголемена автономија и моќ на БЈ кои се во согласност со модерна независна централна банка со тоа што ѝ обезбеди политичка независност и независност во изборот на монетарни инструменти.

Формално, според законот од 1998 година, „автономијата на БЈ во врска со валутата и монетарната контрола треба да бидат почитувани“. Законот, меѓутоа, исто

така го опишува односот со владата со следните одредници: „Со респект на фактот дека валутатата и монетарната контрола се компоненти на целокупната економска политика, Банката на Јапонија треба секогаш да одржува близок контакт со владата и да разменува гледишта во доволна мерка, така што валутата и монетарната контрола и основниот став на владината економска политика треба да биде меѓусебно хармонична“ (БЈ Закон 1998, дел 1, член 4, во Фуџики, 2004, стр. 56-72).

Иако прилично подобрена, независноста на БЈ, дури и со новиот закон од 1998 година е помала, мерено со објективни критериуми споредено со САД или Германија, но понезависна од Обединетото Кралство, Италија или Франција пред ЕЦБ (види во Цукиерман, Веб и Нејапти, 1992). Вистинска независност, ослободеност од влијанието на владата, останува како предмет на тековна субјективна дебата и интерпретација.

Банката на Јапонија главно се придржува на нормата во сите индустриски земји монетарната политика да биде спроведена од страна на централна банка која е неутрална и независна од владата и која ја има неопходната стручност. Ова е очигледно со оглед на додатните активности на ЈБ да ја зголеми својата транспарентност и одговорност. Како пример, БЈ наведува:

> „Монетарната политика има значајно влијание врз секојдневниот живот на јавноста, и како таква банката треба да се залага да ѝ ја разјасни на јавноста содржината на своите одлуки исто како и процесот на одлучување во монетарната политика. Според тоа, банката веднаш ги соопштува одлуките од монетарната политика, како што се одредниците за своите активности во монетарниот пазар и своите гледишта на економските и финансиските движења по секој состанок споен со монетарната политика“ (БЈ официјална веб-страница).

Дополнително, претседателот на управниот борд (гувернерот на БЈ) одржува регуларни прес-конференции да ги објасни деталите на одлуките во монетарната политика. Банката исто така ги објавува записниците од состаноците и ги објавува транскрипциите (деталните записници) десет години подоцна. Додатно, БЈ подготвува и поднесува *Полугодишен извештај за валутата и монетарната контрола до Диетот*, во јуни и декември секоја година и ги објаснува своите политики. Понатаму, кога тоа ќе биде побарано, гувернерот и другите извршни директори се појавуваат пред комитетите во двата дома на Диетот (јапонскиот парламент), Домот на претставниците и Домот на

советниците и одговараат на прашања поврзани со спроведувањето на банковната политика и оперативата (БЈ официјална веб-страница).

ЈАПОНСКАТА МОНЕТАРНА ИСТОРИЈА

Како и многу други индустриски земји, јапонската економија помина низ значајни промени и проблеми. Монетарната политика на БЈ помина значаен пат на трансформација. Наместо периодот во овој краток историски преглед според промените во стратегијата на монетарната политика, истото може да се опише декада по декада. Последната декада е споена со таа од 1990-тите години затоа што сочинува продолжување на монетарната политика од таа декада.

Јапонската економија и нафтената криза: од 1970-1980 година

Светската нафтена криза во 1973 година ја шокираше јапонската економија. Значајно зависна од увозот на нафта, Јапонија го доживеа својот прв пад на индустриското производство по Втората светска војна, придружен со сериозна инфлација (Графикон 2). Опоравувањето што следеше по првата нафтена криза го зголеми оптимизмот кај повеќе бизнис лидери, но одржувањето на индустрискиот раст во услови на високи енергетски трошоци бараше значајна структурна промена. Обично високата стапка на инфлација во Јапонија, дури и до 30% по првиот нафтен шок, помеѓу 1973 и 1974година, е често припишувана на неадекватната реакција на монетарната политика што според теоријата произлезе поради недоволната независност на БЈ (Ито и Мишкин, 2004, стр. 10). Резултатот на првиот нафтен шок во 1973година беше што Јапонија почна да посветува повеќе внимание на стапката на раст на монетарните агрегати. БЈ ја објави својата прва „прогноза“ за М2 (подоцна М2+ЦД кога ЦД беа воведени во 1979 година) на почетокот на секој квартал во 1978 година, од една година порано до актуелниот квартал (Бернанке и Мишкин, 1992, стр. 206). Промената во политиката кон поголемото „монетарно фокусирање“ беше исто така видливо кога БЈ го намали растот на М2+ЦД во 1979 и 1980 година како одговор на вториот нафтен шок.

Графиконот 2 ја покажува можната разлика поради политиката во нивото на инфлација во тоа време.

Иако трошоците поврзани со инвестирањето беа високи, голем број на енергетско интензивни индустрии успешно ја намалија зависноста од нафта во доцните 1970-те и 1980-тегодини и ја подобрија својата продуктивност. Напредокот во микроелектрониката и полуспроводници во 1970-те и 1980-те години доведоа до нови растечки индустрии во потрошувачката електроника и компјутери и до повисока продуктивност. Севкупниот резултат на овие прилагодувања беше зголемување на енергетската ефикасност на производството и експанзија на индустриите базирани на знаење и експанзија на сервисната индустрија во сè поголема пост-индустриска економија.

Економскиот раст во Јапонија во 1980-те години беше намален, постигнувајќи рати на раст од 4% до 6% пред повторно да се зголеми. Овие стапки на раст беа импресивни со оглед на енергетската зависност и слабата база на природни ресурси на Јапонија. Јапонската просечна стапка на раст од 5% во доцните 1980-ти е далеку повисока од стапката на растот на Соединетите држави од 3,8%. Понатаму, економијата доживеа експанзија без двоцифрената инфлација што беше проблем во другите индустриски земји (Ито и Мишкин, 2004, стр. 10).

Од економска експанзија до економскиот меур: од 1980 – 1990 година

По благиот економски пад во средината на 1980-те, јапонската економија влезе во период на експанзија во 1986 година која продолжи сè до рецесијата во 1992 година. Економскиот раст, во просек 5% помеѓу 1987 и 1989 година, ја раздвижи индустријата, вклучувајќи ја металната индустрија и градежништвото, кои беа релативно понеактивни во средината на 1980-те, и донесе рекордно ниво на плати и вработеност. Во 1992 година јапонскиот бруто национален доход се намали до 1,7%. Дури и индустриите, како што се автомобилската и електронската, кои имаа феноменален пораст во 1980-те, влегоа во период на рецесија во 1992 година.

Критична промена во јапонската економија во доцните 1980-ти беше пренасочувањето кон домашниот пазар. Економијата, за разлика од економската експанзија во 1960-те и 1970-те, беше поттикната од страна на домашната побарувачка.

Бумот кој почна во 1986 година беше направен со одлуките на компаниите да ги зголемат инвестициите во физичка инфраструктура и опрема и на потрошувачите да купуваат. Јапонскиот увоз порасна побрзо од извозот. Порастот на индустриите базирани на висока технологија во 1980-те години беше резултат на домашната побарувачка за висока технологија и потрошувачки добра, куќи и слично. За време на 1980-те, јапонската економија го промени правецот од примарни и секундарни активности (како агрикултура, мануфактурно производство и рударство) на процесирање, со телекомуникациите и компјутерите да станат позначајни за економијата.

Во 1980-те години, информациите станаа важен ресурс и продукт, клучен за богатство и моќ. Порастот на информативната економија беше воден од страна на значајно истражување во високо софистицирана технологија и компјутери (Хетсел, 1999, стр. 1). Токио стана значаен финансиски центар, база на некои од најзначајните банки, финансиски фирми, осигурителни компании и најголемата берза, Никеи. На највисоката точка во инвестицискиот бум, Никеи индексот го постигна највисокото ниво во својата историја на 29 ноември 1989 година, но тоа беше проследено со шпекулации и преземање ризик на берзата, што пак доведе до прекумерно вреднување на важни финансиски средства (графикон 11).

Економскиот меур, од 1986 до 1991 година, содржи рапидно забрзување на цените на берзанските акции, презагреани економски активности и неконтролирана понуда на пари и експанзија на кредити. Поспецификично, прекумерната увереност и шпекулација во берзанските акции беа поврзани со прекумерно акомодативна монетарна политика во тоа време (Окина, Ширакава и Ширатсука, 2001, стр. 396). Колапсот се случи во две фази. Прво, акомодирано од страна на петтото монетарно затегнување на БЈ до август 1990 година цените на акциите се спуштија до половина од нивната највисока вредност. Втората фаза беше паѓањето на цената на недвижностите и другите имотни средства кое почна кон крајот во 1991 година и колабира на почетокот на 1992 година. Потполниот колапс на меурот, меѓутоа, според многу наоди траеше повеќе од една декада.

Рецесијата и опоравување: од 1990 – 2008 година

Декадата што следеше по колапсот на пазарот и цената на реалните средства е позната во голем дел во литературата како јапонската изгубена декада или јапонската

голема рецесија. Некои од системските причини за дефлацијата во Јапонија вклучуваат пад на реалните средства, нерентабилни компании, нерентабилни банки и страв од нерентабилни банки. Хајаши и Прескот (2002, стр. 19) наоѓаат дека изгубената декада има премногу комплексни корени отколку проблеми во финансискиот сектор. Овде само заклучуваме дека целосниот неуспех на пазарот за реални средства придонесе кон севкупните економски услови во Јапонија што траеше до средината на 2000-те. Што е исто така од критична важност за монетарната политика, настрана од било каква улога на БЈ во создавањето и уривањето на меурот на реални средства во доцните 1980-ти години, е состојбата на низок економски раст и падот на економската благосостојба доведувајќи до значајна ценовна дефлација. Економските услови се влошија поради движењата во финансискиот сектор. Јапонските банки продолжија да издаваат кредити (сè до 1997 година) со рекордно ниски камати што, најверојатно, немаа да успеат да се вратат.

Дефлацијата во Јапонија почна на почетокот на 1990-те години, но одзеде години пред БЈ и јапонската влада да се обидат да ја елиминираат дефлацијата во економијата со редуцирање на каматните стапки. Тоа беше цела декада пред БЈ да употреби квантитативно олеснување како политика. Покрај тоа што каматните стапки беа блиску до нула во подолг временски период оваа стратегија не успеа. Кога ниските каматни стапки блиску до нула не успеаја да ја спречат дефлацијата, некои економисти, како Кругман (2002) зборуваа за намерно предизвикување (или барем создавање страв од) инфлација (Кругман, 2002, стр. 5). Дури кога БЈ ја укина својата нулта каматна политика, во јули 2006 година, Јапонија сè уште имаше најниски каматни стапки во развиениот свет.

Во 2008 година, глобалната економска рецесија значајно и наштети на економијата на Јапонија, чиј БДП опадна за 0,7% 2008 година, со значаен пад од 5,2% во 2009. Наспроти тоа, светскиот БДП порасна за 3,1% во 2008, следено со пад од 0,7% во 2009 година (Графикон 8).

МЕТОДОЛОГИЈА НА БАНКАТА НА ЈАПОНИЈА

Да ги опише различните периоди на економска експанзија, опаѓање и продолжена рецесија, потточката посветена на методологијата е поделена во дискусија за општата монетарна стратегија за време на целокупниот период, поткрепено со кратка дискусија базирана на реактивната функција на централната банка. Второ, точката содржи одвоен опис на јапонската голема рецесија во која можеме да ја процениме монетарната политика со оглед на параметрите и информативните индикатори. Конечно, точката ги испитува уникатните јапонски карактеристики во спроведувањето на својата монетарна политика.

Стратегијата на монетарната политика на Јапонската централна банка

Банката на Јапонија не е премногу експлицитна за својот концептуален приод кон монетарната политика. Дури кога ќе ја земеме предвид продолжената рецесија и дефлацијата се добива подобра слика на нејзината концептуална рамка. Процедурите и методите користени од страна на БЈ можат да бидат извор на несогласувања околу кои монетарна стратегија е доминантна во операцијата на централната банка. Клучот за неизвесноста може да се објасни со неколку опсервации за разликите помеѓу Јапонија и другите индустриски земји. Прво, ја бележиме темата дека постојат значајни разлики во процедурите и целите во споредба на другите индустриски земји (Чин и Дули, 1997, стр. 1).

Структурата на финансиските пазари и природата на трансмисиониот механизам се исто така спомнати како различни. Наместо да ги следи монетарните агрегати, БЈ ја користеше структурата на трансмисиониот механизам како алатка на монетарната политика. Овие механизми се манифестираат поради зголемената важност на кредитниот канал на трансмисиониот механизам во Јапонија (Чин и Дули, 1997, стр. 1).

Најрелевантно за прашањето на дискусијата монетарното наспроти инфлациското таргетирање е што постојат заклучоци врзани за релативната важност на монетарните агрегати и каматните стапки како алатка за монетарната политика на БЈ. Во тој поглед, Фридман Б. М. (1984) и Ито (1989) доаѓаат до различни заклучоци. Додека заклучоците од првата референца се базираат на процедурите, тие на Ито, и други, се

базирани на емпириски докази изведени од реакциските функции на БЈ. Кога емпириските тестови на монетарната политика на Јапонија имаат смисла, доказите, според многу студии во оваа точка, сугерираат поголем фокус на инфлацијата и исто така на прогнозата за подолг хоризонт. Истите студии покажуваат слаба или непостоечка реакција на монетарните агрегати (Чин и Дули, 1997, стр. 2).

Дали овие наоди значат дека БЈ не ги земаше предвид монетарните таргети во својата монетарна политика? Доказот во корист на инфлациско таргетирање е привлечен, но недоволно убедлив во однос на целокупниот период од 1972 година. Слично на другите индустриски земји, БЈ внимателно го следеше поширокиот монетарен агрегат М2+ЦД.[2] Овој агрегат беше избран од страна на БЈ затоа што емпириските истражувања посочуваат дека овој агрегат најдобро ги задоволува условите на посреден таргет (Бофингер, 2001, стр. 316). Деталите како оваа информација беше користена и колку беше важна во спроведувањето на монетарната политика, е предмет на дискусија, но само до периодот пред 1990 година. По 1990 година, БЈ официјално ја намалува улогата на монетарните таргети во својата рамка на монетарната политика. Наместо тоа, БЈ ги сметаше монетарните агрегати само како квантитативни монетарни индикатори (Миено, 2001, стр. 317).

Оваа точка ги анализира некои од клучните аспекти од стратегијата на БЈ, базирани на монетарни или инфлациски индикатори, кои останаа релевантни низ периодот од 1973 до 2008 година. Генерално, прифатено е дека ниската и стабилна инфлација беше клучна стратегиска ориентација на централната банка. БЈ, меѓутоа, се бореше со спречувањето на инфлацијата само во една значајна епизода во 1980-те. Во поголем дел од периодот БЈ се справуваше со ниска инфлација или дефлација.

Слабо монетарно таргетирање

Како елаборат на различните заклучоци за монетарната стратегија на БЈ, постојат барем некои текстови што ја поддржуваат монетарната ориентација на БЈ. Дури и тие референци генерално ги истакнуваат монетарните агрегати како индикатори во

2 М2+ЦД ги вклучува банкнотите и кованите пари во циркулација, временските депозити, како и сертификатите на депозит. Затоа овој агрегат може да се смета како поширок монетарен агрегат.

монетарната политика поради недостигот на чисто монетарно таргетирање во оперативните процедури на БЈ.

Фридман (1985, стр. 27) на пример ја подржува Банката на Јапонија за својата ‚многу помонетаристичка пракса'. Фридмановата проценка се должи на јапонскиот успех во намалување и стабилизирање на стапката на монетарниот раст на М2+ЦД по периодот на висока инфлација помеѓу 1973 и 1974 година. Понатаму, по 1978 година, БЈ почна да објавува монетарни прогнози за М2, кои, затоа што ги содржат претходните мерки и идните намери, можат да се сметаат како различни од средните таргети (Сузуки, 1987, стр. 331). Монетарниот фокус беше видлив во реакцијата на БЈ во однос на вториот нафтен шок во 1979 и 1980 година кога БЈ го намали растот на М2+ЦД на многу ниско ниво (Бернанке и Мишкин, 1992, стр. 206). Хамда и Хајаши (1985) исто така го документираат успехот на БЈ во монетарното управување на БЈ и сугерираат дека, како и другите централни банки, БЈ оперирала со блага или слаба форма на монетарно таргетирање. Ова, меѓутоа, е полниот степен на „монетарниот фокус" на стратегијата на монетарната политика на БЈ.

Постојат неколку забелешки против Фридмановите и другите монетарни гледишта. Ито (1989) ги испитува движењата на вистинските стапки на монетарниот раст и предвидената вредност објавена од БЈ и заклучува дека не може да се смета дека БЈ практикувала „к-процентно правило" на монтанизмот. Хамада и Хајаши (1985, стр. 99) исто така посочуваат дека БЈ води „доволно сметка за други индикатори наместо единствениот монетарниот агрегат", така што тие не можат да се сложат со монетаристичката теорија (Мијао, 2002, стр. 379-380).

Уеда (1993) и Окина (1993) укажуваат на тоа дека јапонската монетарна база е одредена ендогено поради системот на задолжителни резерви и затоа не е совршено контролирана од страна на БЈ (Мијао, 2002, стр. 380). Како технички доказ во прилог на инфлациското таргетирање е користењето на краткорочната меѓубанкарска каматна стапка позната во Јапонија како „кол-стапка" како главен инструмент на монетарната политика (Мијао, 2002, стр. 380). Според Бернанке и Блајндер (1992) и Симс (1992), шоковите во равенките на краткорочните каматни стапки се сметаат за егзоген дел од монетарната политика, а каматната стапка е поставена пред монетарните агрегати во редоследот. Накратко, монетарните агрегати, според емпириските истражувања и спроведувачките процедури, не се сметаат како клучни за спроведувањето на монетарната политика.

Јапонската дебата за инфлациско таргетирање

Кон крајот на 1980-ти години БЈ создала монетарна стратегија базирана на контролата над краткорочните каматни стапки и, уникатно, контрола над кредитите во финансискиот систем. Како и во други индустриски земји, јапонската економија и финансискиот систем претрпеа значајни промени кои имаа влијание врз односот помеѓу монетарните агрегати и клучните инфлациски и производствени агрегати. Како и другите централни банки, БЈ беше приморана да гравитира кон политика базирана на каматните стапки. За разлика од другите индустриски земји, меѓутоа, таа тенденцијата кон директна и експлицитна контрола над инфлацијата не се материјализира.

Според обемните докази, можеме да формираме барем две хипотези во врска со инфлациското таргетирање во Јапонија. Прво, за време на периодот помеѓу 1990 и 2008 година, БЈ никогаш не формулираше и не спроведе генерална стратегија позната како инфлациско таргетирање. Второ, БЈ секогаш одржуваше мерки базирани на краткорочни каматни стапки со цел да постигне ниска и стабилна инфлација. Освен овие две, можеме да додадеме и трета хипотеза. БЈ, освен што водеше грижа за инфлацијата, имаше цврста визија дека се спротивставуваше со уникатни и тешки економски услови за кои е потребна монетарна политика која е различна од инфлациското таргетирање.

Последниот опис отвора две прашања кои се мошне важни за спроведувањето на монетарната политика во период на истакната дефлација. Прво, дали за дефлацијата навистина треба да се примени монетарна политика која е различна од инфлациско таргетирање? Второ, дали дефлацијата може да се корегира со помош на користење на поагресивно инфлациско таргетирање коешто ги зголемува инфлациските очекувања над тоа што е дозволено со рамката на инфлациско таргетирање?

Во двата случаи важно е да се разликува помеѓу два различни вида на монетарна стратегија. Стратегиите базирани на доктрината на спроведување на монетарна политика со манипулација на каматните стапки често се нарекува конвенционална монетарна политика. Таа вклучува инфлациско таргетирање без разлика дали е тоа имплицитно или експлицитно. Мерките кои оперираат надвор од доктрината на каматните стапки се најчесто наречени неконвенционални монетарни политики.

До таа мерка што сите опции, вклучувајќи инфлациско таргетирање, беа разгледани и дискутирани од страна на БЈ и многубројни економисти, внатре и надвор од БЈ, можеме да заклучиме дека тие доведоа до два исходи. Еден е големата резервираност на БЈ кон адаптирањето на експлицитно инфлациско таргетирање и

вториот исход е дека БЈ се обиде да обезбеди стимул за економијата со повеќе неконвенционални монетарни политики.

Суштината на дебатата во Јапонија во врска со инфлациското таргетирање е едноставно прашање: дали инфлациското таргетирање може да биде успешно во зголемувањето на ценовното ниво? Скоро сите примери на инфлациско таргетирање, освен во два лимитирани случаи, во Шведска и Нов Зеланд, беа во земји каде што ценовното ниво или инфлацијата требаше да бидат намалени. Ценовната стабилност е често дефинирана како ценовно ниво во одреден нумеричен ранг каде што горната граница е важна исто колку и долната граница. Теоретски, инфлациското таргетирање може да се користи за зголемувањето на нивото на цените во економијата. Проблемот беше што за време на целиот период на изразена дефлација БЈ не беше убедена дека овој приод би бил успешен во нивните услови. Во оваа смисла, имаше два табора на размислување, економистите кои го советуваа усвојувањето на инфлациското таргетирање и БЈ и нивните економски советници, вклучувајќи ја Владата на Јапонија.

Дебатата околу инфлациското таргетирање беше потпалена од статија напишана од Кругман (1998), кој тврди дека да излезе од, она што тој го сметаше таканаречената „ликвидна стапица“, БЈ треба да се обврзе со идна монетарна експанзија и да создаде инфлациски очекувања. Кругман сугерира инфлациска стапка од 4% за време на 15-годишен период. Кога цените ќе се кренат, БЈ е во состојба да ја коригира монетарната политика за да спречи понатамошна инфлација.

И покрај неговите објаснувања дека таквата политика е иста како и монетарната политика во другите земји, како што е Велика Британија, она што Кругман го сугерираше беше сметано од други како различно од инфлациско таргетирање. Беше познато како „менаџирана инфлација“ или „инфлациона политика“ (Фуџики, 2004, стр. 16). Разликата беше во тоа што со менаџирана инфлациона политика централните банки би имале цел од нешто повисока инфлација од 4% или 5% и би ги употребиле сите расположливи средства да ја постигнат целта. Под инфлациско таргетирање, таргетот е среднорочниот или подолгиот период за посакуваното ниво на инфлација, а политиката е базирана на монетарно правило кое гледа нанапред и кое се подесува кога актуелната инфлација се разликува од таргетот. Двата концепта на инфлациско таргетирање беа често заменети во анализите, во медиумите и во јавноста. Сите добиваа конфликтни и конфузни пораки за монетарната политика. Дебатата дали БЈ треба да усвои инфлациско таргетирање беше водена токму во оваа напната средина кон крајот на 1990-те и на почетокот на 2000-ти години.

Некои од најпроминентните академски економисти во тоа време, вклучувајќи ги Бен Бернанке, Ларс Свенсон, Адам Позен, како и академски економисти во Јапонија, вклучувајќи ги Такотоши Ито и Кикуо Авата, сугерираа дека БЈ треба да усвои инфлациско таргетирање. Западните економисти го оправдуваа инфлациското таргетирање заради комуникацискатa вредност. Тврдеа дека ќе ја подобри транспарентноста на БЈ, нејзиниот кредибилитет и на крај ќе створи позитивни инфлациски очекувања. Тие исто така не видоа причина да не се искористат неконвенционалните монетарни политики од изборот на инструменти кои беа на располагање на БЈ.

Во март 2003 година, група на 9 јапонски економисти, предводени од Ито ја повикаа БЈ да постигне ценовен раст од околу 3% за две години и 1-3% во следните години сè додека неконвенционалните монетарни политики, специфично купувањето на останатите владини меници и други приватни фондови (Фуџики, 2004, стр. 22). Како што беше спомнато, оваа солуција беше поблиска до инфлациско менаџирање отколку инфлациско таргетирање. Советот од страна на овие економисти беше за монетарната политика да употреби мошне високи инфлациони цели и комбинација на конвенционални и неконвенционални политики сè додека каматните стапки можат да се користат пак како главен монетарен оперативен таргет.

БЈ, од друга страна, направи сè што беше можно да се справи со дефлацијата само со намалување на краткорочните стапки блиску до нула во текот на 1990-те години. Единствениот критицизам за таквата политика беше дека е спроведена многу бавно по почетокот на дефлацијата и дека не отиде доволно далеку. Вториот критицизам беше недостатокот на генерална политика на инфлациско таргетирање.

Справувајќи се со проблемите на дефлацијата за време на периодот на големата рецесија БЈ ги презеде следните мерки (Фуџики, 2004, стр. 29/32):

- Ја намали официјалната дисконтна стапка девет пати по јули 1991 година, доведувајќи ја на нивото од 0,5% во јули 1995 година.
- Во септември 1998 година, таргетот за прекуноќната краткорочна стапка беше намален на 0,25%.
- Спроведе политика на нулта каматна стапка почнувајќи во февруари 1999 година и во април истата година објави дека ќе ја зачува политиката сè додека дефлацијата повеќе не е проблем.

- Во август 2001 година ја прекина политиката на нулта каматна стапка, притоа изјавувајќи дека јапонската економија покажува знаци на закрепнување.
- На 19 март, 2001 година, БЈ усвојува политика на квантитативно олеснување се додека индексот на инфлација ќе доведен стабилно на нула проценти или се зголемува од година во година.

Според оваа листа на активности јасно е дека монетарната политика на БЈ беше водена од нивото на инфлација и активно спроведуваше таргетирање на инфлацијата. Листата, исто така, покажува дека БЈ почна да спроведува неконвенционални монетарни мерки кога краткорочните каматни стапки беа нула. БЈ, меѓутоа, не спроведе инфлациско таргетирање како рамка која се заснова на петте референтни точки или карактеристики опишани во Мишкин (2000, стр. 1) и кои се елаборирани како рамка од страна на Бернанке и Мишкин (1997). Кои беа причините за БЈ да отстапи од најпредложуваната монетарна стратегија во тоа време?

Гувернерот на БЈ, Хајами, ги произнесе позициите на централната банка во однос на инфлациското таргетирање со тоа што го изјави следното: „Политиката на квантитативно олеснување не е инфлациско таргетирање, не постои земја која го усвоила инфлациското таргетирање да се бори со дефлација и знаејќи ги предностите за подобрување на транспарентноста на монетарната политика, БЈ ќе го испита инфлациското таргетирање, но нема да ја спроведе политиката“ (Фуџики, 2004, стр. 33).

Наследникот на Хајами зазеде поблага позиција изјавувајќи дека инфлациското таргетирање е важна алатка за централната банка, но неговото усвојување кога ликвидниот механизам е спречен нема да биде ефективно затоа што банката нема да може да објасни како го постигнала таргетот (Фуџики, 2004, стр. 34). Ова би имплицирало дека тогашната политика беше посилна од инфлациското таргетирање, затоа што БЈ ветуваше дека ќе продолжи со драстично монетарно олеснителни мерки дури и над зголемувањето на инфлациските очекувања.

Централната банка под „регуларен“ режим на инфлациско таргетирање би ја променила политиката и би ги зголемила краткорочните каматни стапки кога инфлациските очекувања се над таргетираното ниво на инфлација. Економист од БЈ, Окина (1999, стр. 164) исто така објаснува дека главната причина зошто БЈ не го усвоила инфлациското таргетирање е тешкотијата на одредување на таргет и неговото постигнување. Главниот аргумент, според тоа, е дека БЈ го штитеше својот кредибилитет. Многу едноставно, инфлациското таргетирање знаејќи ја ситуацијата

опишана како нулта каматна стапка беше далеку од перфектно решение затоа што не беше тестирано и како такво беше ризично.

Друга важна причина дадена од БЈ беше дека само објавување на инфлациониот таргет не би било доволно да создаде позитивни инфлациски очекувања и би требало да биде осигурено со мерки што не беа во можност на БЈ (Ито и Мишкин, 2004, стр. 32).

Овие објаснувања даваат генерален впечаток дека БЈ едноставно заклучила дека околностите и моментот не беа погодни за усвојување на инфлациско таргетирање. Можеби БЈ реализирала дека и покрај своите најдобри напори, со или без инфлациско таргетирање, економијата не реагирала на значајниот монетарен стимул кој беше обезбеден.

Да го сумираме размислувањето во самата БЈ за усвојување на инфлациско таргетирање. Постојат докази дека БЈ можеби размислувала во тоа време дека решенијата за јапонскиот проблем со продолжената рецесија не беа неопходно решливи само со монетарна политика и потребна е активна фискална политика. Следниов пасус е поглед на оваа проблематика од Фуџики (2004):

> „Финалната поента на банката е дека економската обнова не може да биде постигната само со монетарна политика. Поддржувачите тврдат дека монетарната политика би требало да биде ефективна алатка да помогне во совладувањето на дефлацијата, но координација на политиката, се разбира, би била потребна да се реши фундаменталниот проблем со кој јапонската економија се соочува сега за целта да биде поправање и заздравување на економијата “ (Фуџики, 2004, стр. 41).

Неконвенционални монетарни политики

Уникатно меѓу индустриските земји, во 1990-те и 2000-те Јапонија мораше да се справи со ситуација на продолжена рецесија и генерална ценовна дефлација. Барем според мислењето на БЈ, за оваа економска средина потребна беше стратегија на монетарната политика која е поинаква отколку монетарно или инфлациско таргетирање. Одговорот на овие проблеми предложен од многу економисти во тоа време беше да се употребат мерки кои се познати како неконвенционални монетарни политики. Овде ги дефинираме тие стратегии затоа што тие беа пробани од страна на БЈ, беа разгледувани

или делумно спроведени. Успехот или неуспехот на овие политики е дискутиран понатаму во рамките на делот за големата рецесија.

Неконвенционалните монетарни политики не се генерални монетарни стратегии и потребно е внимателно земање предвид на целокупната стратегија на централната банка. Во случајот на Јапонија, тие беа користени како замена за стратегија кога извесни услови, кои нормално дозволуваат монетарната политика да биде ефективна, повеќе не постојат, главно поради условите на нула каматни стапки. Специфично, заради условите во кои каматните стапки се на нула, монетарната политика не е повеќе во можност да ги доведе каматните стапки пониско или на ниво на рамнотежните каматните стапки кои би ја ставиле економијата повторно во колосек (Ито и Мишкин, 2004, стр. 27). Со други зборови, централната банка не може да ја стимулира економијата понатаму затоа што номиналните каматни стапки се веќе многу блиску до нула, а реалните каматни стапки можат да бидат негативни.

Кои се алтернативите познати како неконвенционални монетарни политики? Литературата опишува барем четири главни вида стратегии: (1) квантитативно олеснување, (2) операции на отворениот пазар со долгорочни обврзници, (3) интервенција во девизниот пазар и (4) купување на реални средства на отворениот пазар. Овде можеме да ги прегледаме карактеристиките на секоја од овие политики и да утврдиме како тие беа користени од страна на БЈ.

(1) *Квантитативно олеснување* инволвира експанзија на монетарната база со употреба на операции на отворениот пазар за краткорочни владини хартии од вредност или меници, купување на долгорочни обврзници или низ нестерилизираното купување на странски валути. Експанзијата на монетарната база, се разбира, е можна дури и со нула ниво на краткорочните каматни стапки (Свенсон, 2003, стр. 152). Во една смисла, квантитативното олеснување е посевкупната и погенерална стратегија за зголемување на ликвидноста преку купување на владини хартии од вредност. Клучен елемент кој го разликува методот на внесување на ликвидност е дека е спроведено дури и кога каматните стапки не можат да се донесат подолу. БЈ спроведе таква политика од март 2001 година и потоа поагресивно од декември 2001година (Ито и Мишкин, 2004, стр. 42).

Ефективно, БЈ го промени својот оперативен таргет на пазарот за пари од краткорочната каматна стапка во состојбата на банкарските сметки. Новата процедура на монетарното олеснување требаше да биде продолжено сè додека ценовниот индекс не покаже 0% или се зголеми од година во година. Непосредниот таргет за салдото на

банкарските сметки беше околу 5 трилиони јени, зголемено од 4 трилиони јени, и беше одлучено да се зголеми нивото на купени долгорочни владини хартии од вредност од 400 милијарди јени месечно. Од иницијалното спроведување на квантитативното олеснување, БЈ спроведуваше додатно монетарно олеснување со намалувањето на дисконтната стапка на 0,1%, купување на владини записи на 1,2 трилиони јени и подигнувањето на останатото салдо од банкарските сметки на 27/30 трилиони јени (Бернанке ет ал., 2004, стр. 15). Наследникот на Хајами, Фукуи демонстрираше поголема флексибилност отколку Хајами, преземајќи побрза акција во преземањето на монетарното олеснување. Како пример, откако Фукуи стана гувернер во март 2003 година, БЈ го зголеми своето таргетирано салдо на банкарските сметки за 10 трилиони јени во рок од три месеци, споредено со мандатот на Хајами во кој одзеде 19 месеци да се зголеми салдото за 15 трилиони јени (Фуџики, 2004, стр. 31).

Во теорија, експанзијата на монетарната база треба да ја зголеми понудата на пари и да доведе до инфлација, но политиката на БЈ не беше отсликана во широките монетарни агрегати. Значајната експанзија во монетарната база имаше малку влијание врз М2. Наглото зголемување на монетарната база продолжи во следните пет години, зголемувајќи се за 20%/40% од 2002 до 2003 година без да има влијание врз дефлацијата (Ито и Мишкин, 2004, стр. 43, Фуџики, 2004, стр. 44). Овој тренд може да се објасни само со заклучок дека трансмисиониот механизам во Јапонија не работеше онака како што беше претпоставено. Порастот на широките монетарни агрегати, како М2+ЦД во Јапонија, меѓутоа, не е единствената корист од зголемувањето на ликвидноста како последица на квантитативното олеснување. Ликвидноста може да го стабилизира финансискиот систем и да спречи потенцијална финансиска криза. Може исто така да даде повеќе поттик на финансиските институции да преземат поголем ризик во своето портфолиско управување. Бидејќи финансиската криза беше една од проблемите во Јапонија помеѓу 2002 и 2003 година, овие беа добри причини да се зголеми монетарната база (Ито и Мишкин, 2004, стр. 42).

Без разлика на економското подобрување во 2003 година, квантитативното олеснување, веројатно, направи малку да создаде генерално зголемување на кредитите и да придонесе позначајно за економските активности или да ја намали дефлацијата. Проблемот со побарувачката за инвестициски кредити наместо недостаток на кредитна понуда е можното и, според Ку (2009), главното објаснување за недостатокот на кредитирање и недоволното зголемување на паричната маса. Квантитативното

олеснување, според тоа, можеби беше помалку ефективно поради недостатокот на побарувачка на инвестициски кредити.

Втората теорија за неуспехот на БЈ да ја подобри економијата со квантитативно олеснување беше дека БЈ во својата комуникација не направи ништо значајно да ги зголеми пазарните очекувања како секундарна стратегија да се справи со дефлацијата и не пренесе добро дека имплементираше одржливо експанзивна монетарна политика. Други причини за недостатокот на успех се повеќе технички. Кога краткорочните каматни стапки се преniски, околу нула, краткорочните хартии од вредност постануваат перфектна замена за парите така што експанзијата на монетарната база може да нема ефект врз економијата.

(2) *Операциите на отворениот пазар за долгорочни обврзници* не се технички зависни од краткорочните обврзници и се затоа различни од квантитативно олеснување. Затоа што долгорочните обврзници се поважни за домаќинствата и бизнисите во смисла на потрошувачки одлуки, во теорија, пониските каматни стапки би требало да ја стимулираат економијата. Генералниот проблем со таквата политика е дека ефектот на интервенцијата на централната банка врз премијата додадена за ризик останува неизвесен. Начин да се влијае врз долгорочните каматни стапки што ветува најмногу е да се убеди јавноста дека централната банка ќе продолжи со својата политика на нула каматна стапка сè додека не заврши дефлацијата. Ова е затоа што според хипотезата врзана за очекувањата во рочната структура долгорочните каматни стапки се просек на очекуваните идни краткорочни каматни стапки. Со политика на нула каматни стапки долгорочните стапки неминовно би паднале (Ито и Мишкин, 2004, стр. 44).

Објава од страна на БЈ со специфични услови за излез од политиката на нула каматна стапка само кога постои доказ дека дефлацијата е завршена би бил еден елемент на стратегијата со долгорочни обврзници. Овој чекор сепак би можел да биде недоволен. Стратегијата исто така бара обврзување да се постигне таргет врзан со ценовно ниво, не само подигнување на цените на нула дефлационо ниво. Второ, БЈ се повлече од политиката на нула каматна стапка. Тоа беше сторено од страна на гувернерот Хајами, штом економијата почна да се опоравува (Ито и Мишкин, 2004, стр. 44). На крај, БЈ не го спроведе клучниот елемент, купување на долгорочни обврзници на значајно ниво.

(3) *Намалување на вредноста на валутата*, или паѓањето на вредноста на домашната валута го прави увозот поскап, извозот поевтин и затоа девалвација би ја зголемила побарувачката на домашно произведени добра. Намалување на вредноста на домашната валута се постигнува со купување странски валути. Како такво, БЈ имаше

неограничен капацитет да ја девалвира домашната валута. Таквиот стимул беше во голема мера пропишано од страна на многу академски економисти, вклучувајќи го Бернанке (1999), Макалум (2002, 2003), Орфанидес и Виеланд (2000), Свенсон (2001, 2002, 2003) и други.

Еден од проблемите поврзани со оваа опција кога ќе се земат предвид каматните стапки блиски до нула е дека зголемувањето на средствата деноминирани во домашната валута релативно до странските средства имаа влијание врз девизниот курс само ако двата вида средства се неперфектно заменливи (Свенсон, 2003, стр. 160). Второ, користењето на девизниот курс како монетарна стратегија ја преориентира истата кон повисоко ниво на ценовни таргети. Валутата, штом таа ќе се намали во вредност, мора да се зголемува во вредност согласно со степенот на разликата од странските каматни стапки, така што очекуваната добивка од странските и домашните средства е изедначена (Свенсон, 2003). Каква и да е користа од интервенција во девизниот курс, БЈ запре пред границата на намерното девалвирање на јенот.

(4) Последната опција, *купувањето на средства од приватниот сектор* беше испробана во 2002 и во 2003 година со одлуката од страна на БЈ за купување акции од банките во приватниот сектор и хартии од вредност базирани на реални средства од малите и средните претпријатија (Ито и Мишкин, 2004, стр. 45). Причината за таков радикален чекор можеби беше да се зголеми агрегатната побарувачка низ максимален број на канали на монетарниот трансмисионен механизам.

Двата главни проблеми со купување на приватни средства се поврзани. Првиот проблем е дека купувањето би било спротивно на приватизацијата која беше во тек во Јапонија како дел од структурните промени. Второ, процесот може да биде политизиран затоа што мора да се донесат одлуки за тоа кои средства да се купат и фактот дека централната банка (односно владата) би добила сопственишство на приватни средства.

Освен овие четири политики, БЈ исто така беше советувана да употреби стратегија на таргетирање на нивото на цените како одржлива алтернатива и форма на неконвенционална монетарна политика. Оваа стратегија, исто како инфлациското таргетирање, не беше спроведено од страна на БЈ.

Според горните анализи на монетарната стратегија на БЈ можеме да забележиме прогресија во стратегијата на монетарната политика. Таа почнува со лабаво монетарно таргетирање и имплицитно инфлациско таргетирање, а завршува со неколку неконвенционални монетарни политики.

Анализа на јапонската монетарна политика

Статистичката анализа на јапонската монетарна политика базирана на нејзините реакции на некои варијабли е исто така прилично убедлива дека најважниот фокус на монетарната политика на БЈ беше инфлацијата. Ито и Мишкин (2004, стр. 20), меѓутоа, заклучуваат дека Тејлоровите правила не се начин да се оцени јапонската монетарна политика. Ова гледиште се однесува на неможноста на овие истражувања да дадат прецизна оценка дали монетарната политика беше адекватна знаејќи ги економските услови во Јапонија. Истражувачите навистина дојдоа до прилично различни заклучоци за адекватноста на каматната политика на БЈ користејќи го Тејлоровото правило. Како и во деловите на дисертацијата за другите индустриски земји, намерата на оваа точка е само да се испитаат спроведувањето на монетарната политика (што навистина е таргетирано од страна на БЈ) и дали тоа спроведување го следеше Тејлоровото правило за инфлација или националниот производ. Исто така, можеме да процениме дали и колку краткорочните каматни стапки или таргети отскокнуваат од даденото Тејлорово правило.

Според трендовите на кол-стапката, инфлацијата и сугерираното Тејлорово правило за инфлација и производ, непосредно по паѓањето на системот на Бретон Вудс, номиналните каматни стапки беа прениски така што реалните каматни стапки станаа негативни во годините 1974 и 1978 (Графикон 9). Во 1980-те години ставот на монетарната политика беше порестриктивен, со номинални каматни стапки над референтната вредност на Тејлоровото правило. БЈ ги следи краткорочните каматни стапки согласни со Тејлоровото правило помеѓу 1989 и 1995 година. По 1995 година краткорочните каматни стапки беа блиски до нула и под нивото на Тејлоровото правило, што укажува на експанзивна политика насочена кон стимулирање на економијата (Бофингер, 2001, стр. 313).

Во оваа точка се испитува генералниот тренд на инфлациското таргетирање базирано на емпириски докази како што тие се изложени во: Уеда (1993), Чин и Дули (1997), Кларида и Гертлер (1998) и Мијао (2002). Сите референци го потврдуваат генералниот тренд. Наодите од Бернанке и Гертлер (1999), Окина, Јуниши ет ал. (2000), Ширакава и Ширатсука (2001), Тејлор (2001), Окина и Ширатсука (2002 и 2004), Макалум (2003) и Камада (2004) се наоѓаа во Идо и Мишкин (2004).

Со цел да ја идентифицираат монетарната стратегија на БЈ, Чин и Дули (1997), ја користат добро познатата и влијателна студија на Кларида и Гертлер (1997) која ја

опишува монетарната политика на Бундесбанката. Емпириските резултати од студијата покажуваат дека ако се земе информацијата која постои за секој месец, постои слаба и статистички незначајна реакција на БЈ на цените на стоките и девизниот курс и студијата не покажува никаква реакција на шоковите во побарувачката на пари. Користејќи 12-месечен, една година напред, неограничен период и модел кој се базира на минатото, Чин и Дули (1997, стр. 14) ги бележат следните резултати:

Ако се користи 12-месечната предвидената инфлација и разликата во индустриското производство, проценатa индицира дека БЈ ги намалува каматните стапки според актуелната разлика во индустриското производство. Иако контра-интуитивно, резултатот исто така не е статистички значаен. Второ, кога се користи неограничен период за инфлациските разлики коефициентот е во согласност со теоријата и е статистички значаен. Тогаш 1% инфлациска разлика поттикнува 0,43% зголемување на каматните стапки; и 1% разлика во производството поттикнува ниво на каматни стапки повисоко за 0,79%.

Овие резултати се слични на проценките добиени за Бундесбанката од 0,36% и 0,69% респективно. Толкуваната рамнотежа стапка е 5,42%. Понатаму, резултатите на 12-месечната инфлациска разлика не се статистички значајни, а разликата гледајќи на предходните индикатори во студијата не произведуваат неразбирливи резултати, што наведува на политика која гледа нанапред (Чин и Дули, 1997, стр. 15).

Истражување на Кларида, Гали и Гертлер (1998) ги потврдува наодите од Чин и Дули (1997). Според Кларида ет ал. (1998) за периодот помеѓу 1979 и 1994 година, проценетиот коефициент во инфлационата разлика за БЈ е значајно поголем од еден и со вредност од 2,04 со стандардна грешка од 0,19 и исто така позитивно проценет коефициент на производна разлика и значаен, но со помала големина од 0,08 со стандардна грешка од 0,03 (Табела 6). Проценките од студијата укажуваат дека БЈ одредува малку поголема тежина на контролирањето на инфлацијата наспроти стабилизирањето на производот од таа во Бундесбанката.

Исто така важно, Кларида ет ал., (1998, стр. 1048) заклучуваат дека БЈ е најблиску до чисто инфлациско таргетирање во текот на испитуваниот период споредено со американската и централната банка на Обединетото Кралство. Во ова истражување исто така спецификацијата која гледа нанапред ја надминува таа која гледа наназад. Изостанатата инфлација не е важна кога ќе се додаде на реактивната функција. Паричната маса е еднакво неважна затоа што пораст во парите поттикнува само мал пораст во краткорочната стапка. Како и со Бундесбанката, ефектите од промената на

девизниот курс се мали. За време на значајно зголемување на цените на активите во доцните 1980-ти години БЈ е нешто поекспанзивна од моделот кој предвидува нешто порестриктивна политика (Кларида ет ал., 1998, стр. 1048).

Мијао (2002) ги толкува фактите од временските серии врзани за бизнис флуктуациите во Јапонија и се обидува да ги открие можните карактеристики на влијанието на монетарната политика во 1980-те и 1990-те. Мијао користи едноставен рекурзивен векторски авторегресивен (ВАР) модел составен од каматните стапки, парите, цените на акциите на берзата и производството како одредници. Главниот заклучок од неговото истражување е дека монетарните шокови имаат постојан ефект врз реалното производство, посебно врз подигнувањето и падот на јапонската економија во доцните 1980-ти. Следниве се некои од неговите специфични заклучоци:

> „Резултатот на историската декомпозиција исто така препорачува дека серијата акции од страна на банката на Јапонија во раните 1990-ти години во кои официјалната дисконтна стапка беше намалена од 6% до евентуално 0,5% не е неопходно да ја отсликуваат активната егзогена монетарна политика, туку најмногу акомодативните, ендогени реакции на стагнираната вистинска економија“ (Мијао, 2002 стр. 378).

Според горните наоди, БЈ следеше политика на инфлациско таргетирање, реагираше на долгорочниот тренд на инфлацијата, но не на монетарната побарувачка или агрегатните промени. Истовремено покажа многу мала реакција на промените во девизниот курс. Ова генерално се совпаѓа со наодите во предходната точка, стратегијата на монетарната политика на Јапонија.

Големата рецесија и јапонската монетарна политика

Оваа точка го испитува спроведувањето и влијанието на монетарната политика со оглед на неколку економски индикатори и нивното влијание врз јапонската економија во периодот помеѓу 1991 и 2008 година, период познат како јапонската голема рецесија. Економијата во првата половина од тој период е опишана како длабока рецесија и оперираше под својот потенцијал скоро една декада. За скоро целиот десетгодишен период помеѓу 1991 и 1999 година, стапката на раст на реалниот БДП беше помала од 0,9% и во две од овие години беше негативна (Бернанке, 1999, стр. 1).

Листата на главни референци за големата рецесија и монетарната политика на БЈ во оваа точка ги вклучува: Бернанке (1999), Цинуши ет ал. (2000), Мијао (2000 и 2002), Окина ет ал. (2001), Бофингер (2001), Макалум (2001 и 2004), Хетсел (2003), Хајаши и Прескот (2002), Ито и Мишкин (2004), Браун и Ваки (2005), Ито (2005), Свенсон (2006) и Ку (2009).

Овие и бројни други референци за јапонската голема рецесија го сметаат колапсот на економскиот меур во втората половина на 1980-тегодини како главната причина за дезинфлацијата и подоцна дефлацијата која беше присутна во Јапонија во 1990-те и 2000-те. Овој заклучок, меѓутоа, е упростен. Меурот базиран на цените на средствата (активата) остава многу недоговорени прашања, вклучувајќи го, како пример, прашањето зошто меури од слична големина кои се случија во други индустриски земји, како во Велика Британија, Шведска и Финска во исто време имаа многу поограничен ефект (Бофингер, 2001, стр. 313).

Дискусијата за големата рецесија може да биде одредена во смисла на две фундаментални прашања: (1) каков беше видот на рецесијата во Јапонија и (2) зошто монетарната политика беше неефективна да ѝ помогне на Јапонија да излезе од рецесијата? Исто така е важно прашањето колку можеме да ја обвинуваме БЈ и нејзината монетарна политика? Дали БЈ придонесе за дефлацијата? Колку успешни беа сите активности за стабилизирање на јапонската економија? Да ги одговориме овие прашања треба да ги разгледаме карактеристиките на рецесијата, главните причини и советите дадени на БЈ.

Помеѓу пофундаменталните причини за рецесијата литературата вклучува проблеми со јапонскиот банкарски систем, недостатокот на структурна трансформација, неадекватна монетарна политика, колапсот и продолжената депресија во центата на активата во Јапонија (вклучувајќи ја земјата и цената на акциите на берзата), опаѓање на работната продуктивност (според Хајаши и Прескот, 2002) и неповолен девизен курс во 1990-те. Проблемот со дефлацијата, во споредба со подлабоките причини, најверојатно, беше инцидентен индикатор. Сепак, дефлацијата беше најстудираниот двигател на економските услови и на јапонската монетарна политика.

Прифаќајќи барем делумна улога на монетарната политика како причина за продолжувањето на големата рецесија во Јапонија можеме да ја опишеме истата во смисла на пропусти или грешки на монетарната политика. Бернанке (1999, стр. 3) идентифицира три такви грешки на монетарната политика: (1) пропустот да се затегне

монетарната политика во периодот помеѓу 1987 и 1989 година и покрај доказите за зголемен инфлациски притисок, пропуст што придонесе за формирањето на економски меур, (2) очигледниот обид да се запре меурот во берзата во 1989 и 1991година, кој придонесе да се создаде катастрофа во пазарот и (3) пропустот да се олабави монетарната политика во периодот помеѓу 1991 и 1994 година кога цените на активата, банкарскиот систем и економијата беа во надолна линија.

Главниот аргумент зошто БЈ ги направи овие грешки, тврди Бернанке (1999), е преокупацијата со девизниот курс или цените на активата. Со други зборови, БЈ не водеше доволно внимание за дефлациските притисоци кои требаше да бидат примарната преокупација на централната банка. Најверојатно, како последица на признавањето на овие грешки, БЈ ги доведе своите краткорочни каматни стапки до нула пред да ги потроши конвенционалните опции базирани на каматните стапки. Потоа, некои референци тврдат дека јапонската економија беше заглавена во класична ликвидна стапица (види во Кругман, 1998).

Спротивното гледиште е дека не постоеше ликвидна стапица. Ова е поткрепено со теоретските аргументи дека неограничено акумулирање на пари од страна на јавноста не е реален феномен и дека „нешто поголем од предвидениот“ раст на реалните пари не е проследен со побарувачка која може да индицира ликвидна стапица (Хетсел, 2003 стр. 32).

Постои повеќе извесност во изјавите дека јапонската економија страдаше од недостаток на агрегатна побарувачка (Бернанке, 1999, Макалум 2001, Хетзел, 2003 помеѓу други извори). Табелите 1, 2 и 3 ја објаснуваат економската ситуација во 1990-те. Табелата 1 дава најдобра поддршка за недостатокот на побарувачка и потврдува дека јапонската монетарна и фискална политика беше дефлациона. Разни мерки на инфлација се на многу ниско годишно ниво. Ова е комбинирано со БДП дефлаторот кој е помал од 1% во секоја година од 1991 година. Кумулативната инфлација ефективно на нулата во текот на целиот период на 1990-те и неповолното ниво на реалното БДП (Табела 2) индицира на одржлив недостаток на агрегатна побарувачка. Бернанке (1999) и Ку (2009) додаваат дека ако бавниот раст во Јапонија беше заради структурни проблеми (проблем со понудата) резултатот ќе покажеше инфлација наместо дефлација.

Дали растот на валутата може да биде основната причина за јапонската голема рецесија? До таа мера што девизниот курс може да се гледа во изолација од другите фактори, истиот навистина може да се согледа како важна причина за продолжувањето на дефлацијата (Табела 2). „Тогаш, негативната перформанса на јапонската економија

во 1990-те не е толкав проблем со неадекватните домашни каматни стапки колку што е ефектот на неконтролираниот раст (на валутата) кој се случи во точно истото време“ (Бофингер, 2001, стр. 315). Трендот на девизниот курс, меѓутоа, може исто така да се објасни како резултат на цврстите дефлациски притисоци во Јапонија (Бернанке, 1999 стр. 7). И покрај неповолната ситуација со девизниот курс, БЈ немаше, како што видовме, волја или можност да го користи девизниот курс како таргет.

Цените на акциите и земјата се исто така од значаен интерес во објаснувањето на големата рецесија затоа што се директно поврзани со загубата на богатството и кредитниот канал на трансмисиониот механизам на монетарната политика (Табела 2). Предвидливо, од колапсот на цените (колабирањето на меурот) Јапонија доживеа значајно намалување на вредноста на овие два индикатори. Директното таргетирање на цените на активата не беше препорачано и не беше преземено од БЈ.

Индикаторите на монетарната политика укажуваат дека ставот на монетарната политика може да се протолкува како премногу затегнат помеѓу 1991 и 1994 година и прекумерно акомодативен по 1995 година (Табела 3). Со стапката на инфлација во Јапонија под 1% (во 1999) и краткорочната каматна стапка на нулата, реалните краткорочни каматни стапки за таа година, на пример, би биле под 1%, што е многу ниско ниво, но не толку акомодативно како што би можело да се очекува од номиналните вредности.

Коментирајќи ги реалните каматни стапки како индикатор на ставот на монетарната политика, Бернанке (1999) предупредува дека дефлацијата е далеку поголем проблем кога кредитите се поважни за трансмисиониот механизам. Ова е значајна изјава затоа што, како што ќе видиме во делот за спроведувањето на монетарната политика, кредитниот канал нарочно беше многу важен за Јапонија. Во склад со претходните анализи, информациите во табелите покажуваат видлив раст на степенот на монетарен пораст, нарочно во монетарната база, индицирајќи зголемен монетарен стимул.

Генералниот заклучок поврзан со горните информации е дека стимулот постигнат со конвенционална монетарна политика не е ефикасен кога краткорочните каматни стапки постигнуваат ниво блиску нулата. Меѓутоа, базирано на претпоставката на прифатена ликвидна стапица во Јапонија предложените решенија едноставно укажуваат дека стимулот требаше да биде употребен преку ограничувањата на стандардната монетарна политика. Со други зборови, монетарната политика може

сèуште да задржи значајна сила да ја прошири номиналната агрегатна побарувачка (Бернанке 1999).

Во случајот со Јапонија беше исто така претпоставено дека зголемената ликвидност во банкарскиот сектор беше заробена како вишок резерви наместо зголемување на кредитите. Но, како требаше монетарната политика да помине низ оваа бариера? Збирот на монетарните решенија вклучува збир на неконвенционални монетарни политики. Клучна состојка во користење на овие политики, меѓутоа, беше употребата на инфлациско таргетирање да ги зацврсти инфлациските очекувања, нешто што БЈ одби да го направи. Наместо тоа, во стварноста, банките ја користеа ликвидноста да ѝ позајмуваат пари на владата (Ку, 2009, стр. 31).

Отпорот од страна на БЈ да усвои инфлациско таргетирање не беше разбрано како ендогена причина. Наместо тоа, причините беа сфатени како културни, страв од преземање драстична акција (дури и со новодобиена независност во април 1998 година) или пресметки за последиците на девалвирање на валутата во меѓународната трговија. Девалвацијата, се сметаше, би можела да доведе до значајни последици во надворешната политика (види во Ито и Мишкин 2004).

Како што видовме во дискусијата за инфлациско таргетирање горе, Кругман (1998) Бернанке (1999) и Свенсон (2003), меѓу другите го сметаат проблемот на јапонската рецесија како проблем со дефлацијата. Второ, не ги бараа премногу длабоко главните причини за рецесијата. Наместо тоа, нивната позиција беше дека не е важно како Јапонија дојде во рецесија, колку што е непосредниот проблем со дефлацијата и како да го променат трендот на цените и да создадат агрегатна побарувачка. Според нивната теорија, сè што требаше да направи БЈ да ја заврши рецесијата е да ја го зголеми генералното ниво на цените. Двојното средство на инфлациското таргетирање и неконвенционалните монетарни политики според теоријата треба да создадат нова побарувачка која ќе ја рестартира економијата. Со други зборови, она што беше потребно беше поактивната монетарна политика да ги засили резервите, лекција научена од големата депресија во Соединетите Американски Држави.

Експериментот на користење неконвенционални монетарни политики не беше успешен. Додека правецот и резултатот на квантитативното олеснување изгледа дека е во согласност со намерата на програмата, големината на овие влијанија беше сè уште неизвесна во 2006 година, една година откога беа применета (Спиегел, 2006, стр. 3). Како заклучок, БЈ спроведе квантитативно олеснување и купуваше хартии од вредност кои беа насочени кон намалување на долгорочните каматни стапки, но не усвои формално

инфлациско таргетирање и Јапонија не ја девалвира својата валута. Што се однесува на генералното економско постигнување, Јапонија беше заглавена во рецесија до многу доцна во 2000-те. Ова остава простор за можно алтернативно гледиште на јапонската рецесија како билансна рецесија.

Билансна рецесија

Најистакнат текст кој го опишува ова алтернативно гледиште е од Ку (2009). Некои од неговите наоди водат до заклучок дека јапонската рецесија беше не само мултидимензионална, производ на повеќе од една причина, но исто така беше неконвенционална рецесија. Импликацијата е дека монетарната теорија и монетарната политика во остатокот на индустриските земји во овој период не би можеле да дадат чист пример за монетарната политика во Јапонија.

Ку (2009, стр. 3) ги почнува своите анализи со објаснување дека иако сите претходни економски аргументи имаат некакво значење, должината на рецесијата укажува дека нешто мора да беше многу различно со оваа рецесија. Затоа, важно е да се пронајде главната причина на петнаесетгодишната рецесија. Првиот дел од неговата анализа се фокусира на очигледната грешка рецесијата да се карактеризира како предизвикана од структурни или банкарско кредитни проблеми.

Ку (2009) дава аргумент против структурната теорија со тоа што ги споредува условите во јапонската економија со тие во САД и Обединетото Кралство кон крајот на 1970-ти и почеток на 1980-ти години, две економии што имаа вистински структурни проблеми во тоа време. Аргументот е дека структурните економски проблеми посочуваат на проблеми во понудата, како што се невозможноста да се пласираат продукти и сервиси поради микро (односно структурни) проблеми. Симптомите на проблемите со понудите во двете економии вклучуваат голем трговски дефицит, висока инфлација и слаба валута што доведува до централната банка да ги зголеми каматните стапки. Ниту една од овие услови не се пронајдени во Јапонија во 1990-те, фактички точно е спротивното (Ку, 2009, стр. 4).

Теоријата на банкарското кредитирање е еднакво проблематично кога ќе се разгледаат доказите од банкарското кредитирање. Ку (2009, стр. 9) смета дека „ако проблемите во банкарскиот сектор беа пречка во економијата, каматните стапки требаа да пораснат, странските банки требаше да го зголемат својот дел на домашниот кредитен

пазар и корпоративните хартии од вредност на пазарот требаа да бидат многу поактивни. Меѓутоа, се случи спротивното“.

Тогаш, што се случи со Јапонија ако овие кредитни теории не се докажани? Добро етаблираната теорија за колапсот на меурот е важен дел од теоријата на билансна рецесија, иако не е веројатно дека тоа беше причината за долгорочноста на рецесијата. Теоријата утврдена од Ку (2009, стр. 11) е дека колапсот на меурот ја започна билансната рецесија или, со други зборови, падот на цените на средствата ги започнаа проблемите асоцирани со билансната рецесија. Кога каматните стапки беа блиску до нула, јапонските фирми го правеа спротивното од позајмување, тие го плаќаа нивниот значаен долг. Макроекономската последица е дека: „Кога компаниите што треба да ги набавуваат фондовите да ги зголемат своите операции престануваат да го прават тоа масовно, и наместо тоа почнуваат да ги плаќаат своите постоечки долгови, економијата губи побарувачка поради недостаток на инвестиции и недостаток на позајмување од страна на корпоративниот сектор“ (Ку, 2009 стр. 14). Ова значи дека додека продолжуваат да бидат финансиски рентабилни, масивен број на јапонски фирми, поради проблеми со нивната билансна состојба, беа технички банкротирани или инсолвентни во поголем дел од рецесијата.

Дека причината не беше структурна е докажано и со здравиот извозен биланс на јапонската економија и слабата домашна побарувачка за истите продукти што беа извезени. Колку голема беше загубата што ги започна загубите од вредноста на активата во билансите на толку голем број компании? Една проценка е дека меурот произведе колапс и уништи 1500 трилиони јени во богатство (графикон 12).

Главниот и најважен заклучок според таканаречената теорија на билансна рецесија е дека монетарната политика во оваа ситуација е неефективна во поправањето на економијата. Поправањето на ликвидноста и позицијата на резервите се бесполезни доколку нема позајмувачи и побарувачка на фондови. Второ, било каков позитивен ефект на монетарната политика во јапонската економија беше поради тоа што Владата на Јапонија позајми многу од парите креирани од БЈ (Ку, 2009, стр. 31). Ова е истовремено забележано како една од причините зошто Јапонија не доживеа економска депресија. Заклучокот е дека ефективноста на монетарната политика, спротивно на конвенционалното ограничено гледиште, може да биде одредена од фискалната политика.

Конечниот заклучок во врска со монетарната политика и билансната рецесија и можниот одговор зошто академските економисти неточно го идентифицираа проблемот

е што конвенционалната економска теорија не ја содржи целта за минимизирање на долгот наспроти претпоставката на максимизирање на профитот специјално кога каматните стапки се блиску до нула. Во случајот на Јапонија тогаш зголемувањето на понудата во период на ниски каматни стапки не доведе до зголемување на кредитирањето како што беше очекувано (графикон 13).

Овие заклучоци ги поткрепуваат резултатите на водењето на монетарната политика во Јапонија. Во теорија, инфлациското таргетирање или неконвенционалните монетарни политики не би можеле да ја поправат економијата која не реагираше на каматните стапки и понудата на пари. Второ, движење во позитивна насока во врска со побарувачката може да биде припишана на фискалната политика или дури и домашните заштеди од пред рецесијата. Ова е посебно точно ако се земат предвид вредноста на владиното позајмување во подоцнежниот дел од рецесијата (Ку, 209, стр. 24/26).

Девалвација на валутата, ако беше применета, ќе придонесеше само на понатамошното зголемување на извозот без притоа да го стимулира производството затоа што добивките од бизнисите ќе беа заробени во банкарскиот сектор заедно со парите од стимулот на БЈ. Кој беше ефектот на монетарната политика врз големата рецесија? Блиските односи помеѓу краткорочните камати и Тејлоровото правило на почетокот и длабоко во периодот на дефлација укажува дека монетарната политика не беше значајна причина за дефлационите тенденции во 1990-те години (графикон 9). Со други зборови, иако бавни во реакцијата, БЈ не произведе дезинфлација во економијата на еднакво ниво на тоа од дефлацијата што следеше.

Ова го остава колапсот на економскиот меур и острината на загубите во богатството како најверојатна причина за дефлацијата. Ако е така, ова исто така значи дека активното справување со дефлацијата, без притоа да се разрешат вкоренетите причини, големите загуби во реалните средства, е исто како да се третираат симптомите наместо да се излекува пациентот. Што ја запре големата рецесија? Значајните достигнувања на јапонскиот корпорациски сектор (извозот остана голем за време на целиот период на дефлација) им дозволи на претпријатијата евентуално да го отплатат својот долг и тие беа пак во можност да се свртат кон целта на максимизирање на профитот што доведе до позајмување на нови кредити и инвестиции. Јапонија, за жал, штом рецесијата почна да се повлекува, економијата се соочи со големи циклични и глобални шокови произведени од финансиската криза во 2008 година.

Спроведувањето на монетарната политика на Јапонија

Во оваа точка ќе бидат разгледани процедурите на БЈ, инструментите и операциите во пазарот за пари во два различни периоди: (1) пред 1990 година и (2) по 1990 година. Овде, исто така се опишани претходната и актуелната спроведувачка рамка користејќи ја БЈ како извор на информации. Други референци ги вклучуваат Окина (1993), Уеда (1993), Сингелтон (1993) и Мијао (2002). Деталниот опис на оперативната процедура пред 1990 година може да се најде во Окина (1993) и Уеда (1993).

Пред да ги специфицираме разликите во инструментите користени во секој од периодите можеме да ја идентификуваме таканаречената „кол" стапка на пазарот за пари во Јапонија како најдобар индикатор на ставот на монетарната политика во Јапонија (Мијао, 2002, стр. 378). Ова може да биде одредено според карактеристиките на оперативната процедура на БЈ. Постојат две генерални гледишта за овој важен индикатор, краткорочните каматни стапки, како што е кол-стапката и монетарните агрегати како што се монетарната база или М2+ЦД (Мијао, 2002, стр. 379). Во случајот на Јапонија, како што претходно беше утврдено, литературата го поддржува гледиштето дека БЈ никогаш не ги таргетирала банкарските резерви (Уеда, 1993, стр. 12). Во оваа точка, затоа ќе се фокусираме на тоа како БЈ ги контролира јапонските краткорочни каматни стапки.

Оперативните процедури и инструментите пред 1990-те години

Генералната оперативна процедура користена за влијание на кол-стапката пред 1990 година е базирана на потребните резерви утврдени од БЈ. Системот на потребни (или задолжителни) резерви е карактеризиран како комбинација на заостанат и актуелен (сегашен) систем на резерви. Со еден период на одржување на резервите пазарните учесници го следат соодносот на резервите кој е дефиниран како кумулативна сума на тогашните дневни резерви во однос на вкупните потребни резерви за тој период. Традиционално, БЈ влијае врз соодносот преку операциите во пазарот за обврзници и позајмување преку дисконтниот прозорец и го сигнализира ставот на политиката во пазарот. Во процесот на монетарно затегнување, соодносот се смалува и пазарот очекува дека БЈ таргетира повисока меѓубанкарска каматна стапка. Приватните банки, според тоа, ја зголемуваат сумата на позајмени пари на (кол) пазарот, што во реалноста ја

зголемува кол-стапката. Низ овие операции, БЈ влијае и ја контролира кол-стапката до својата таргетна цел (Мијао, 2002, стр. 379).

Оперативните или пазарните процедури во пазарот за пари од страна на БЈ пред 1990 година се на многу начини слични на тие во САД со некои значајни разлики. Една од разликите е тоа што БЈ никогаш не ги таргетираше монетарните агрегати. Во 1993 година, Казуо Уеда (Уеда, 1993) ја опиша монетарната контрола и трансмисиониот механизам на Јапонија до раните 1990-ти со посебно внимание на процедурите и инструментите користени за водење на монетарната политика. Уеда (1993) открива неколку важни карактеристики на монетарната политика водена од страна на БЈ што го разликува овој период од оперативната рамка по некои клучни промени направени во 1990-те.

Овие анализи можат да се користат за да се објасни механизмот на монетарната контрола користен во овој период. Описот на трансмисиониот механизам е од корист за разбирање на изборот на одредени инструменти од страна на БЈ. Следејќи го Уеда (1993), оваа потточка е базирана на разбирање дека оперативниот таргет на БЈ секогаш бил врзан со прекуноќната каматна стапка, а не со состојбата на резервите. Генералните заклучоци во Уеда (1993, стр. 27) се следните:

- Кол- стапката е многу постабилна отколку стапката на федералните фондови дури и во периодот кога американската централна банка ги таргетираше федералните фондови. Поради тоа, примарните пари (депозитите во централната банка) се ендогена варијабла.
- БЈ ја стабилизира каматната стапка со помош на екстензивното користење на она што Уеда (1993) го нарекува „дефанзивна“ операција, која го акомодира движењето во фондовите кога има недостаток или вишок.
- БЈ спроведува „динамични“ дневни операции да го промени таргетираното ниво на кол-стапката. Промената во позајмувањето преку дисконтниот прозорец на БЈ е важен инструмент за оваа потреба.
- БЈ ја водеше својата монетарна политика низ подиректна контрола на кол-стапката. Ова непазарно ориентирана контрола на кол-стапката и промената во важноста на овој инструмент со текот на времето е уникатно на Јапонија поради уникатните карактеристики на трансмисиониот механизам.
- Банкарските кредити играат важна улога во трансмисијата на монетарната политика на Јапонија.

- БЈ користи додатен инструмент на монетарна контрола низ користењето на „прозорско управување“ да го контролира банкарското кредитирање директно за време на монетарна затегнатост.

Главниот заклучок во врска со избраните инструменти на БЈ во овој период се дека таа ја користеше кол-стапката и банкарското кредитирање како клучни инструменти на монетарна контрола. Причината е што во тоа време промените во овие варијабли (променливи), кои можеа да се контролираат од страна на БЈ, предизвикаа промени во другите каматни стапки и монетарни агрегати и со тоа ги придвижија вистинските варијабли (Уеда, 1993, стр. 28).

Деталниот опис на оперативната процедура на БЈ е претставен во Уеда (1993, стр. 11/18). Овде само констатираме дека двете најголеми промени што се случија на почетокот на 1990-ти се крајот на вградените банкарски пазарни опции и со тоа прозорното управување како и регресот на важноста на монетарните агрегати во официјалните процедури.

Оперативните процедури на почетокот на 1990-те години

Инструментите избрани од БЈ после 1990-те години вклучуваат минимално ниво на резерви и операции во отворениот пазар. БЈ оттогаш нема автоматски дисконтни инструменти. Наместо тоа, таа обезбедува кредити за банките директно, со дискреција и на нивно барање. И покрај тоа што постојат задолжителни резерви, поради посебни фактори, како што се високата нестабилност на автономните фактори кои влијаат врз пазарот на пари (види во Борио 2000), БЈ не може да се потпре на овој инструмент за стабилизирање на каматната стапка во тој пазар. Поради овие причини, БЈ ја води својата монетарна политика со помош на дневни пазарни операции (Бофингер, 2001, стр. 365).

Основниот став за монетарната политика е одреден од страна на Бордот за монетарна политика во склоп на состаноците за монетарна политика (МПС). МПС се одржуваат еднаш или двапати месечно и траат еден или два дена. Во МПС, Бордот ја дискутира економската и финансиската ситуација, одлучува за правецот на операциите во пазарот за пари и за ставот на монетарната политика во непосредната иднина и ги

објавува одлуките веднаш по состанокот. Базирано на одредниците, БЈ ги одредува количината на дневните операции во пазарот за пари и избира каков вид на оперативни инструменти ќе се користат и ги снабдува или ги одзема фондовите во пазарот. Одлуките во врска со монетарната политика се донесени базирано на мнозинско гласање на деветте члена на Бордот кој е сочинет од гувернерот, двајца заменици гувернери и шест други членови.

Додатно на исцрпното истражување и анализа на економијата и финансиските услови, БЈ ги проучува и ги испитува разните аспекти од важност за монетарната политика, како што се стратегијата на монетарната политика и инструментите, но и финансискиот систем. БЈ користи наоди базирани на истражување како база за одлучување на својата монетарна политика (веб-страницата на БЈ).

БЈ снабдува средства за финансиските институции преку, на пример, давање на позајмици кои се осигурени со колатерални средства дадени на БЈ од страна на тие институции. Таквите операции во Јапонија се наречени операции на снабдување на средства. Спротивен вид на операции, со кои БЈ ги одзема средствата, на пример, се издавање и продавање на хартии од вредност. Тоа се таканаречените „апсорбирачки“ операции.

Регуларниот дневен распоред за операции на отворениот пазар вклучуваат купување и продавање на финансиски инструменти, вклучувајќи, главно, трезорски записи, финансиски хартии од вредност со помош на конечни трансакции или договори за повторно купување во рок од еден ден или во некој иден ден (Мијаноја, 2000, стр. 19, исто така види ја табелата 4). Истекувањето на договорите склопени на одредено време и со иден датум на истекување се обично во рок од една недела од три месеци во повеќе случаи. Мијаноја (2000, стр. 17-20) ги опишува процедурите на БЈ во отворениот пазар во детал како и прифатливите спротивни институции кои учествуваат во операциите. Сите трансакции во отворениот пазар се водени во форма на тендер со варијабилна каматна стапка (Бофингер, 2001, стр. 365).

ЗАКЛУЧОЦИ ОД МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЈАПОНИЈА

Генералниот успех на монетарната политика на БЈ е речено дека е повеќе или помалку на ниво на резултатите кои беа постигнати од страна на Бундесбанката и Федералниот резервен систем (Бофингер, 2001, стр. 311). Но, исто така постои и голема разлика во успехот во 1970-те, 1980-те и периодот кој почнува во раните 1990-ти години. Во 1970-те и 1980-те Јапонија ги надмина другите индустриски земји. Од 1993 до 1999 година тој успех беше многу полош од другите индустриски земји (Табела 1).

Рецесијата и слабиот успех на економијата за време на 1990-те беше резултат на неколку фактори. Меѓу нив се последиците на меурот создаден од високите цени на активата кој колабира во доцните 1980-ти години, проблеми во финансискиот систем, проблеми со работната продуктивност и прекумерно силната валута. Сите овие проблеми придонесоа за генералниот економски тренд познат како јапонската изгубена декада. Бавниот чекор продолжи во 2000-те години и остана присутен скоро до 2008 година, кога Светската економска криза произведе додатни притисоци врз јапонската економија.

Лекциите од водењето на монетарната политика од страна на БЈ се нарочно значајни поради користењето на неконвенционални монетарни политики што беа предмет на значајна дебата за време на јапонската голема рецесија и станаа критично важни на почетокот на глобалната финансиска криза во 2008година.

Некои од клучните лекции според овој дел на дисертацијата се следните:

- Наместо да ги следи монетарните агрегати како алатки, во поголем дел на 1970-те и 1980-те години БЈ ја користеше финансиската структура и трансмисиониот механизам како алатки на монетарната политика. Тие беа користени поради важноста на кредитниот канал на трансмисиониот механизам во Јапонија и постоењето на „прозорно управување“ како инструмент на монетарната политика. Карактеристиките на трансмисиониот механизам можат, според тоа, да бидат значаен фактор во водењето на ефективна монетарна политика.

- И покрај строгата стратешка ориентација базирана на инфлацијата, БЈ за време на големата рецесија имаше цврст став дека се бореше со уникатни и тешки економски услови за кои беше потребна монетарна политика различна од инфлациското таргетирање. БЈ затоа не го усвои експлицитното инфлациско таргетирање. Наместо тоа, спроведе збир на неконвенционални монетарни политики, вклучувајќи квантитативно олеснување.

- Клучни причини БЈ да не ја прифати стратегијата на инфлациско таргетирање за време на големата рецесија беа верувањето дека таа не би била ефективна во средина со нула каматна стапка и дека методот не беше тестиран во таква средина. Двете причини алудираат на тоа дека БЈ го заштитуваше својот кредибилитет.

- Продолжените економски рецесии, спротивно на цикличните рецесии, се ретко предизвикани само поради монетарната политика. Фундаменталните причини за остри рецесии инволвираат недоволно ниво на агрегатна побарувачка, значајна загуба на богатството и техничката нерентабилност на претпријатијата во приватниот сектор.

- Дефлација произведена заради фактори различни од ефектите на намерно преземена дезинфлација (како резултат на монетарна политика) може да биде симптом наместо главна причина за економско опаѓање и рецесија. Дејствувањето против дефлацијата, дури и кога се користи значаен монетарен стимул, не може да биде секогаш ефективно ако постојат подлабоки фундаментални алтернативни причини за рецесијата.

- Конвенционалната и неконвенционалната монетарна политика не беше успешна во подобрувањето на економскиот раст и вкоренетата дефлација во Јапонија. Причината за оваа неефикасност на монетарната политика се наоѓа лесно ако прифатиме дека рецесијата е одржана од фактори кои не реагираат на монетарен стимул.

- Повремените подобрувања на економските услови во Јапонија за време на големата рецесија и фактот дека рецесијата никогаш не го помина прагот на економска депресија може да се припише на значајниот стимул на фискалната политика и потрошувачката од страна на домаќинствата базирана на лични заштеди.

ЗАКЛУЧОЦИ

Дисертацијата е анализа на теоријата на монетарната политика и нејзиното спроведување во пет индустриски земји. Целта на дисертацијата е да обезбеди резултати од истражувањето кои се релевантни за реалните економски проблеми наведени во воведот на дисертацијата врз основа на науката и искуството од монетарната политика. Заклучокот на дисертацијата има два дела: Процесот на размислување и презентација на клучните наоди.

Процесот на размислување за тезите

Главните прашања за дисертацијата се базирани на глобалната финансиска криза во 2008 година, но постојат неколку фактори кои придонесоа за големината и природата на дисертацијата. Меѓу нив е фактот дека финансиската криза влијаеше врз големите индустриски и високо напредни економии. Ова доведе до изборот на САД, Велика Британија, Европа (Германија и еврозоната) и Јапонија како студиски предмети.

Второ, кога финансиската криза стана најголемата закана за макроекономската стабилност светот веќе беше навикнат да ги согледа сите прашања од макроекономската стабилност како поврзани со монетарната политика. Важно беше да се разјасни заблудата на оваа претпоставка со одвојување на монетарната политика од многу други причини за финансиската криза. Тоа исто така значи дека постои потреба да се испита монетарната политика одвоено. Една од целите на дисертацијата, според тоа, беше да се дефинира соодветното место на монетарната политика во однос на финансиската криза и во однос на макроекономската стабилност.

Третиот фактор што го оформува дисертацијата е тешкотијата на оценувањето на причините, природата и влијанието на финансиската криза од 2008 година, веднаш по почетокот на кризата. Претходното искуство со таквите брзорастечки и длабоки кризи покажува дека кризата во 2008 година беше, веројатно, предизвикана од повеќе фундаментални економски причини. Овие причини, пак, би биле многу повеќе видливи со некоја историска дистанца. Ако монетарната политика не беше главната движечка сила за кризата, тоа мораше да се објасни и ако дисциплината има потенцијал да придонесе за економското заздравување, тоа е исто така добра причина за истражување.

Третиот фактор затоа доведе до изборот на дисертација која се фокусира на еволуцијата на монетарната теорија и водењето на монетарната политика од крајот на аранжманот Бретон Вудс до почетокот на финансиската криза во 2008 година. Овој вид фокус обезбедува сеопфатна студија за улогата на централните банки и на монетарната политика. Дисертација се навраќа на основите на науката, истражувањето на секоја теорија и пракса и постепено акумулирање научни сознанија и споредување на истите со практичното искуство во пет индустриски земји.

Како дополнителен научен придонес, дисертација, исто така, откри некои важни практични и организациски аспекти на струката на централното банкарство. Тука можеме да ги забележиме неколку од многуте прашања кои беа одговорени во претходните делови: зошто централните банки ги донесуваат одлуките кои беа донесени, како ги утврдуваат своите цели, како се спроведува монетарната политика, колку е важно лидерство на централната банка или владата за нејзиниот успех, колку беа транспарентни централните банки, дали тие работат според правила или дискреција, итн.

Некои од прашањата, сепак, останаа неодговорени. Активностите и одлуките на централните банки се резултат на некои од најсложените анализи, модели и пресметки. Додадено на ова е поимот на субјективната проценка како неопходна состојка во процесот. Комплексноста на институционалните одлуки тогаш станува премногу езотерична од научна гледна точка. Во пракса, тоа е предадено на мал број поединци во рамките на централните банки и на разни комисии и одбори кои донесуваат одлуки за каматните стапки и други политики кои ги препознаваме како монетарна политика. Нивното уникатно знаење и експертиза често е невозможно да се добие надвор од централната банка.

Наодите од дисертацијата

Дисертацијата ги докажа централните тези поставени во воведот и, исто така, одговори на некои од другите основни прашања покренати во текот на процесот на истражување. Овој дел опишува како и зошто дисертација ги докажува главните тези и ги нагласува најрелевантните заклучоци кои се наоѓаат во остатокот на дисертацијата.

Во текот на периодот меѓу 1973 и 2008 година, петте зони на монетарната политика опишани во оваа дисертација постигнаа висок степен на макроекономска стабилност. Монетарната политика од страна на Федералниот Резервен Систем на САД,

Банката на Англија, Бундесбанката, Европската централна банка и Банката на Јапонија, постигна ценовна стабилност со постигнувањето на ниска и стабилна инфлација.

Периодот на стабилност на цените по раните 1980-те години, познат како „големата умереност“ се совпаѓа со високо ниво на економски раст и ниска невработеност во четири од петте студии, со исклучок на Јапонија во 1990-тите. Дури и во Јапонија, која доживеа одржлив период на дефлација, економијата никогаш не премина во економска депресија. Целокупната ситуација, сепак, се промени драстично во последната година од овој временски период и продолжи да се влошува по 2008 година.

Дисертација претставува три централни тези поврзани со неуспехот на монетарната политика во спречувањето на економската криза во индустријализираните земји: (1) монетарната политика постигна ценовна стабилност како цел, но не успеа да ги постигне или да ги зачува другите макроекономски цели, (2) монетарната политика не беше исто толку ефикасна во постигнување на целите на финансиската стабилност, целосна вработеност и економскиот раст и (3) овие ограничувања, најверојатно, доведоа до парадигма дека со монетарната политика треба да се постигне само стабилноста на цените. Поддршката за сите три хипотези е презентирана во претходниот дел. Во заклучокот ќе се осврнам на тоа како дисертација ја докажува секоја од трите тези во поопшта смисла.

(1) Првата теза е поддржана од значителен износ на статистички докази и вистински економски индикатори. Централните банки во сите пет студии спроведувале мерки за краткорочните каматни стапки да се движат спротивно на инфлациските трендови. Во секоја од студиите централна банка доведе до значајна дезинфлација во почетокот на 1980-тите и помали по големина дезинфлации распоредени епизодно во текот на периодот на големата умереност. До почетокот на 2000-тите постои трендот на ниска инфлација во сите пет економии и најголемата грижа за централните банки беше дефлацијата што веќе беше реалност во Јапонија.

Невработеноста и економскиот раст како цели не беа значително подобрени во споредба со инфлацијата. САД доживеа целосен неуспех на берзата во 1987 година и две рецесии, во 1991 и 2001 година. Велика Британија имаше значителни проблеми со вработеноста во 1980-тите години и ги следеше рецесиите во САД. Германија и Еврозоната беа генерално поуспешни од САД, а Велика Британија и Јапонија ги надминаа другите економии во доцните 1970-ти и во 1980-тите години, но потфрлија во однос на економскиот раст и вработеноста во 1990-тите и 2000-тите. Најголем успех

беше постигнат во САД во 1990-тите, кога стапката на невработеност постигнува просек од блиску до 4%, историски ниско ниво. По кризата во 2007 година, економијата на САД влезе во рецесија. Во 2008 година, кризата во финансискиот сектор која потекна од Вол Стрит, со неуспехот на неколку инвестициски банки есента 2008 година, создаде тешка рецесијска клима во сите индустриски земји. Монетарната политика, додека инфлацијата е сè уште беше на ниско ниво, според тоа, не успеа да поддржи целосна макроекономска стабилност во текот и по финансиската криза.

(2) Втората хипотеза, теоретската и практичната немоќ на монетарната политика да обезбеди финансиска стабилност, се објаснува со ограничувањата на трансмисиониот механизам и структурата на институционалната рамка во секоја од студиите. Трансмисиониот механизам останува еден од најтешките области за истражување и остана помалку разбрана тема. Затоа централните банки и владите во индустриските земји не посветија доволно внимание на можноста за финансиски колапс на ниво што би ги загрозило релативно стабилните индустријализирани економии.

Недоволното внимание во врска со финансискиот сектор и неговата улога во трансмисиониот механизам најверојатно ја потценира фундаменталната претпоставка потребна за ефикасна монетарна политика, функционален финансискиот систем. Централните банки се потпираат на комерцијалните банки и на други финансиски посредници за нивното спроведување на монетарната политика. Финансискиот сектор е одговорен за функционирањето на кредитниот канал на трансмисиониот механизам и се користи во пазарот на монетарни операции од страна на централната банка, меѓу другите клучни економски функции. Сепак, регулаторната рамка, надзорот и функционирањето на финансискиот сектор, често се изоставени од директен и целосен домен на централните банки. Тоа беше евидентно во изјавите дадени од гувернерите на централните банки кои го изразија своето незадоволство од тоа што немаат доволно контрола или влијание врз финансиските институции.

Причината за недостатокот на поефективен надзор не е недостатокот на експертиза, затоа што централни банки често се активни учесници во пазарот за пари и другите финансиски пазари во водењето на монетарната политика. Централните банки, исто така, добро го разбираат влијанието на банките врз здравјето на финансискиот сектор и економијата и имаат високо ниво на разбирање на кредитниот канал на трансмисиониот механизам. Тврдејќи дека микроменаџирањето на финансискиот сектор беше непожелно и скоро невозможно, централните банки се чини се согласуваат дека

тие се единствено кредитори од последна опција и само кога работите се критично влошени.

Иако ова гледиште е разбирливо, во смисла на една банка или делумно во секторот, првичната литературата за финансиската криза од 2008 година тврди дека централните банки биле лошо советувани да ги игнорираат системските ризици по финансискиот сектор. Тие треба да бидат вклучени во спречувањето на некои од системски ризици на прво место. Причините за овој конкретен неуспех може да се најде на ниво на институционалната рамка.

Монетарната политика, барем кога финансискиот сектор и економијата се рентабилни, беше ефикасна во постигнувањето на ценовната стабилност. Делумниот придонес се покажа како недоволен за да се одврати бранот на тешката економска криза предводена од финансискиот сектор. Во најмала рака, постои силен аргумент дека ефективната монетарна политика зависи од здравиот и робусен финансиски систем. Ова го прави финансискиот сектор многу важен за операциите во централното банкарство. Сепак, гувернерите на централните банки ја поткрепија перцепцијата дека постои значајна поделба помеѓу монетарната политика и финансиската стабилност, велејќи дека тие се подобро опремени да се соочат со последиците од колапс на финансискиот систем отколку за превенција.

(3) Според третата хипотеза, и покрај реториката за спротивното и тврдењето дека тоа е само најважната цел, постигнувањето на стабилност на цените нашироко се смета од страна на централните банки како единствена легитимна цел на монетарната политика. Централните банки, во најмала рака, придонесоа кон создавање на оваа вградена парадигма дека монетарната политика е автономна дисциплина чија цел е ограничена на постигнување на ценовна стабилност. Парадигмата, исто така, смета дека остварувањето на стабилноста на цените, а со тоа заштита на вредноста на парите, е доволен придонес на монетарната политика кон макроекономската стабилност.

Целта на стабилноста на цените, во голема мера средна или долгорочна цел, сепак, е дополнително оптоварена со важни краткорочни макроекономски цели кои зависат од краткорочна стабилност, вклучувајќи ја финансиската стабилност. Понатаму, ако предходно се оствари ниска и стабилна инфлација, централните банки се обидуваат да ги постигнат овие други цели во својата политика. Во пресрет на финансиската криза од 2008 година тоа не успеа. Овој неуспех не беше цитиран од страна на централните банки во голема мерка. Централните банки, ако се притиснат да признаат каков било неуспех, би тврделе дека јавноста мора да сподели барем дел од вината поврзана со

институционалната рамка која создаде очекувања на прво место без обезбедување на потребните алати или експлицитна одговорност на централните банки за финансиска стабилност.

Исто така е можно дека постоеше големо неразбирање што точно значи финансиска стабилност, со тоа што јавноста и централните банки имаа различни ставови. За јавноста финансиска стабилност може да значи одржливост на секторот или барем невозможноста на целосен банкарски неуспех. За централните банки финансиска стабилност значеше обезбедување ликвидност и функционален финансискиот систем, со индивидуалните неуспеси како прифатливи загуби во системот.

Друга важна анализа на улогата на монетарната политика во остварувањето на макроекономската стабилност е поврзана со поделбата помеѓу монетарната и фискалната политика. Во реалноста, оваа поделба е резултат на трендот на независност на централните банки. Целите на централните банки се потесно фокусирани на стабилноста на цените и ги исклучуваат речиси сите други размислувања. Владите, пак, често практикуваат фискална политика со исклучок на монетарните движења. Секоја успешна координација на двете економски политики, според тоа, беше условена со ефективна соработка и координација на владата со нејзината централна банка. Со исклучок на Јапонија, а во некои случаи Велика Британија, процесот на координација беше недоволен, а загубата од оваа некоординираност се одразува врз макроекономската стабилност.

Дисертација најде голем степен на сличност во приодот кон монетарната политика во сите пет студии. Ова може да се припише на два фактора. Прво, значителна врска меѓу еволуцијата на монетарната теорија и водењето на монетарната политика. Накратко, иновациите од монетарната теорија доведе до промени насекаде. Вториот фактор би можел да биде меѓусебната поврзаност на нивните економии, но исто така сличности во нивните политички системи, институционалните рамки и блиски лични врски помеѓу самите централни банки.

Исто така, дисертацијата откри и разлики во пристапот и стратегија во секоја од студиите. Прво, стратегијата на монетарната политика зависи од разбирањето и специфичната природа на трансмисиониот механизам во секоја од економиите. Второ, во некои економии, како што се САД, Германија и Еврозоната, монетарната политика беше главно водена од домашните фактори. Во Велика Британија и Јапонија монетарната политика беше под извесно влијание на нивната релативна зависност од меѓународната трговија. Стратегијата на монетарната политика на Велика Британија

содржи значајни елементи на таргетирање на девизниот курс, а големата рецесија во Јапонија ја принуди централната банка да употреби неконвенционални монетарни политики кога поголемиот дел од другите централни банки спроведуваа имплицитно или експлицитно инфлациско таргетирање.

Различни степени на независност на централните банки во овие земји се движеа кон поголема независност, но во пракса не постои силен доказ дека повеќе независните централни банки беа поуспешни во нивната мисија за постигнување на стабилност на цените. Таму каде што централните банки не одлучуваа самостојно тие беа значаен дел од процесот на одлучување. Повеќе од сè, централните банки служат како неопходни организации заради нивната уникатна и значителна експертиза. Сè додека монетарните власти се потпираа на оваа експертиза беа постигнати резултати.

Многу од дискусиите во врска со монетарната теорија во 1970-тите и 1980-тите години беа загрижени со користењето на правила или дискреција во изборот на видот на монетарната политика и кое од нив беше во теоријата оптимално. На крај, концептот на оптималност се покажа како теоретски концепт. Централните банки користат различни други методи и теории но истовремено ги стават посложените макроекономски модели во позадина. Дури и од страна на централните банки се негира дека тие работат според теоретските монетарни правила. Општите правила, како што се монетарното или таргетирањето на инфлацијата, беа користени како заднина за голем број на други повеќе едноставни или појасни концепти. Голем дел од литературата врз основа на емпириски докази утврди силна корелација помеѓу каматните политики од страна на централните банки и инфлациските очекувања или прогнози. Ако макроекономските модели (особено оптималните) помагаат при одлуките на комитетите и одборите кои одлучуваат за монетарната политика тоа го прават со опишување на моменталната состојба во економијата, одлуките, од друга страна се водени од повеќе други фактори, како интуиција, практични, па дури и лични (базирани на верување) размислувања.

Ова откритие води до генерален заклучок дека одлуките на овие централни банки се направени во голема мера со помош на дискреција. Како такви, одлуките се исто така предмет на фактори како што се психологијата, карактерот и личната историја, колку и што било друго. Зборовите на Блиндер (1997, стр. 17), сепак, остават простор за поизбалансиран поглед: „Согледувајќи ја сега монетарната политика од двете страни, можам да сведочам дека централното банкарство во пракса е уметност исто како и наука. Сепак, додека ја практикував оваа темна уметност, секогаш сум ја нашол науката доста корисна“.

Конечно, сите лекции во врска со монетарната политика пред финансиската криза од 2008 година не можеа да ги надминат факторите кои доведоа до кризата. Во општи црти, монетарната политика се покажа како ограничена во време на длабока и значајна економска криза, кога ценовната стабилност не може да компензира за сите други форми на макроекономска стабилност или да ги поправи проблемите на солвентност, одржливост или неодржливи услови на деловниот циклус.

Соочени со таква криза во 2008 година, Федералниот Резервен Систем на САД беше добро подготвен да внесе ликвидност во финансискиот систем, и да спречи многу подлабока економска криза. Ако искуството на Јапонија и другите земји кои се соочувале со подлабоки финансиски кризи е каков било индикатор, сите напори од страна на централните банки да влијаат врз економијата имаат привремен карактер. За да се постигне макроекономска стабилност потребна е многу поширока интервенција. Приватниот сектор, како најпотентната сила во капиталистичката, пазарно ориентирана економија, евентуално ќе ја доведе економијата до опоравување. Дотогаш, централните банки можеби треба да прифатат многу поголема одговорност за макроекономската стабилност, отколку што тоа беше случај пред финансиската криза. Во меѓувреме, ако сакаме да го видиме раѓањето на новата парадигма на монетарната политика, потребно е да се дојде до многу позначајно истражување во областа на монетарната политика и стабилноста на финансискиот систем.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

Adam, C., Cobham, D., & Girardin, E. (2005). Monetary Frameworks and Institutional Constraints: UK Monetary Reaction Functions, 1985-2003. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 64 (4), 497-516.

Adema, Y., & Sterken, E. (2003). Monetary Policy Rules from Fisher to Svensson, Taylor and Woodford. University of Gronningen.

Aksoy, Y., Orphanides, A., Small, D., Wieland, V., & Wilox, D. (2005). A quantitative Exploration of the Opportunistic Approach to Disinflation. CFS Working Paper number 2005/19 . Center for Financial Studies .

Alesina, A., Blanchard, O., Gali, J., Giavazzi, F., & Uhlig, H. (2001). Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area. In Monitoring the European Central Bank Volume 3. Centre for Economic Policy Research.

Alfonso, G., & Lagos, R. (2012). Trade Dynamics in the Market for Federal Funds. Federal Reserve Bank of New York Staff Report (549).

Allen, W. A. (2000). Inflation Targeting in the United Kingdom (1992-2000). Inflation Targeting Conference - October 19-20, 2000 , pp. 64-74.

Anderson, R. G. (2003, April). Some Tables of Historical U.S. Currency and Monetary Aggregates Data. Working Paper 2003-006 . Federal Reserve Bank of St. Louis Research Division.

Angeriz, A., & Arestis, P. (2009). Monetary Policy in the UK. Cambridge Journal of Economics, 31 (6), 863-884.

Arestis, P. (2009). New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal. Levey Economics Institute Working Paper Series . University of Cambridge.

Arestis, P., & Chortareas, G. (2006). Monetary Policy in the Euro Area. Journal of Post Keynesian Economics, 28 (3), 371-394.

Arestis, P., & Sawyer, M. (2002). The Bank of England Macroeconomic model: Its Nature and Implications. Journal of Post Keynesian Economics, 24 (4), 529-545.

Arestis, P., & Sawyer, M. (2008). The New Consensus Macroeconomics: An Unreliable Guide for Policy. Revista Analise Economica, 26 (50), 275-297.

Asso, P. F., & Leeson, R. (2012). Monetary Policy Rules: From Adam Smith to John Taylor. In E. Koenig, R. Leeson, & G. Kahn, The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy (pp. 3-62). Stanford, California: Hoover Institution Press.

Athey, S., Atkeson, A., & Kehoe, P. (2005). The Optimal Degree of Discretion in Monetary Policy. Econometrica , 73 (5), 1431-1475.

Axilrod, S. H. (2011). Inside the Fed, Monetary Policy and its Management, Martin through Greenspan to Bernanke. Cambridge, MA: The MIT Press.

Ball, L. M. (1999). Policy Rules for Open Economies. In J. B. Taylor (Ed.), Monetary Policy Rules (pp. 127-156). University of Chicago Press.

Baltensperger, E. (1999). Monetary Policy Under Conditions of Increasing Integration. In D. Bundesbank, Fifty Years of the Deutsche Mark, Central Bank and the Currency in Germany Since 1948 (pp. 439-521). Oxford University Press.

Bank of England. (1976, November). The Definition of Domestic Credit Expansion and Monetary Supply in Relation to the Monetary Target. Bank of England.

Bank of England. (1999). The Transmission Mechanism of Monetary Policy. The Monetary Policy Committee, Bank of England.

Bank of England. (1999b). Economic Models at the Bank of England. Bank of England.

Bank of England. (2000b). Economic Models at the Bank of England. Bank of England Quarterly Bulletin, 40 (4), 365-367.

Bank of England. (2000c, September). Economic Models at the Bank of England, September 2000 Update.
Bank of England. (2005). Bank of England Quarterly Economic Model.
Bank of England Monetary Policy Committee. (2000, November). Inflation Report. Bank of England.
Bank of Japan. (2000, October). On Price Stability. Bank of Japan Paper .
Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model. Journal of Political Economy , 91 (4), 589-610.
Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics , 12, 101-121.
Barsky, R. B., & Kilian, L. (2002). Do We Realy Know That Oil Caused the Great Stagflation? In B. S. Bernanke, & K. Rogoff, NBER Macroeconomic Annual 2001 (pp. 137-183). Boston, MA: MIT Press.
Batten, D. S., Blackwell, M. P., Kim, I.-S., Nocera, S. E., & Yuzoru, O. (1990). The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures. Washington DC: International Monetary Fund.
Bean, C. (2003). Inflation Targeting: The UK Experience. German Economic Association Annual Meeting October 1-3, 2003. Zurich: German Economic Association .
Bean, C., & Jenkinson, N. (2001). The Formulation of Monetary Policy at the Bank of England. Bank of England Quarterly Bulletin (Winter), 434-441.
Bech, M., & Keister, T. (2012). On the Liquidity Coverage Ratio and Monetary Policy Implementation. International Banking and Financial Market Developments , 3 (49).
Bech, M., & Monnet, C. (2013). The Impact of Unconventional Monetary Policies onthe Overnight Interbank Market.
Beechey, M. J. (2008, August 13). Lowering the Anchor: How the Bank of England's Inflation-Targeting Policies Have Shapped Infltion Expectations and Perceptions of Inflation Risk. Staff Working Paper, Finance and Economics Discussion Series (FEDS) .
Belke, A., & Polleit, T. (2006). How the ECB and U.S. Fed Set Interest Rates. Frankfurt School of Finance and Management Working Paper Series no. 72 .
Belongia, M. T., & Crystal, A. K. (1990). The Pitfalls of Exchange Rate Targeting: A Case Study from the United Kingdom. The Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 72 (5), 15-24.
Benati, L. (2006). UK Monetary Regimes and macroeconomic Stylized Facts. Bank of England. Working Paper 290.
Berger, H., Harjes, T., & Stavrev, E. (2010). The ECB's Monetary Analysis Revisited. Springer Berlin Heidelberg , 33-86.
Bernanke, B. (2007). Inflation Expectations and Inflation Forecasting. . Remarks at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute . Cambridge, Massachusetts: Federal Reserve Board.
Bernanke, B., & Blinder, A. (1988). Money Credit and Aggregate Demand. The Americal Economic Review Papers and Proceedings , 78 (2), 435-439.
Bernanke, B., & Blinder, A. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. American Economic Review , September (2), 901-921.
Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. National Bureau of Economic Research (No. w5146) .
Bernanke, B., & Mishkin, F. (1992). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. NBER Macroeconomics Annual 1992 , 7, 183-238.
Bernanke, B., & Mishkin, F. (1997). Inflatin Targeting: A New Framework for Monetary Policy? National Burau of Economic Research (No. w5893) .

Bernanke, B., & Mishkin, F. S. (2009). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. In F. S. Mishkin, Monetary Policy Strategy (pp. 165-206). Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Bernanke, B., & Reinhart, V. (2004). Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. The American Economic Review , 94 (2), 85-90.

Bernanke, B., Reinhart, V., & Sack, B. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. Brookings Papers on Economic Activity (2), 1-100.

Bernanke, B. S. (1988). Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit? Business Review , 11, 3-11.

Bernanke, B. S. (2000). Japanese Monetary Policy: A case of Self-Induced Paralysis? Japan's Financial Crisis and Its Prallels to US Experience, Special Report, 13, 149-166.

Bernanke, B. S. (2005, April 14). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Homer Jones Lecture . St. Louis, Missouri: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Bernanke, B. S. (2010). Monetary Policy and the Housing Bubble. Annual Meeting of the American Economic Association. Atlanta, Georgia.

Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy transmission. National Bureau of Economic Research , w5146.

Bernanke, B. S., & Mihov, I. (1995). Measuring Monetary Policy. NBER Working Paper 5145.

Bernanke, B. S., & Mihov, I. (1996). What Does the Bundesban Target? NBER Working Paper Series .

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. (1992). Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. NBER Macroeconomics Annual, 7, pp. 183-203.

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997, January). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? NBER Working Paper No. 5893, Economic Fluctiations and Growth and monetary Economics . Cambridge, MA: NBER.

Bernanke, B. S., & Woodford, M. (1997). Inflation Forecast and Monetary Policy. National Bureau of Economic Research .

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The Financial Accelerator in a Quantitive Business Cycle Framework. In Handbook of Macroeconomics (Vol. 1, pp. 1341-1393).

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Watson, M. (1997). Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. Brookings Papers on Economic Activity , 91-157.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). German and Swiss Monetary Targeting: Precursors to Inflation Targeting. In B. S. Bernanke, T. Laubach, F. S. Mishkin, & A. S. Posen, Inflation Targeting, Lessons from the International Experience (pp. 41-85). Princeton: Princeton University Press.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S., & Posen, A. S. (1999). Inflation Targeting, Lessons from the International Experience. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Beyer, A., Gasper, V., Gerberding, C., & Issing, O. (2009). Opting Out of the Great Inflation, German Monetary Policy after the Break Down of Bretton Woods. European Central Bank Working Paper Series N0 1020. ECB.

Bindseil, U. (2004). Monetary Policy Implementation, Theory, Past, Present. New York: Oxford University Press.

Bindseil, U. (2004b). The Operating Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine. European Central Bank Working Paper Series (372).

Blattner, T., & Margaritov, E. (2010). Towards a Robust Monetary Policy Rule for the Euro Area. ECB Working Paper Series No. 1210 .

Blinder, A. S. (1999). Central Banking in Theory and Practice. MIT Press.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2005). The Federal Reserve System: Purposes and Functions. Washington D.C.: Publications Department, the Federal Reserve System.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013). Effective Federal Funds Rate. Selected Interest Rates 1954 - 2013 . Federal Reserve Bank of St. Louis.

Bofinger, P. (2001). Monetary Policy, Goals, Institutions, Strategies and Instruments. New York: Oxford University Press.

Bordo, M. D., & Schwartz, A. J. (1997, September). Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record. NBER Working Paper 6201 .

Borio, C., & Disyatat, P. (2010). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. The Manchester School , 78 (s1), 53-89.

Bovin, J. (2005). Has U.S. Monetary Policy Changed? Evidence from Drifting Coefficients and Real-Time Data. NBER Working Paper è 11314.

Brault, C., Haldane, A., & King, M. (1996). Central Bank Indepndence and Accountability: Theory and Evidence. Bank of England Quarterly Bulletin , 36 (1), 63-68.

Braun, R. A., & Waki, Y. (2006). Monetary Policy During Japans' Lost Decade. Japanese Economic Review , 57 (2), 324-344.

Brunner, A. D., & Kamin, S. (1995). Bank Lending and Economic Activity in Japan: Did "Financial Factors" Contribute to the Recent Downturn? Board of Governors of the Federal Reserve System Paper No. 513.

Brunner, K. (1968). The Role of Money and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 50, 8-24.

Brunner, K., & Meltzer, A. (1964). Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money. The Hournal of Finance , 19 (2), 240-283.

Bryant, R., Hooper, P., & Mann, C. (1993). Evaluating policy Regimes and Analytical Models: Background and Project Summary. Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics , 3-41.

Cabos, K., Funke, M., & Siegfried, N. A. (2001). Some Thoughts on Monetary Targeting vs. Inflation Targeting. German Economic Review , 2 (3), 219-238.

Calvo, G. (1978). On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy. Econometrica: Journal of the Econometric Society , 46 (6), 1411-1428.

Carlson, M. (2006). Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response. Finance and Economics Discussion Series . Federal Reserve Board, Washington D.C.

Cecchetti, S. (1994). Comment. In G. Mankiw (Ed.), Monetary Policy (pp. 188-193). Chicago: University of Chicago Press.

Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism. Economic Review , 77, 83-97.

Cecchetti, S. G. (1998). Policy Rules and Tarets: Framing the Central Banker's problem. Economic Policy Review (2), 1-14.

Cecchetti, S. G., Chu, R. S., & Steindel, C. (2000, April). The unreliability of Inflation Indicators. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, 6(4) . New York: Federal Reserve Bank of New York.

Chinn, M. D., & Dooley, M. P. (1997). Monetary Policy in Japan, Germany and the United States: Does One SIze Fit All? National Bureau of Economic Research (N0. w6092) .

Christ, C. (1983). Rules vs. Discretion in Monetary Policy. Cato Journal , 3 (1), 121-141.

Chrystal, A. (2008). Monetary Policy Independence: The First Ten Years of the UK Monetary Policy Committee and the First Year of the "not-nice" Decade. Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences, 2 (2), 1-24.

Clarida, R., & Gertler, M. (1997). How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. In C. Romer, & D. Romer (Eds.), Reducing Inflation: Motivation and Strategy (pp. 363-412). Chicago: University of Chicago Press for NBER.

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1998). Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. European Economic Review , 42 (6), 1033-1067.

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. Cambridge: NBER.

Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2000). Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. Quarterly Journal of Economics, 115, 147-180.

Cobham, D. (2002). The Making of Monetary Policy in the UK, 1975-2000. Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.

Cobham, D. (2012). From Bretton Woods to Inflation Targeting: Financial Change and Monetary Poliy Evolution in Europe. Heriot-Watt University Economics Discussion Papers .

Collignon, S. (2011, September). European Monetary Policy Under Jean-Claude Trichet. European Parliament Briefing Paper.

Corsetti, G., & Pesenti, P. (1999). Stability, Asymmetry and Discontinuity: the Outset of European Monetary Union. Brookings Papers on Economic Activity.

Costa, S. (2000). Monetary Conditions Index. Banco de Portugal, Economic Buletin , 6 (3).

Crockett, A. Rules vs. Discretion in Monetary Policy. In A Framework for Monetary Stability (pp. 165-184). Springer , Nethrerlands.

Crystal, A. A. (2001). Goodhart's Law: Its Origins, Meaning and Implications for Monetary Policy. London: Bank of England.

Cukierman, A. (2001). Accountability, Credibility, Transparency, and Stabilization in the Eurosystem. In C. Wyplosz (Ed.), The impact of EMU on Europe and the Developing Countries (pp. 40-75). Oxford: Oxford University Press.

Cukierman, A. (2002). Are Contemporary Central BanksTransparent About Economic Models and Objectives and What difference Does it Make? Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 84 (4).

Cukierman, A., Webb, S., & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Effect on Policy OUtcomes. The World Bank Economic Review , 6 (3).

Datta, S. (2011). Economics, Making Sense of the Modern Economy. Hoboken, New Jersey : Wiley & Sons, Inc.

Davies, H., & Green, D. (2010). Banking on the Future, The Fall and Rise of Central Banking. Princeton University Press.

De Long, B. J. (1997). America's Peacetime Inflation: The 1970s. In C. D. Romer, & D. H. Romer, Reducing Inflation: Motivation and Strategy (pp. 247-280). Chicago: Chicago University Press.

Delors, J. (1989). Report on Economic and Monetary Union in the European Community - April 17, 1989. Committee for the Study of Economic and Monetary Union .

Dennis, R. (2003). Time-Inconsistent Monetary Policies: Recent Research. Economic Letter (10).

Disyatat, P. (2010). The Bank Lending Channel Revisited. BIS Working Paper 297 .

Duisenberg, W. (1998). The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the European System of Central Banks and the International Role of the Euro. Speech in New York, November 12, 1998 .

ECB. (2004). The Monetary Policy of the ECB. European Central Bank Publication .

ECB. (2006). The Implementation of Monetary Policy in the EUro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures. ECB publication, September 2006 .

ECB. (2011). The Monetary Policy of the ECB. European Central Bank Publication.
Eichengreen, B. (1994). International Monetary Arrangements for the 21st Century. Washington D.C.: Brookings Institution Press.
Englander, S. (1991, Winter). Optimal Monetary Policy Design: Rules versus Discretion. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review .
Ennis, H., & Keister, T. (2008). Understanding Monetary Policy Implementation. FRBR Economic Quarterly .
European Commission Directorate General for Economic and Financial Affairs. (2002). Germany's Growth Performance in the 1990's. European Commission Economic Paper no. 170 - May 2002 .
Fagan, G., Henry, J., & Mestre, R. (2005). An Area-Wide MOdel for the Euro Area. Economic Modelling, 22 (1), 39-59.
Faust, J., & Svensson, L. (2001). Thransparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals. International Economic Review , 42 (2), 369-397.
Faust, J., Rogers, J., & Wright, J. (2001). An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules. FRB International Finance Discussion Paper (705).
Filardo, A. J. (2000). Monetary Policy and Asseet Prices. Economic Review , 85 (3), 11-38.
Fischer, B., Lenza, M., Pill, H., & Reichlin, L. (2006). Money and Monetary Policy: The ECB Experience 1999-2006.
Fischer, S. (1988). Monetary Policy and Performance in the U.S., Japan and Europe 1973-1986. Finanzmart und Porfolio Management (4).
Fisher, I., & Brown, H. (1911). The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Insterest and Crises. Macmillan.
Fourcans, A., & Vranceanu, R. (2004). The ECB Interest Rate Rule Under the Duisenberg Presidency. European Journal of Political Economy, 20, 579-595.
Fourcans, A., & Vranceanu, R. (2007). The ECB Monetary Policy: Choices and Challenges. Journal of Policy Modeling , 29 (2), 181-194 .
Fratianni, M., Von Hagen, J., & Waller, C. (1997). Central Banking as a Political Principal-Agent Problem. Economic Inquiry , 35 (2), 378-393.
Friedman, B. M. (1984). Lessons from the 1979-1982 Monetary Policy Experiment. American Economic Review, Vol. 74, No. 2, pp. 382-387.
Friedman, B. M. (1988, April). Lessons on Monetary Policy from the 1980's. NBER Working Paper Series è 2551 .
Friedman, B. M. (1996, February). The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidlines for U.S. Monetary Policy. NBER Working Paper Series è 5465 .
Friedman, B. M. (2005, March/April). What Remains from the Volcker Experiment? Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87 , 323-327. St. Louis, MO: The Federal Reserve Bank of St. Louis.
Friedman, M. (1948). A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability. The American Economic Review , 38 (3), 245-264.
Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Review , 58 (1), 1-17.
Friedman, M. (1970). The Counter-revolution in Monetary Theory: First Wincott Memorial Lecture Delivered at the Senate House . 33.
Friedman, M. (1985). The Fed's Monetarism Was Never Anything but Rhetoric. Letters to the Editor, Wall Street Journal, December 18, 1985.
December 18, 1985.Fuhrer, J. (1997). The (Un)Importance of Forward-Looking Behavior in Price Specifications. Journal of Money, Credit, and Banking , 338-350.

Fujiki, M. (2004). Inflation Targeting Discussions in Japan: Unconventional Monetary Policy Under Deflation, How People Have Argued; Why the BoJ Opposs Adoption. Center on Japanese Economy and Business working paper 219 .

Funabashi, Y. (1988, May). Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre. Institute for International Economics.

Gali, J., Gertler, M., & Lopez-Salido, J. (2001). European Inflation Dynamics. European Economic Review , 45 (7), 1237-1270.

Garratt, A., Koop, G., Mise, E., & Vahey, S. P. (2008). Real Time Prediction with U.K. Monetary Aggregates in the Presence of Model Uncertainty. University of Strathclyde. Glasgow: Strath Press.

Gaspar, V., Gabriel, P., & Sicilia, J. (2001). The ECB Monetary Policy Strategy and hte Money Market. ECB Working Paper 69, July 2001 .

Gavin, W. T. (1985, October 1). The M1 Target and Disinflation Policy. Economic Commentary . The Federal Reserve Bank of Cleveland.

Gavin, W. T. (1996, September/October). The FOMC in 1995: A step Closer to Inflation Targeting? Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 29-47. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gavin, W. T., & Kydland, F. E. (2000). The Nominal Facts and the October 1979 policy Change Federal Reserve Bank of St. Louis Review Review, 82 (6).

Gerberding, C. (2001, 09). The Information Content of Survey Data on Expected Price Developemnts for Monetary Policy. Volkswirtschaftliches Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank .

Gerberding, C., & Seitz, F. a. (2005). How the Bundesbank Realy Conducted Monetary Policy. North American Journal of Economics and Finance , 277-292.

Gerlach, S. (2003). The ECB's Two Pillars. Centre for Economic Policy Research, 3689.

Gertler, M., & Gilchrist, S. (1993). The Role of Credit Market Impervections in the Transmission of Monetary Policy: Arguments and Evidence. Scandinavian Journal of Economics (921), 43-64.

Giannoni, M., & Woodfored, M. (2003). Optimal Interest Rate Rules: General Theory. National Burau of Economic Research w9419 .

Gilbert, A. R. (1985, February). Operating Procedures for Conducting Monetary Policy. Economic Review .

Gilbert, A. R., & Trebing, M. E. (1981). The FOMC in 1980: A Year of Reserve Targeting. Review, 63 (7), 2-22.

Gilchrist, S., & Leahy, J. V. (2002). Monetary Policy and Asset Prices. Journal of Monetary Economics , 49 (1), 75-97.

Giovannini, A. (1993). Bretton Woods and its Precursors: Rules Versus Discretion in the History of International Monetary Regimes. In A retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Montary Reform (pp. 109-154). University of Chicago Press.

Goodfriend, M. (2002, Fall). The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987 to 2001. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 88 (4).

Goodfriend, M. (2004). Inflation Targeting in the United States? In B. S. Bernanke, The Inflation-Targeting Debate (pp. 311-352). Chicago: University of Chicago Press.

Goodfriend, M., & Whelpley, W. (1986). Federal Funds: Instrument of Federal Reserve Policy. Economic Review, 72 (5), 3-11.

Goodhart, C. (2000). The Role of the Monetary Policy Committee, Strategic Considerations. In M. L. (Eds.), Monetary Policy Frameworks in a Global Context. Routledge.

Goodhart, C. (2001, July/August). Monetary Transmission Lags and the Fourmulation of the Policy Decision on Interest Rates. Review , 165-182.

Goodhart, C. (2004). What is the Monetary Policy Committee Attempting to Achieve? Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift in Honour of Charles Freedman .

Goodhart, C., & Hofmann, B. (2000). Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy. Conference on Asset Markets and Monetary Policy. Stockholm: Sveriges Riksbank and Stockholm School of Economics.

Gourinchas, P.-O. (2010, February 26-27). U.S. Monetary Policy, 'Imbalances and the Financial Crisis'. Financial Crisis Inquiry Commission Forum . Washington D.C.

Greenspan, A. (1988). Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs of the U.S. Senate - July 13, 1988. U.S. Congress. Fraser Federal Reserve Archive web page: http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/greenspan/Greenspan_19880713.pdfgre.

Greenspan, A. (2005, February 16). Testimony of Chairman Alan Greenspan. Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report tot he Congress, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Sentate . Washington, D.C.: Federal Reserve Board .

Guender, A. (2005). Monetary Conditions Index. Princeton Encyclopedia of the World Economy , 1-6.

Gurkaynak, R., Levin, A., & Swanson, E. (2006). Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden. Working Paper 2006-09 . Federal Reserve Bank of San Francisco.

Haldane, A., & Batini, N. (1998). Forward-looking fules for monetary policy. National Bureau of Economic Research Working Paper 6543 .

Haldane, A. G. (1997). Some Issues in Inflation Targeting. Working Paper (74) . Bank of England.

Hall, R. E., & Mankiw, G. N. (1994). Nominal Income Targeting. In G. N. Mankiw (Ed.), Monetary Policy (pp. 71-94). University of Chicago Press.

Hayashi, F., & Prescott, E. C. (2002). The 1990s in Japan: A Lost Decade. Review of Economic Dynamics , 5 (1), 206-235.

Hayo, B., & Hofmann, B. (2006). Comparing Monetary Policy Reaction Functions: ECB Versus Bundesbank. Empirical Economics, 31 (3), 645-662.

Heller, D., & Lengwiler, Y. (2003). Payment Obligations, Reserve Requirements, and the Demand for Central Bank Balances. JOurnal of Monetary Economics , 50 (2), 419-432.

Henderson, D., & McKibbin, W. (1993). A Comparison of Some Basic Monetary Poolicy Regimes for Open Economies: Implications of Different Degrees of Instrument Adjustment and Wage Persistance. Carnegie-Rocherster COnference Series on Public Policy , 39, 221-317.

Hetzel, R. (1999). Japanese Monetary Policy: A Quantity Theory Perspective. FRB Richmond Economic Quarterly , 85 (1), 1-25.

Hetzel, R. (2003). Japanese Monetary Policy and Deflation . FRB Richmond Economic Quarterly , 89 (3), 21-52.

Hetzel, R. L. (2002). German Monetary History in the Second Half of the Twentieth Century: From the Deutsche Mark to the Euro. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 88/2 , 29-64.

Hilton, S., & Hrung, W. B. (2007). Reserve Levels and Intraday Federal Funds Rate Behaviour. Federal Reserve Bank of New York: Staff Report No. 284.

Hotson, A. (2010). British Monetary Targets, 1976 to 1989: A View from the Fourth Floor of the Bank of England. Special Paper number 190 .

Hubbard, R. G. (1995). Is There a Credit Channel' for Monetary Policy? National Bureau of Economic Research (w4977).

Hutchinson, M. M. (1986). Japan's Money focused Monetary Policy. Economic Review , 33-46.

Inter-American Development Bank. (2003). Financial Crises in Japan and Latin America. (E. C. Demaestri, & P. Masci, Eds.) IDB Publishing Section.

Issing, O. (2002). The Euro After Four Years: Is There a Risk of Deflation? . Speech held at the 16th European Finance Convention in London .

Issing, O. (2005). Why did the Great Inflation not Happen in Germany? Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 87 (2, Part 2), 329-335.

Issing, O. (2006). The ECB's Monetary Policy Straegy: Why did we Choose a Two Pillar Approach? The Role of Money-Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century, 260 .

Ito, T. (1989). Is the Bank of Japan a Closed Mmonetarist? Monetary Targeting in Japan, 1978-1988. NBER Working Paper No. 2879 .

Ito, T. (2004). Inflation Targeting and Japan: Why Has the Bank of Japan not Adopted Inflation Targeting? National Bureau of Economic Research WP No. 10818 .

Ito, T., & Hayashi, T. (2003, March). Inflation Targeting in Asia.

Ito, T., & Mishkin, F. (2004). Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem. National Burau of Economic Research Working Paper 10878 .

Jensen, H. (2006). Operating Procedures, Interest Rates and Monetary Policy. Notes for the course "Monetary Economics: Macro Aspect" . Copenhagen, Sweeden: University of Copenhagen Department of Economics.

Jinushi, T., Kuroki, Y., & Miyao, R. (2000). Monetary Policy in Japan Since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations. Japan's Financial Crisis and its Parallels to US Experience, Institute for International Economics, Special Report , 13, 115-148.

Kahn, G. A. (2012). The Taylor Rule and the Practice of Central Banking. In E. F. Koenig, R. Leeson, & G. A. Kahn, The Taylor Rule and the Transofrmation of Monetary Policy (pp. 63-101). Stanford: Hoover Institution Press.

Kalai, E., & Lehrer, E. (1993). Rational Learning Leads to Nash Equilibrium. Econometrica: Journal of the Econometric Society , 61 (5), 1019-1045.

Kashyap, A., & Stein, J. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42, pp. 151-195. North-Holland.

Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (1994). Monetary Policy and Bank Lending. In G. N. Mankiw (Ed.), Monetary Policy (pp. 221-261). University of Chicago Press.

King, M. (1994). Monetary Policy in the UK. Fiscal Studies, The Journal of Applied Public Ecoomics, 15 (3), 109-128.

King, M. (2012, October 9). Twenty Years of Inflation Targeting. Stamp Memorial Lecture at the London School of Economics .

Kneeshaw, J., & Van den Bergh, P. (1989). Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s. BIS Economic Papers (23).

Koenig, E. F., Leeson, R., & Kahn, G. A. (2012). The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy. Stanford, California: Hoover Institution Press.

Kohn, D. (2001). The Kohn Report on MPC Procedures. Bank of England Quarterly Bulletin, 41 (1), 35-49.

Kohn, D. (2003, January 25). Comments on Marvin Goodfriend's "Inflation Targeting in the United States?". Federal Reserve Board Documents/Speeches/2003 . Bal Harbour, Florida: Federal Reserve Board.

Koo, R. C. (2009). The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession. John Wiley & Sons (Asia) .

Kool, C. J. (2005). What Drives ECB Monetary Policy? Discussion paper series/Tjalling C. Koopmans Research Institute, 5 (03).
Krugman, P. (2002). Can Deflation be Prevented? Web: mit.edu/krugman. www/deflator.html.
Kuttner, K. N., & Posen, A. S. (2004). The Difficulty of Discerning What's Too Tight: Taylor Rules and Japanese Monetary Policy. The North American Journal of Economics and Finance , 15 (1), 53-74.
Kydland, R., & Presott, E. (1977). Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. The Journal of Political Economy , 85 (3), 473-492.
Labonte, M., & Makinon, G. (2002). The Current Economic Recession: How Long, How Deep, and How Different from the Past. Congressional Research service. The Library of Congress.
Lansing, K., & Trehan, B. (2001). Forward-looking behaviour and th eoptimality of the Taylor rule. Working Paper .
Laubach, T., & Posen, A. S. (1997). Disciplined Discretion: The German and Swiss Monetary Targeting Frameworks in Operation. New York: Federal Reserve Bank of New York.
Lee, J., & Crowley, P. (2010). Evaluating the Monetary Policy of hte European Central Bank. Texas A&M University-Corpus, Working Paper .
Leigh, D. (2005, April). Estimating the Implicit Inflation Target: An Application to U.S. Monetary Policy. International Monetary Fund Working Paper WP/05/77 . International Monetary Fund.
Leigh-Pemberton, R. (1986). Financial Change and Broad Money. Bank of England Quarterly Bulletin, 26 (4), 499-507.
Licheron, J. (2007). The ECB Monetary Policy Rule and Inflation Dispersion Among EMU Countries.
Lohmann, S. (1992). Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility vs. Flexibility. The American Economic Review , 82 (1), 273-286.
Lothian, J. R. (2009, December). U.S. Monetary Policy and the Financial Crisis. Center for Financial Innovation and Stability . Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta.
Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A critique. Carnegie-Rocherster Conference Series on Public Policy , 1 (1), 19-46.
Manfred, N. J. (2002). Does Inflation Targeting Matter? Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper .
Manna, M., Pill, H., & Quiros, G. (2000). The Eurosystem's Operational Framework in the Context of its Monetary Policy Strategy. The Operational Framework of the Eurosystem and Financial Markets. ECB.
Marvin, G. (2007). How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. NBER Working Paper Series .
McCallum, B. (1989). Monetary Economics: Theory and Policy. New York: Macmillan.
McCallum, B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice: Two Critical Points. Carnegie-Rochestrer Conference Series on Public Polity , 39, 215-220.
McCallum, B. (1999). Issues in the Design of Monetary Policy. In J. Taylor, & Woodford (Eds.), Handbook of Macroeconomics. Amsterdam, North-Holland.
McCallum, B. (2001). Japanese Monetary Policy. Tepper School of Business, 312.
McCallum, B. (2003). Japanese Monetary Policy: 1991-2001. FRB Richmond Economic Quarterly , 89 (1), 1-31.
McCallum, B., & Nelson, E. (1999). Nominal Income Tareting in an Open Economy Optimizing Model. Journal of Monetary Economics , 43, 553-578.
McCallum, B., & Nelson, E. (2004). Targeting vs. Instrument Rules for Monetary Policy. NBER w10612 .

McCallum, B. T. (1995). Two Fallacies Concerning Central Bank Independence. National Bureau of Economic Research No. w5075 .

McCallum, B. T. (2005). What is the Proper Perspective for Monetary Policy Optimality? Tepper School of Business Paper 294 .

McKinnon, R. (2004). Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. . Journal of Common Market Studies, 42 (4), 689-715.

Meltzer, A. (1985). Japanese Monetary Policy. Tepper School of Business, Research Paper 798 .

Meulendyke, A.-M. (1998). The Federal Reserve and U.S. Monetary Poliy: A Short History. In U.S. Monetary Policy and Financial Markets. New York, NY: Federal Reserve Bank of New York.

Meyer, L. H. (2001). Does Money Matter. Homer Jones Lecture. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Mihailov, A. (2006, January). Operational Independence, Inflation Targeting and UK Monetary Policy. Economics Department University of Essex Discussion paper 602 (October 2005) . University of Essex.

Miller, P. (Ed.). (1994). Rational Expectations Revolution: Readings from the Front Line. MIT Press.

Mishkin, F. (1995). The Rational Expectations Revolution: A Review Article of: The Rational Expectations Revolution: Readings from the Front Line. National Bureau of Economic Research Working Paper 5043 .

Mishkin, F. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER w5464 .

Mishkin, F. (1998). International Experience with Different Monetary Policy Regimes. Conference on Monetary Policy Rules, Stockholm, June 12-13, 1998. Sveriges Riksbank and the International Institute of Economic Studies.

Mishkin, F. (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. NBER . New York, New York.

Mishkin, F. (2000b). Inflation Targeting in Emerging Market Countries. National Bureau of Economic Research (No. w7618) .

Mishkin, F. (2000, January November 14-15). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries.

Mishkin, F. (2001). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from Industrialied Countries. World Bank Policy Research Working Paper (2684) .

Mishkin, F. (2001b). Inflation Targeting. Encyclopedia of Macroeconomics. Graduate School of Business, Columbia University and NBER.

Mishkin, F. (2006). The Inflation-Targeting Debate. Issues in Inflation Targeting Debate (pp. 195-220). Proceedings of a Conferene Held by the Bank of Canada.

Mishkin, F. (2009). Monetary Policy Strategy. Cambridge , Massachusetts: MIT Press.

Mishkin, F., & Posen, A. (1997). Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. National Bureau of Economic Research Working Paper w6126 .

Mishkin, F., & Posen, A. S. (1997b). Part III. German Monetary Policy Targeting: A precursor to Inflation Targeting in Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. (K. D. Garbade, Ed.) FRBNY Economic Policy Review , 3 (3), 21-34.

Miyanoya, A. (2000). A Guide to the Bank of Japan's Market Operations. Financial Markets Department Working Paper Series, Bank of Japan April 2000 .

Miyao, R. (2002). The Effects of Monetary Policy in Japan. Journal of Money, Credit and Banking , 34 (2), 376-392.

Morton, J., & Wood, P. (1993). Interest Rate Operating Procedures of Foreign Central Banks. In M. Goodfriend, & D. Small (Ed.), Operating Procedures and the Conduct of Monetary Policy: Conference Proceedings.1. Washington: Federal Reserve Board.

Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. The Canadian Journal of Economics and Political Science , 29 (4), 475-485.

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, 51 (4), 657-665.

Mussa, M. L., Volcker, P. A., & Tobin, J. (1994). Monetary Policy. In M. Feldstein, American Economic Policy in the 1980's (pp. 81-164). Chicago: University of Chicago Press.

Nautz, D., & Oechssler, J. (2003). Overbidding in Fixed Rate Tenders - An Empirical Assessment of Alternative Explanations. Bonn Economic Discussion Papers No. 2003 , 1.

Nelson, E. (2000). UK Monetary Policy 1972-97: A Guide Using Taylor Rules. Bank of England Working Paper .

Nelson, E. (2007). The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany. International Journal of Central Banking , 3.

Nelson, E., & Nikolov, K. (2002). Monetary Policy and Stagflation in the UK. Bank of England Working Paper Series. Bank of England Publications Group.

Neumann, M. J. (2008). Some Observations on the European Central Bank's Monetary Policy.

Nikolov, K. (2002, June). Monetary Policy Rules and the Bank of England. The Role of Monetary Rules in the Conduct of Monetary Policy . Frankfurt : European Central Bank.

Nilsen, J. H. (1997). Borrowed Reserves, Federal Funds Rate Targets, and the Term Structure. Copenhagen: EPRU, Economic Policy Research Unit Copenhagen Business School.

Obsfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The Mirage of fixed exchange rates. Journal of Economic Perspectives , 9 (4), 73-96.

Obstfeld, M. (1990). The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience, 1985-1988. In W. H. Branson, J. A. Frenkel, & M. Goldstein, Inernational Policy Coordination and Exchange Rate Fluctiations (pp. 197-246). Chicago: University of Chicago Press.

Oda, N., & Ueda, K. (2005). The Effects of the Bank of Japan's Zero Interst Rate Commitment and Quantitative Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach. Center for International Research on the Japanese Economy Working Paper F 336 .

Okina, K. (1993). Market Operations Japan: Theory and Evidence. In S. K. J. (Ed.), Japanese Monetary Policy (pp. 31-62). Chicago: University of Chicago Press.

Okina, K. (1999). Monetary Policy Under Zero Inflation: A Response to Criticisms and Questions Regarding Monetary Policy. Monetary and Economic Studies , 17 (3), 157-182.

Okina, K., Shirakawa, M., & Shiratsuka, S. (2001). The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons. Monetary and Economic Studies (Special Edition) , 19 (2), 395-450.

Okina, K., Shirakawa, M., & Shiratsuka, S. (2003). Japan's Experience of Asset Price Bubbles: Is it a Case for Inflation Targeting? . Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary Policy , 81.

Olivei, G. P. (2002). Japan's Approach to Monetary Policy. New England Economic Review , 39-44.

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). (1986). Economic Surveys 1985/1986, United Kindom. OECD Economic Surveys .

Orphanides, A. (1997). Monetary Polity Rules Base on Real-Time Data. Board of Governors of the Federal Reserve System .

Orphanides, A. (2001). Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data. American Economic Review, 91 (4), 964-985.

Orphanides, A. (2003). Historical monetary polity analysis and the Taylor Rule. Journal of Monetary Economics , 50 (5), 983-1022.

Orphanides, A., & Wieland, V. (2000). Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability. Journal of the Japanese and International Economies , 14 (4), 327-365.

Orphanides, A., & Wilcox, D. (2002). The Opportunistic Approach to Disinflation. International Finance, 5 , 47-71.

Osborne-Kinch, J., & Holton, S. (2010). A Discussion of the Monetary Conditions Index. Quarterly Buletin Articles , 68-80.

Pagan, A. (2003). Report on Modeling and Forecasting at the Bank of England. Bank of England Quarterly Bulletin, 43 (1), 60-88.

Papademos, L. (2003). Economic Cycles and Monetary Policy. Speech delivered at the nternational Symposium of the Banque de France on Monetary Policy, the Economic Cycle and Financial Dynamics .

Peek, J., & Rosengren, E. S. (1995). Bank Lending and the Transmission of Monetary Policy. Conference Series-Federal Reserve Bank of Boston. 39, pp. 47-68. Federal Reserve Bank of Boston.

Pepper, G. (1990). Money, Credit and Inflation: Historical Indictment of United Kindom Monetary Policy and Proposal for Change. Institute of Economic Affairs.

Phelps, E. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time. Economica , 254-281.

Pires, J. (2013). How Well Can Tayolor Rules Track the Behaviour of the ECB? Instituto Superior de Economia e Gestao (ISEG), University of Lisbon .

Poole, W. (1968). Commercial Bank Reserve Management in a Stochastic Model: Implications for Monetary Policy. Journal of Finance , 23, 769-791.

Poole, W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. The Quarterly Journal of Economics , 84 (2), 197-216.

Poole, W., & Rasche, R. H. (2003). The Impact of Change in FOMC Disclosure Practices on the Transparency of Monetary Policy: Are Markets and the FOMC Better "Synched"? Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 85 (1).

Rogoff, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. Quarterly Journal of Economics , 100 (4), 1169-1189.

Romer, C. D., & Romer, D. H. (1994). Credit Channel or Credit Actions? An INterpretation of the Postwar Transmission Mechanism. National Bureau of Economic Research , w4485.

Rotemberg, J., & Woodford, M. (1988). An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy: Expanded Version.

Rudebusch, G. (2002). Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and monetary Policy Inertia. JOurnal of Monetary Economics , 49 (6), 1161-1187.

Rudebusch, G., & Svensson, L. E. (1999). Policy Rules for Inflation Targeting. In J. Taylor (Ed.), Monetary Policy Rules (pp. 203-262). University of Chicago Press.

Samuelson, P., & Solow, R. (1960). Problem of Achieving and maintaining a Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. The American Economic Review , 50 (2), 177-194.

Sauer, S., & Sturm, J. (2007). Using Taylor Rules to Understand European Central Bank Monetary Policy. German Economic Review, 8 (3), 375-398.

Scheller, H. (2006). The European Central Bank, History, Role and Functions, second edition. ECB .

Schmid, P. (n.d.). Monetary Targeting in Practice: the German Experience. Deutsche Bundesbank N0 1999/03 .

Schonwitz, D. (2004). The Five Basic Truths of Anti Inflation Policy and the Stability Oriented Strategy of the European Central Bank (ECB).

Sevilla, C. R. (1995). Explaining the September 1992 ERM Crisis: The Maastricht Bargain and Domestic Politics in Germany, France, and Britain. European Community Studies Association, Fourth Biennial International Conference. Charleston SC.

Shioji, E. (2000). Identifying monetary policy shocks in Japan. Journal of the Japanese and International Economies , 14 (1), 22-42.

Smith, J. (2013). Inflation Forecast Targeting and Taylor Rules. University of Warwick Economic Policy (Lecture Notes) . University of Warwick Department of Economics. Retreived from: http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/staff/academic/jennifersmith/policy.

Spiegel, M. (2006). Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"? Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter .

Stokey, N. (2003). "Rules vs. Discretion" After twenty-five years. NBER Macroeconomics Annual 2002 , 17, 9-64.

Stuart, A. (1996). Simple Monetary Policy Rules . Bank of England Quarterly Bulletin, 36 (3), 281-287.

Surico, P. (2003). How Does the ECB Target Inflation? ECB Working Series, Working Paper No. 229 .

Suzuki, Y. (1985). Japan's Monetary Policy Over the Past 10 Years. Bank of Japan Monetary and Economic Studies , 3 (2), 1-9.

Suzuki, Y. (Ed.). (1987). The Japanese Financial System. Oxford: Clarendon.

Svensson, L. (1994). Fixed Exchange Rates as Means to Price Stability. European Economic Review , 38 (3), 447-468.

Svensson, L. (1995). Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks and Linear Inflatin Contracts. Mimeo Institute for International Economic Studies .

Svensson, L. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and monitoring inflation targets. European Economic Reviw , 41, 1111-1146.

Svensson, L. (1998). Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. Conference on Monetary Policy Rules. Sveriges Riksbank-IIES.

Svensson, L. (1999). Inflation Targeting: Some Extensions. The Scandinavian Journal of Economics , 101 (3), 337-361.

Svensson, L. (1999b). Monetary Policy Issues for the Eurosystem. Institute for International Economic Studies, Wrking Paper no. 667, Stockholm University .

Svensson, L. (2000). Open Economy Inflation Targeting. Journal of International Economics , 50, 155-183.

Svensson, L. (2002). Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule? European Economic Review , 46 (4), 771-780.

Svensson, L. (2003). Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. National Bureau of Economic Research WP No. 10195 .

Svensson, L. (2003b). How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy? . Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament.

Svensson, L. (2003b). In the Right Direction, But Not Enough: the Modification of the Monetary-Policy Strategy of hte ECB. Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament .

Svensson, L. (2005). Targeting Versus Instrument Rules for Monetary Policy: What is Wrong with McCallum and Nelson? Review , 87 (5), 613-625.
Svensson, L. (2007). What Have Economists Learned About Monetary Policy Over the Last 50 years? Monetary Policy Policy over Fifty Years conference in Frankfurt Spetember 21, 2007. Riksbank of Sweden.
Svensson, L., & Woodford, M. (2000). Indicator Variables for Optimal Policy. National Bureau of Economic Research. NBER.
Taylor, J. (1985). What Would Nominal GNP Targeting Do to the Business Cycle? Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy , 22, 61-84.
Taylor, J. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 195-214. North-Holland.
Taylor, J. (1999). A History of Monetary Policy Rules. In J. Taylor (Ed.), Monetary Policy Rules (pp. 319-348). University of Chicago Press.
Taylor , J. (1998, November/December). Monetary Policy and the Long Boom. Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 3-11. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
Taylor, J. (1998, October). An Historical Analysis of Monetary Policy Rules. NBER Working Paper 6768.
Taylor, J. (2008, November). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. A Festrschrift in Honour of David Dodge Keynote Speaker . Bank of Canada.
Tesfatsion, L. (2013). Notes on the Lucas Critique, Time Inconsistency, and Related Issues 1. Lecture Notes . University of Iowa.
Tetlow, R. J., & Von zur Muehlen, P. (2001). Simplicity Versus Optimality: The Choice of Monetary Policy Rules When Agents Must Learn. Journal of Economic Dynamics , 25 (1), 245-279.
Thornton, D. (2012). How Did We Get To Inflation Targeting and Where do We Need To Go To Now? . Federal Reserve Bank of St. Loiuis Review , 94 (1), 65-82.
Thornton, D. (1988, January/February). The Borrowed-Reserves Operating Procedure: Theory and Evidence.
Thornton, D. (1996). The Costs and benefits of Price Stability: An assessment of Howitt's Rule. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 78 (5).
Thornton, D. (2001). The Federal Reserve's Operating Procedure, Nonborrowed Reserves, Borrowed Reserves and the Liquidity Effect. Journal of Banking and Finance .
Thornton, D. (2012, September). Greenspan Conundrum and the Fed's Ability to Affect Long-Term Yields. St. Louis, MO: Federal Reserve Bank of St. Louis.
Trehan, B. (1988). The Practice of Monetary Targeting: A Case Study of the West German Experience. Economic Review (2), 30-44.
U.S. Federal Reserve System. (1994). Purposes and Functions (Eighth Edition ed.). Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reerve System.
Ueda, K. (1993). A Comparative Perspective on Japanese Monetary Policy: Short-run Monetary Control and the Transmission Mechanism. In K. Singleton (Ed.), Japanese Monetary Policy (pp. 7-30). Chicago: University of Chicago Press.
United States Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. New York: Public Affairs.
Vickers, J. (1998). Inflation Targeting in Practice: The UK Experience. Bank of England Quarterly Bulletin, 38, 368-375.
Von Hagen, J. (1989, September/October). Monetary Targeting with Exchange Rate Constraints: The Bundesbank in the 1980s. Federal Reserve Bank of St. Louis .

Von Hagen, J. (1993). Monetary Union, Money Demand and Money Supply, a Review of German Monetary Union. European Economic Review (37), 803-836.
Von Hagen, J. (1999). Money Growth Targeting by the Bundesbank. Journal of Monetary Economics (43), 681-701.
Wallich, C. (1984, May). Recent Techniques of Monetary Policy. Economic Review , 21-30.
Walsh, C. (1995). Optimal Contracts for Central Bankers. The American Economic Review , 85 (1), 150-167.
Walsh, C. (2003). Monetary Theory and Policy, 2nd Edition. Cambridge: MIT Press.
Wheelock, D. C. (1997). Monetary Policy in the Great Depression and Beyond: The Sources of the Fed's Inflation Bias. Working Paper 97-011A .
White, W. R. (2006). Is Price Stability Enough? BIS Working Papers No. 205 . Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
Whitesell, W. (2006). Interest Rate Corridors and Reserves. Journal of Monetary Economics , 53 (6), 1177-1195.
Wood, G. E. (1983). The Monetary Policy Decision Process in the United Kindom. The Political Economy of Monetary Policy: National and International Aspects (pp. 93-122). Urbana: Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 26.
Woodford, M. (2001). Monetary Policy in the Information Economy. National Bureau of Economic Research (No. w8674) .
Woodford, M. (2001b). The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy. The Amercian Economic Review , 91 (2), 232-237.
Woodford, M. (2003). Optimal Interest-Rate Smoothing. The Review of Economic Studies , 70 (4), 861-886.
Woodfored, M. (2003b). Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
Yoo, P. S. (1998, September/October). The FOMC in 1997: A Real Conundrum. Federal Reserve Bank of St. Louis Review , 27-40.

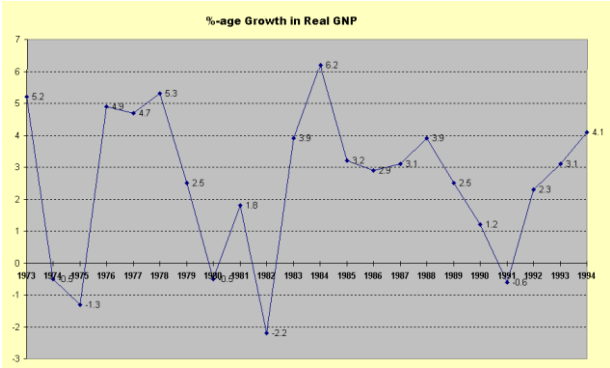
АНЕКСИ

Анекс за Американската Монетарна Политика

Графикон 1:Потрошувачкиот ценовен индекс (CPI) месечна промена од година на година

(Source: Bureau of Labour Statistics, Consumer Price Index)

Графикон 2: Порастот на реалното БНП %, 1973-1994 година

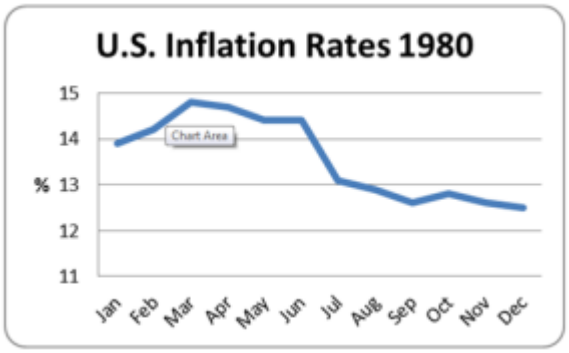


Percentage Growth in the Real GNP, 1973-1994
(Source: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis)

Графикон 3: Реалните цени на нафтата и инфлацијата

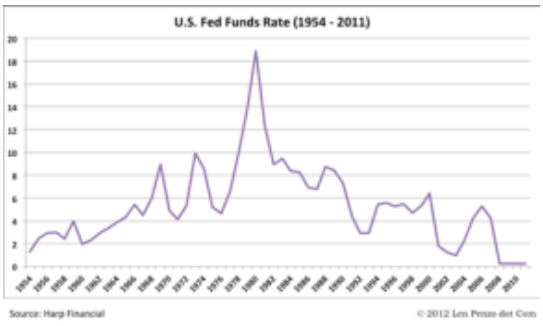
Real Oil Price and Inflation
(Source: Clarida, Gali, Gertler 2000, p. 167)

Графикон 4: Инфлациската стапка во САД, 1980 година



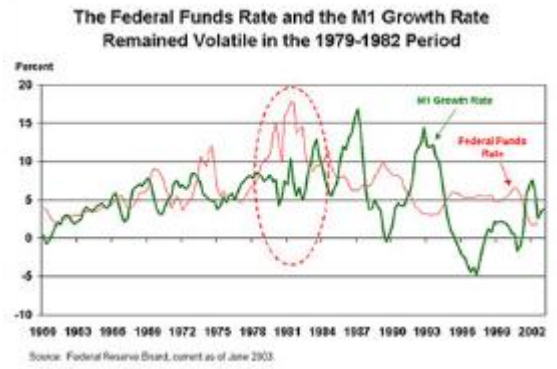
Извор: Базата на податоци, Федералниот Резервен Систем

Графикон 5: Стапките на федералните фондови 1954-2011 година



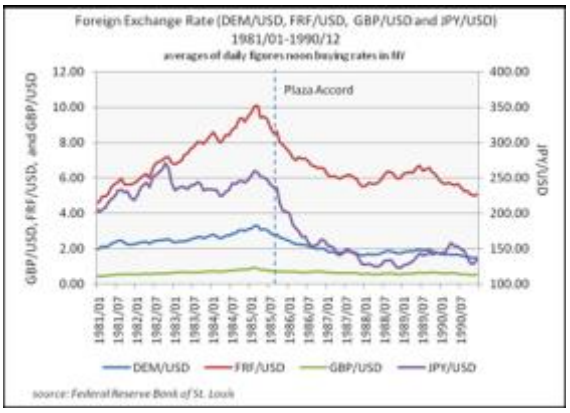
Графикон 6: Трендот на 30-годишните обврзници

Графикон 7: Стапката на федералните фондови и М1, 1979-1982 година

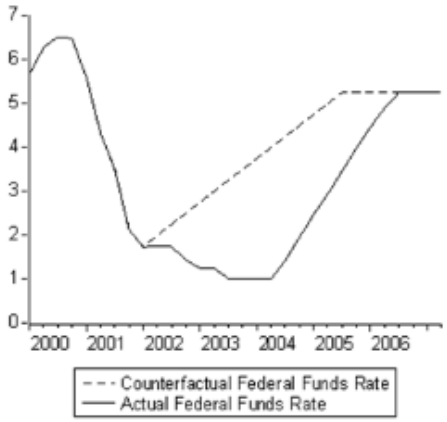


Графикон 8: Каматните стапки на американските благајнични записи

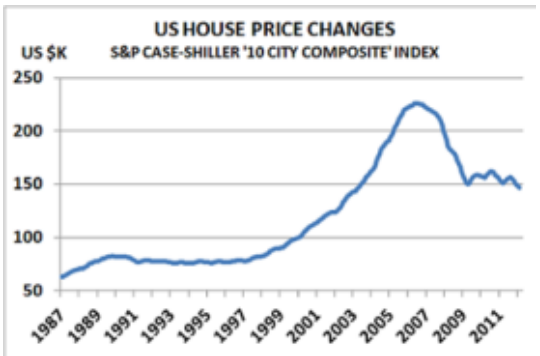
Графикон 9: Девизниот курс на американскиот долар, 1981-1990 година



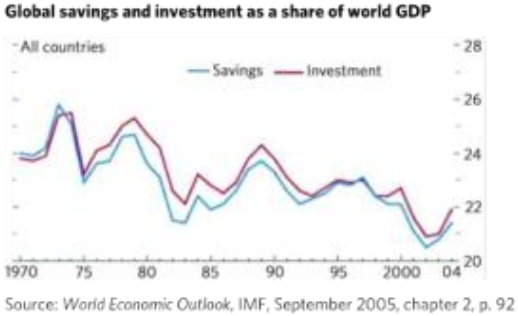
Графикон 10: Стапките на федералните фондови и контрафактичките стапки наспроти тејлоровото правило, 2000-те



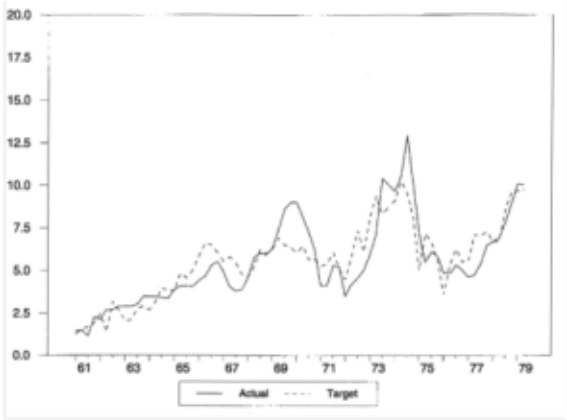
Графикон 11: Промена на цените на куќите во САД, композит од 10 градови



Графикон 12: Глобалните заштеди и инвестиции како % од светскиот БДП



Графикон 13: Фактички и таргетирани стапки на федералните фондови во ерата пред Волкер



Actual versus Target Federal Funds Rates: Pre-Volcker Era
(Source: Clarida, Gali, Gertler, 2000 p. 158)

Графикон 14: Фактичките и таргетираните каматни стапки: Ерата на Волкер-Гринспен

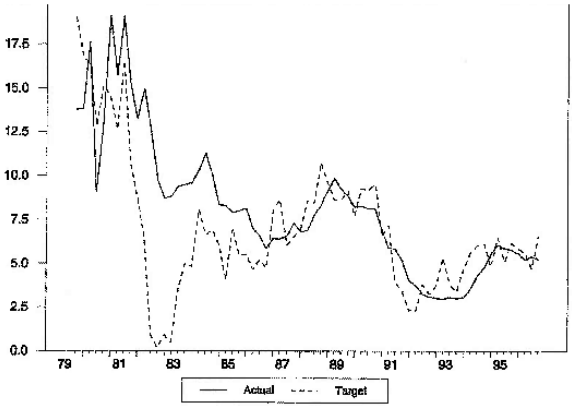
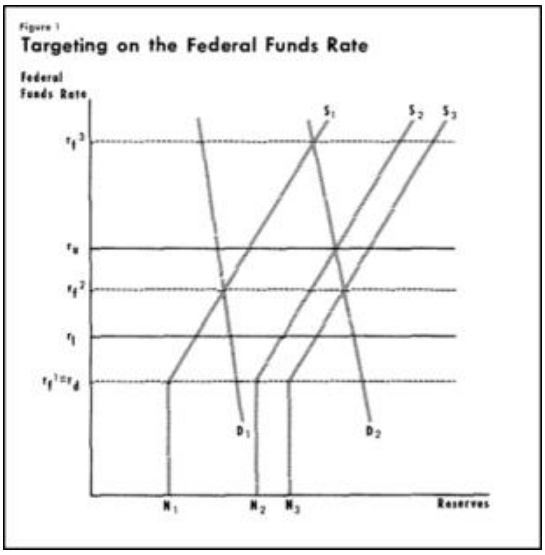
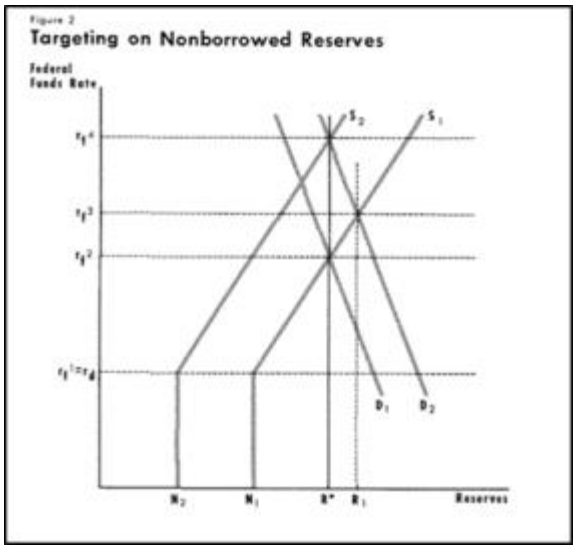


FIGURE II
Actual versus Target Rates: Volcker-Greenspan Era
(Source: Clarida, Gali, Gertler, 2000 p. 159)

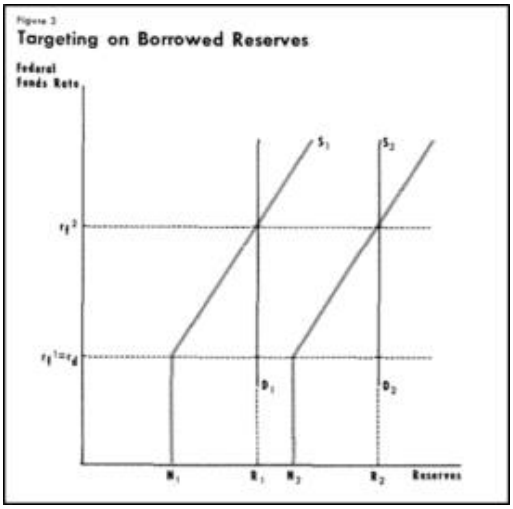
Графикон 15: Таргетирање на стапките на федералните фондови



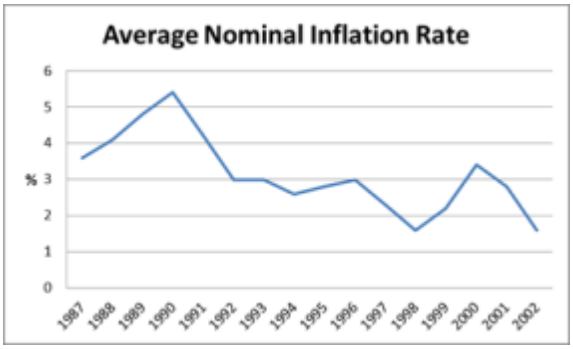
Графикон 16: Таргетирање на непозајмените резерви



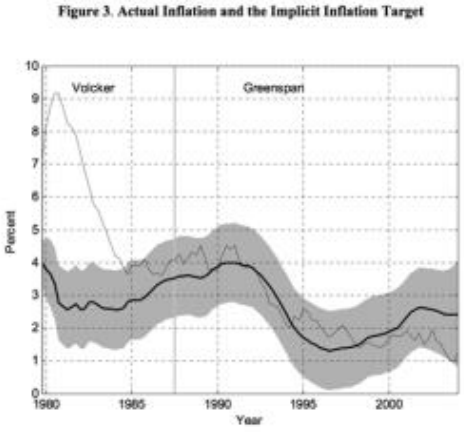
Графикон 17: Таргетирање на позајмените резерви



Графикон 18: Просечните номинални каматни стапки, 1987-2002



Графикон 19: Фактичката инфлација и имплицитниот инфлациски таргет



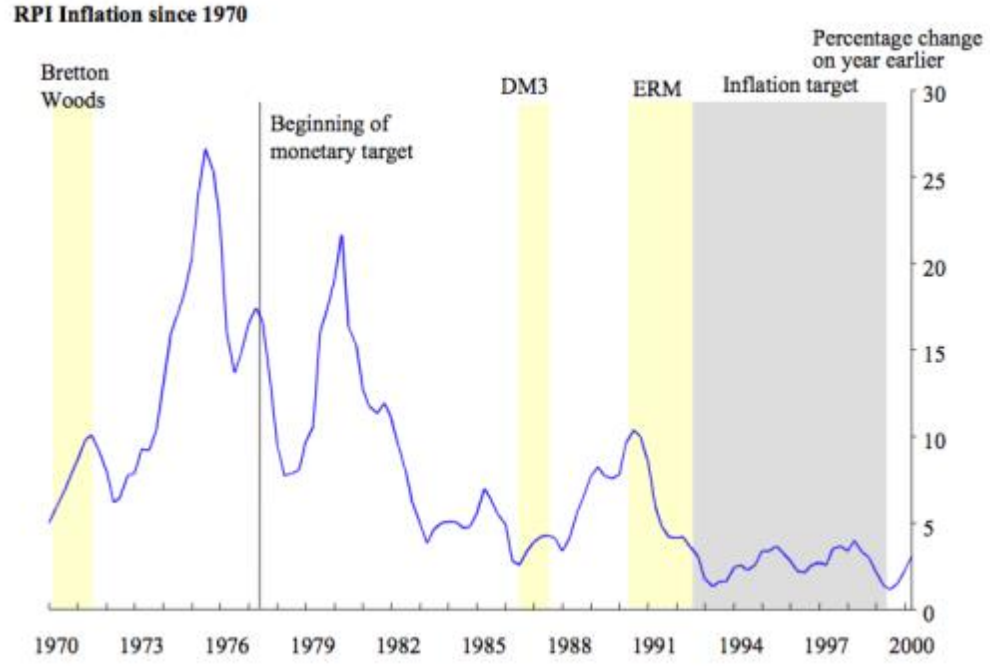
Табела 1: Просечните и фактичките стапки на федералните фондови, година за година во разни периоди и порастот на M2

Table 1. Period averages of the real federal funds rate and year-over-year growth in M2

Period	Real funds rate	M2 growth
2000	3.78	5.86
2001-2003	-0.14	6.99
2004-2005	-0.47	4.76
2006-2007	2.34	5.38
2008-2009	-1.21	8.13

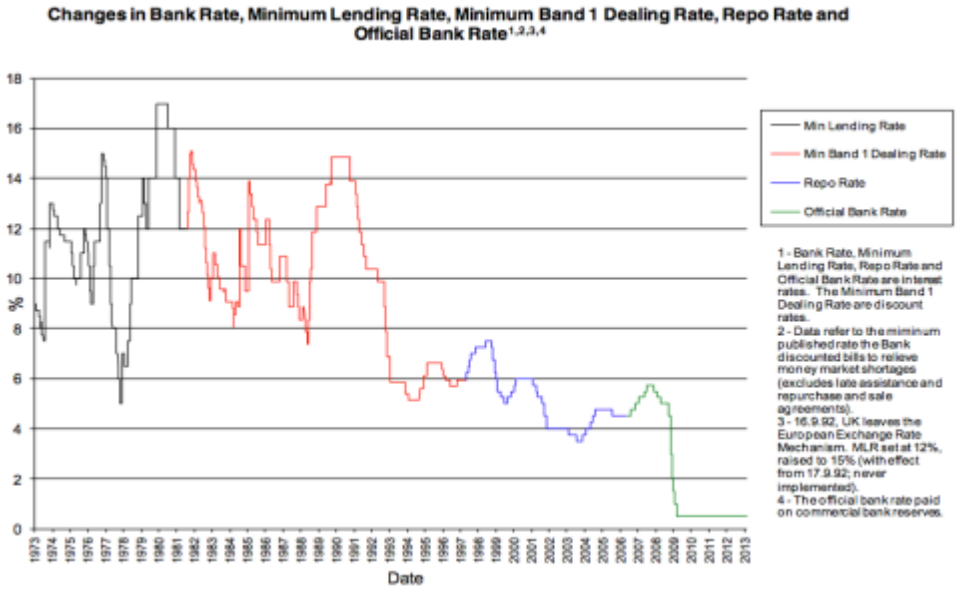
Анекс за монетарната политика на Обединетото Кралство

Графикон 1: Инфлацијата и главните монетарни режими



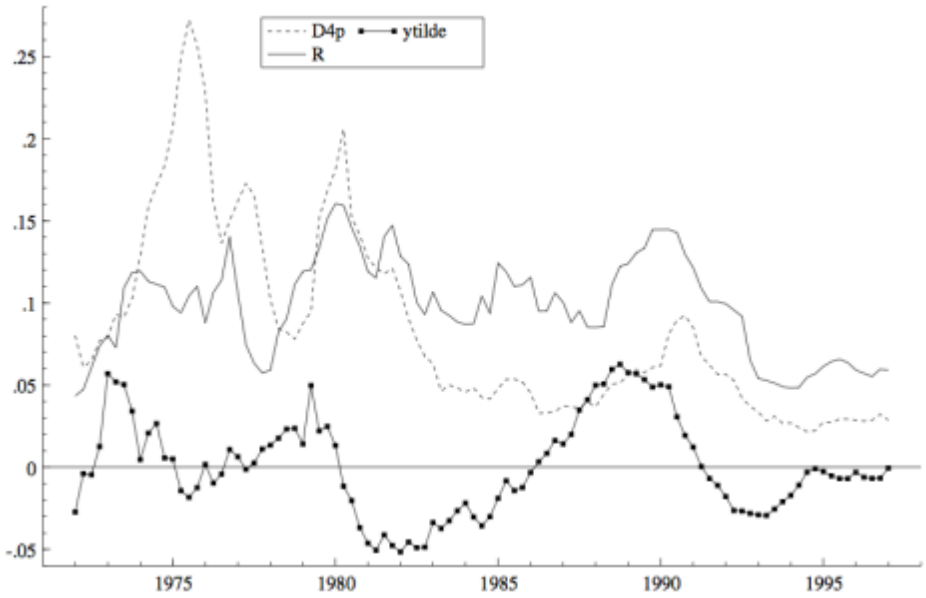
Извор: Allen, 2000, p. 1

Графикон 2: Промена на основната стапка



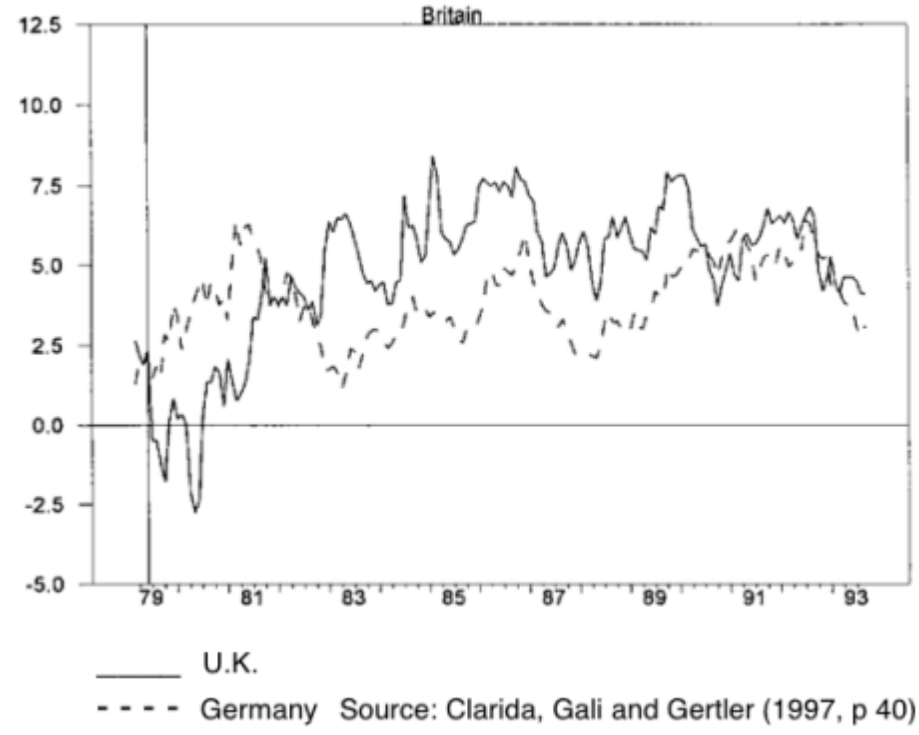
Извор: Bank of England

Графикон 3: Годишната инфлација (Δ4*pt*), производниот јаз ($\widetilde{yt}$), и номиналната каматна стапка (*Rt*), 1972 Q1–1997 Q1

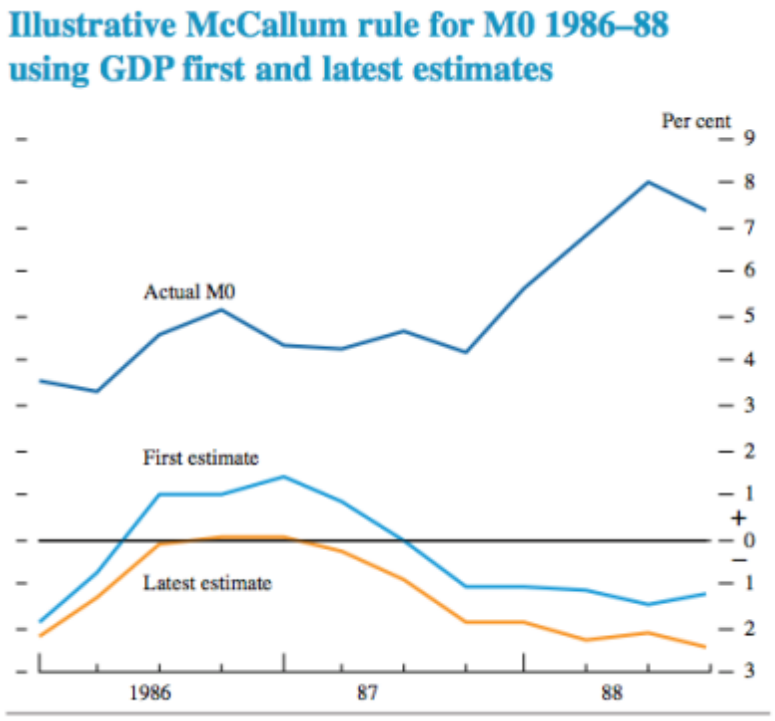


Извор: Nelson (2000, p. 39)

Графикон 4: Реалните каматни стапки 1979-1993 година

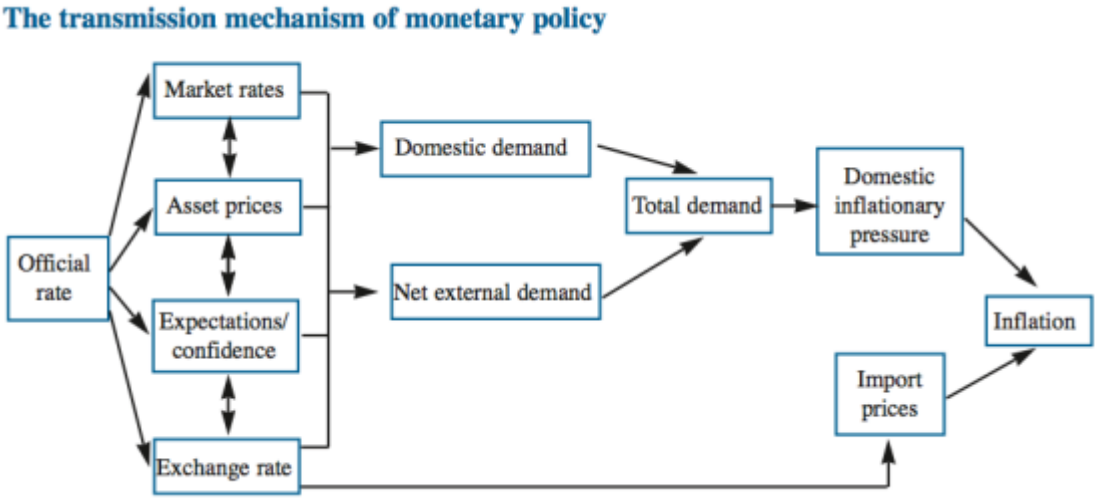


Графикон 5: Порастот на монетарните агрегати – M0



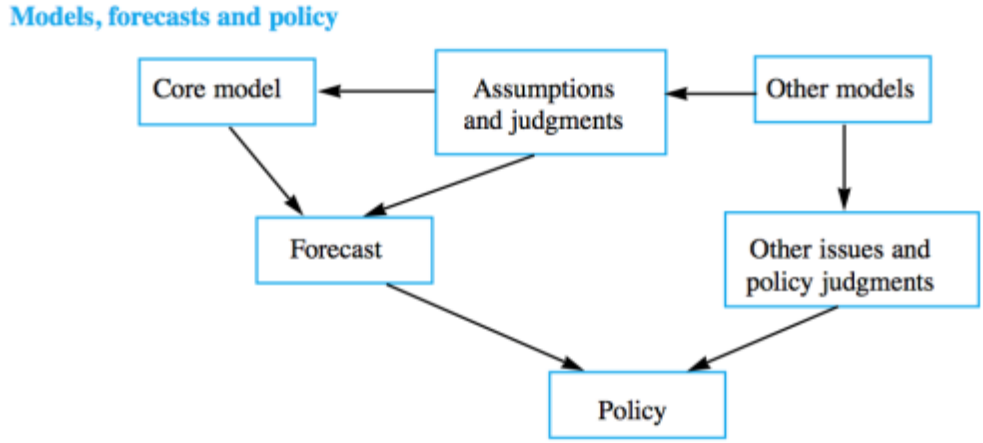
Извор: Stuart (1996, p. 284)

Графикон 6: Трансмисиониот механизам на монетарната политика



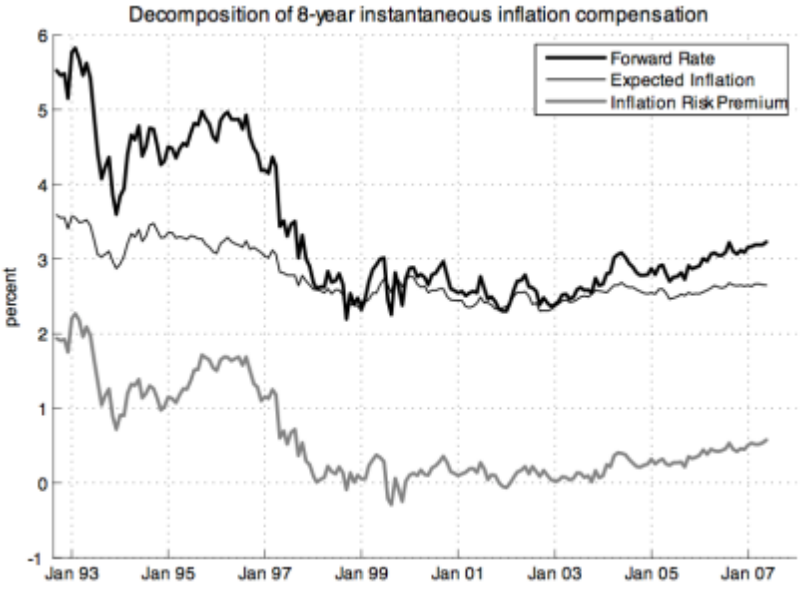
Извор: BoE (1999, p. 3)

Графикон 7: Модели, прогнози и монетарната политика



Извор: BoE (1999b, p. 7)

Графикон 8: Декомпозиција на осумгодишната инстантна инфлациска компензација



Извор: Beechey (2008, p. 15)

Табела 1: Фазите во монетарната политика на Обединетото Кралство

Phase in Months	Monetary Policy Framework
January 1975 to March 1977	Informal monetary targets
April 1977 to May 1979	Monetary targets (with discretion)
June 1979 to March 1981	Monetary targets (MTFS) with less discretion
April 1981 to March 1985	Monetary targets (MTSF) with more discretion
April 1985 to February 1987	No binding targets
March 1987 to March 1988	DM-shadowing
April 1988 to september 1990	No explicit target
October 1990 to September 1992	Fixed Exchange rate (ERM)
October 1992 to April 1997	Inflation target, Bank advising Chancellor
May 1997-(December 2000)	Inflation target, decisions by MPC

Source: Cobham (2002, p. 19)

Табела 2: Макроекономските резултати 1974-2000.

Year	GDP growth (%)	Inflation (RPI, %)	Inflation (RPIX, %)	Unemployment (%)	Current account (% GDP)	Exchange rate (1995 = 100)
1974	−1.7	16.0		2.9	−3.8	167.6
1975	−0.7	24.1	24.6	4.3	−1.4	153.0
1976	2.8	16.8	16.9	5.6	−0.8	132.5
1977	2.4	15.9	15.8	6.0	−0.1	125.8
1978	3.4	8.3	8.7	†5.7	0.7	126.4
1979	2.8	13.4	12.6	4.7	−0.2	133.3
1980	−2.2	18.1	17.0	6.2	1.2	146.7
1981	−0.1	11.9	12.2	9.7	2.5	150.8
1982	1.8	8.7	8.6	†10.3	1.7	145.3
1983	3.7	4.6	5.2	11.1	† 0.6	136.3
1984	2.4	5.0	4.4	11.2	−0.1	131.3
1985	3.8	6.1	5.2	11.5	0.1	131.2
1986	4.2	3.4	3.6	11.6	−0.6	119.6
1987	4.4	4.1	3.7	10.6	−1.4	117.1
1988	5.2	4.9	4.6	8.7	−3.8	124.2
1989	2.1	7.8	5.9	7.3	−4.6	120.6
1990	0.6	9.5	8.1	7.1	−3.5	117.8
1991	−1.5	5.9	6.8	8.9	−1.5	118.8
1992	0.1	3.7	4.7	10.0	−1.7	114.3
1993	2.3	1.6	3.0	10.5	−1.7	104.8
1994	4.4	2.5	2.4	9.6	−0.2	105.1
1995	2.8	3.4	2.8	8.7	−0.5	100.0
1996	2.6	2.4	2.9	8.2	−0.1	101.7
1997	3.5	3.1	2.8	7.0	0.8	118.5
1998	2.6	3.4	2.7	6.3	0	122.5
1999	2.3	1.6	2.3	6.1	−1.1	122.3
2000	3.0	2.9	2.1	5.5	−1.7	126.7

Notes and sources:
† indicates break in series.
GDP growth: *Economic Trends Annual Supplement*, various issues.
RPI inflation: average of 12-month growth rates, *Economic Trends Annual Supplement*, various issues.
RPIX inflation: average of 12-month growth rates, Bank of England.
Unemployment: standardised rate, % of total (1974–81) or civilian (1982–2000) labour force, *OECD Economic Outlook*, various issues.
Current account: *OECD Economic Outlook*, various issues.
Exchange rate: nominal effective, *IFS*.

Извор: (Cobham, 2002, p. 12)

Табела 3: Монетарните таргети во Обединетото Кралство

Table 3: Monetary Targets, U.K.

	M_3		M_1		M_0	
	Target	Out-come	Target	Out-come	Target	Out-come
1976	9.0–13.0	7.3				
1977	9.0–13.0	15.4				
1978	8.0–12.0	11.4				
1979	8.0–12.0	10.3				
1980	7.0–11.0	19.4				
1981	6.0–10.0	12.8				
1982	8.0–12.0	11.2	8.0–12.0	12.3		
1983	7.0–11.0	9.5	7.0–11.0	14.0		
1984	6.0–10.0	11.9			4.0–8.0	5.7
1985	5.0– 9.0	16.5			3.0–7.0	3.3
1986	11.0–15.0	18.2 *			2.0–6.0	4.5 *
Mean	9.6	13.1				
Standard deviation		3.6				
Standard error		3.2				

Source: Fischer, S. (1988). Monetary Policy and Performance in the U.S., Japan and Europe 1973-86. Finanzmarkt und Portfolio Management Nr. 4. P. 20.

Табела 4: Националниот долг како процент на БНП

Table 2: National Debts as Percentages of GNP

	1968/9	1977/78
United Kingdom	59	42.5
Canada	29	25.7
United States	29	29.3
Italy	37.2	62.5
France	13	N.A.
Germany	13	13.8
Japan	6	22.3

Source: *Bank of England Quarterly Bulletin*, December 1973, p. 433 and IFS

Табела 5: Преглед на проценките од Тејлоровото правило. Извор: (Nelson 2000, p. 38)

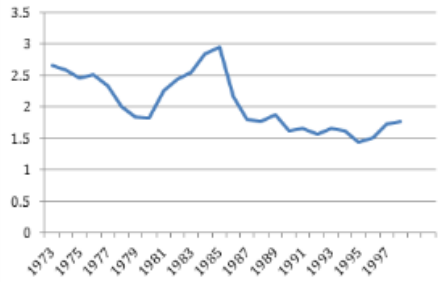
Table G: Summary of Taylor rule estimates

Regime	Long-run inflation response	Long-run output gap response	Smoothing parameter	*Ex post* real interest rate %
1972–76	0.14	0.59	0.26	–5.72
1976–79	0.62	0.00	0.62	–3.14
1979–87	0.38	0.15	0.29	4.66
1987–90 (1)	0.00	0.45	0.52	5.76
1992–97	1.27	0.47	0.29	2.99

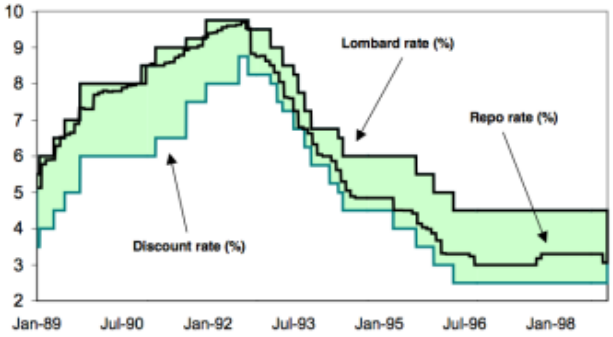
(1) German short-term interest rate enters rule with long-run coefficient 1.11.

Анекс за монетарната политика на Германија

Графикон 1: Просечната стапка на девизниот курс за германската марка со американскиот долар:



Графикон 2: Краткорочните каматни стапки во Германија



Извор: Европската Комисија, 2002, стр. 38

Табела 1: Германските монетарни и инфлациски таргети и фактичкиот пораст на парите и инфлацијата од 1975 до 1993 година:

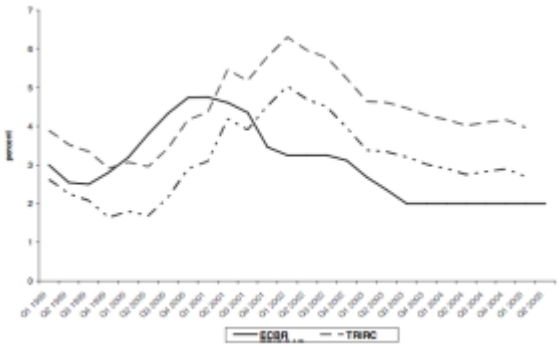
	Money Growth		Inflation	
Year	Target	Actual	Target	Actual
1975	8	10	4.5	5.6
1976	8	9	4.5	3.7
1977	8	9	3.5	3.3
1978	8	11	3.0	2.6
1979	6–9	6	3.0	5.4
1980	5–8	5	4.0	5.3
1981	4–7	4	3.8	6.7
1982	4–7	7	3.5	4.5
1983	4–7	7	3.5	2.6
1984	4–6	5	3.0	2.0
1985	3–5	4.5	2.5	1.6
1986	3.5–5.5	8	2.5	−1.0
1987	3–6	8	2.0	1.0
1988	3–6	6.7	2.0	1.9
1989	5	4.6	2.0	3.0
1990	4–6	5.6	2.0	2.7
1991	4–6	5.2	2.0	4.2
1992	3.5–5.5	9.4	2.0	3.7
1993	4.5–6.5	7.4	2.0	3.7

Анексот за монетарната политика на Еврозоната

Графикон 1: Клучните каматни стапки во Еврозоната и EONIA од 1999

Извор: ECB (2011, p. 100)

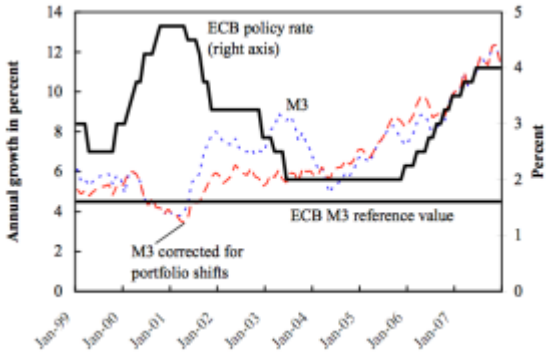
Графикон 2:ЕЦБ и каматните стапки спрема тејлоровото правило со основни инфлациски податоци



ECBR=ECB Rate
TRIRC=Taylor Rule Implied Rate with Core HICP

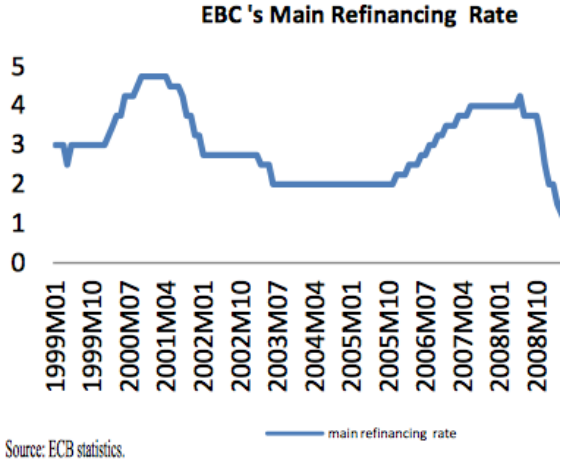
Извор: Arestis and Chortareas (2006, p. 14)

Графикон 3: Порастот на М3 и краткорочните стапки во Еврозоната, 1999-2008



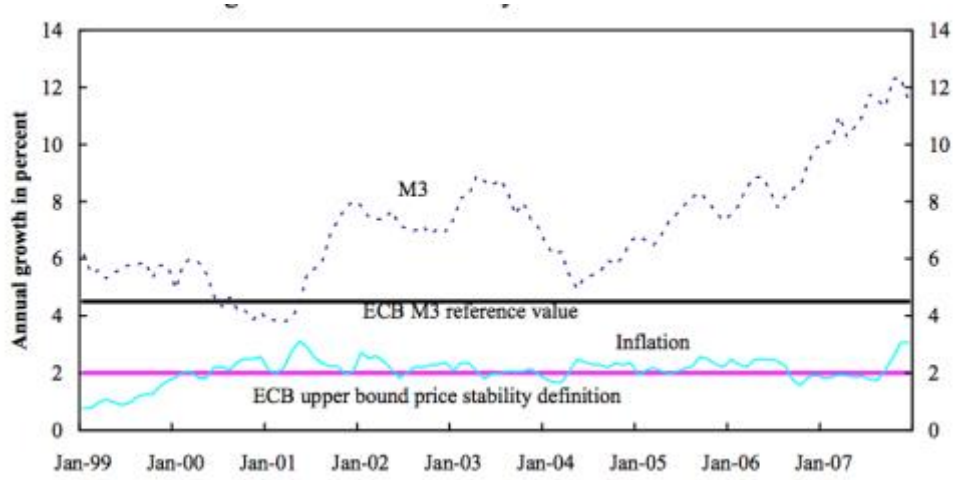
Извор: ECB

Графикон 4: Рефинансирачките стапки на ЕЦБ



Извор: ECB Statistics

Графикон 5: Монетарниот пораст и инфлацијата во Еврозоната



Извор: Berger et al., 2008, p. 34

Графикон 6: Инфлацијата во Еврозоната 1999 - 2008

Извор: Eurostat

Табела 1: Клучните каматни стапки на ЕЦБ, нивоата се во годишен процент, промените се во проценти

With effect from: [1]	Deposit facility		Main refinancing operations		
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders	
			Fixed rate	Minimum bid rate	
	Level	Change	Level	Level	Change
	1	2	3	4	5
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-
4 [2]	2.75	0.75	3.00	-	...
22	2.00	-0.75	3.00	-	...
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50
28 [3]	3.25	...	-	4.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-
9 [4]	3.25	0.50	-	-	-
15 [5]	3.25	...	3.75	-	-0.50
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75

Извор: the ECB

Табела 2:Емпириската реакциска функција на ЕЦБ според ГММ проценките, квартални податоци, 1999Q1-2005Q2

Explanatory variable	Parameter	Specification Eq. (1)	Specification Eq. (2)	Specification Eq. (3)
Lagged interest rate	ρ	0.75*** (0.02)	0.70*** (0.01)	0.65*** (0.02)
Constant	β_0	0.02*** (0.004)	0.02*** (0.001)	0.03*** (0.002)
Output gap	β_1	1.94*** (0.08)	2.41*** (0.06)	1.12*** (0.14)
Inflation rate	β_2	0.49*** (0.19)	-0.16*** (0.03)	0.01 (0.09)
Money	β_3		0.19*** (0.03)	
Exchange rate	β_4			-0.04*** (0.009)
Statistics				
J-statistic		0.15 (p>0.75, df=8)	0.18 (p>0.90, df=11)	0.14 (p>0.75, df=7)
R-squared		0.95	0.95	0.95

Извор: Belke and Polleit (2006) p. 9.

Табела 3: Операции во монетарната политика на Евросистемот

Monetary policy operations	Types of transactions		Maturity	Frequency	Procedure
	Provision of liquidity	Absorption of liquidity			
Open market operations					
Main refinancing operations	Reverse transactions	—	1 week	Weekly	Standard tenders
Longer-term refinancing operations	Reverse transactions	—	3 months	Monthly	Standard tenders
Fine-tuning operations	Reverse transactions Foreign exchange swaps	Reverse transactions Collection of fixed-term deposits Foreign exchange swaps	Non-standardised	Non-regular	Quick tenders Bilateral procedures

Табела 3, продолжение: Монетарните операции во Евросистемот

Monetary policy operations	Types of transactions		Maturity	Frequency	Procedure
	Provision of liquidity	Absorption of liquidity			
Structural operations	Reverse transactions	Issuance of ECB debt certificates	Standardised/ non-standardised	Regular and non-regular	Standard tenders
	Outright purchases	Outright sales	—	Non-regular	Bilateral procedures
Standing facilities					
Marginal lending facility	Reverse transactions	—	Overnight	Access at the discretion of counterparties	
Deposit facility	—	Deposits	Overnight	Access at the discretion of counterparties	

Извор: ECB 2012, p. 10

Табела 4: Аукциските оперативни процедури во ЕЦБ

BOX 3

Operational steps for tender procedures

Step 1 *Tender announcement*

a. Announcement by the ECB through public wire services and the ECB's website

b. Announcement by the NCBs through national wire services and directly to individual counterparties (if deemed necessary)

Step 2 *Counterparties' preparation and submission of bids*

Step 3 *Compilation of bids by the Eurosystem*

Step 4 *Tender allotment and announcement of tender results*

a. ECB allotment decision

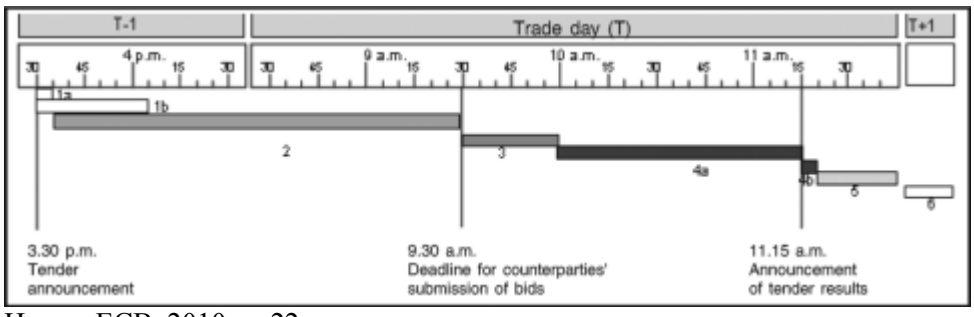
b. Announcement of the allotment results through public wire services and the ECB's website

Step 5 *Certification of individual allotment results*

Step 6 *Settlement of the transactions (see Section 5.3)*

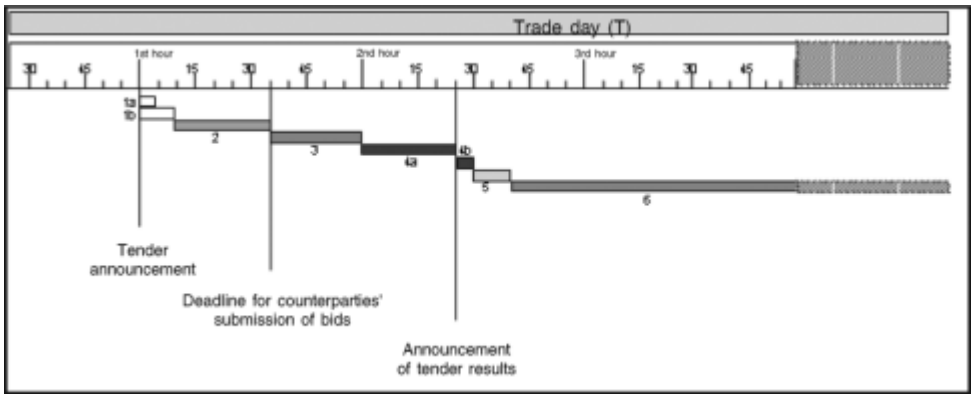
Извор: ECB, 2012, p. 22

Табела 5: Номиналните временски рамки за оперативните чекори во стандардните аукции (времињата се поставени во временската зона на ЕЦБ (ЦЕВ)



Извор: ECB, 2010, p. 22

Табела 6: Нормална временска рамка за оперативните чекори во брзите аукции



Извор: ECB, 2010, p. 22

Табела 7: Преглед на проценките според тејлоровото правило за монетарната политика на ЕЦБ

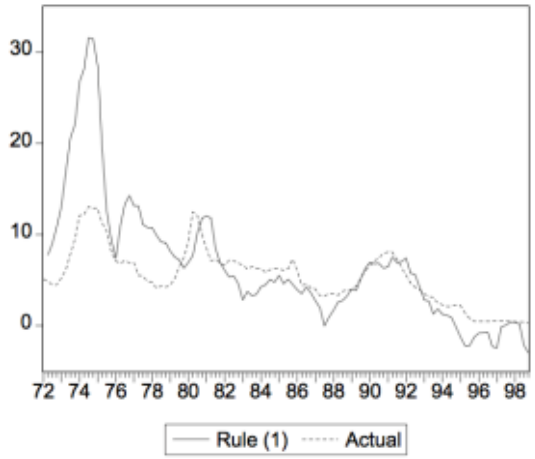
A review of main Taylor rules estimates for the ECB

Study	Type of rule	Freq.	Period	β	γ	Obs.
Gerdesmeier and Roffia (2003)	Contemporaneous	M	99.01–02.01	0.45	0.30	
Ullrich (2003)	Contemporaneous	M	99.01–02.08	0.25	0.63	0.08 coefficient of the real ex. rate
Fourçans and Vranceanu (2004)	Contemporaneous	M	99.04–03.10	0.43	0.26	0.08 coefficient on the nominal exchange rate
	Forward (+6)	M	99.01–03.10	2.8	0.19	
Surico (2003)	Contemporaneous	M	97.07–02.10	0.58	0.60	Quadratic term in inflation
	Forward (+3)	M	97.07–02.10	0.85	0.60	Quadratic term in inflation
Sauer and Sturm (2003)	Contemporaneous	M	99.01–03.03	0.51	0.37	OLS ex-post data
	Forward (+3)	M	99.01–03.03	0.86	0.86	GMM ex-post data
	Forward (+3)	M	99.01–03.03	2.14	1.84	GMM real time data
Belke, Kösters, Leschke, and Polleit (2005)	Contemporaneous	Q	99.1–05.4	0.49	1.94	
Fendel and Frenkel (2006)	Forward (+12)	M	99.01–02.12	2.54	1.69	Quadratic trend in industrial output
	Forward (+12)	M	99.01–02.12	1.43	0.29	Linear trend in industrial output

Извор: Fourcas & Franceanu, 2007, p. 187

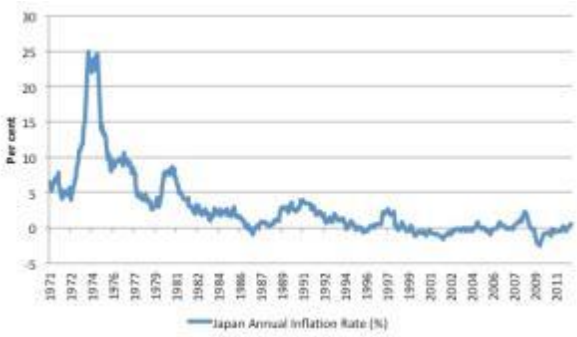
Анекс за монетарната политика на Јапонија

Графикон 1: Јапонските каматни стапки, фактички и според Тејлоровото правила



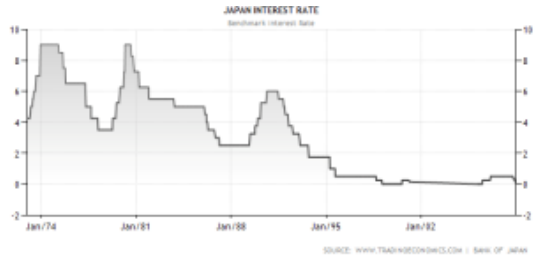
Извор: McCallum, 2001, p. 3.

Графикон 2: Инфлацијата во Јапонија 1972-2011



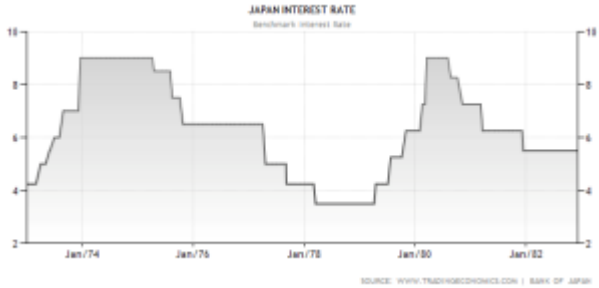
Извор: Bill Mitchell, blog: http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=19952

Графикон 3: Јапонската краткорочна стапка (call rate) 1973-2008 година



Извор: www.tradingeconomics.com

Графикон 4: Јапонската краткорочна стапка 1973-1982 година



Извор: www.tradingeconomics.com

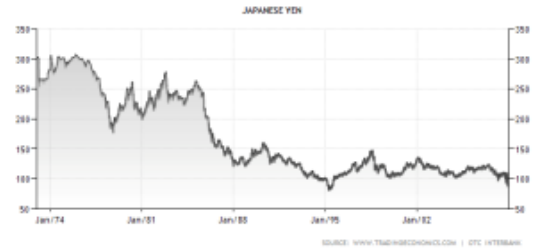
Графикокн 5: Јапонската инфлација, 1973-2008

Извор: www.tradingeconomics.com

Графикон 6: Јапонската инфлациска стапка, 1987-2001 година

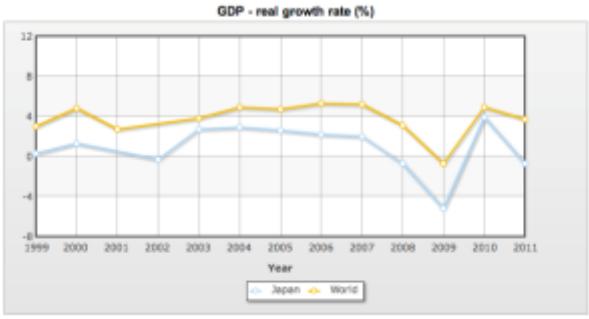
Извор: www.tradingeconomics.com

Графикон 7: Девизниот курс за јапонскиот јен, 1973-2008



Извор: www.tradingeconomics.com

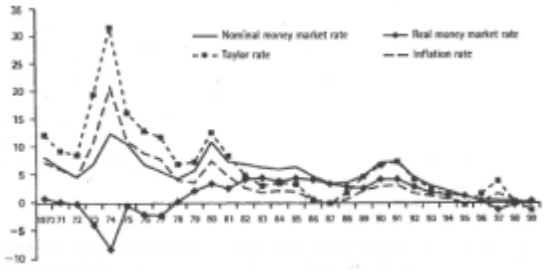
Графикон 8: Јапонскиот и светскиот БДП – реален пораст (%), 1999-2011



Country	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Japan	0.3	1.3		-0.3	2.7	2.9	2.6	2.2	2	-0.7	-5.2	3.9	-0.7
World	3	4.8	2.7		3.8	4.9	4.7	5.3	5.2	3.1	-0.7	4.9	3.7

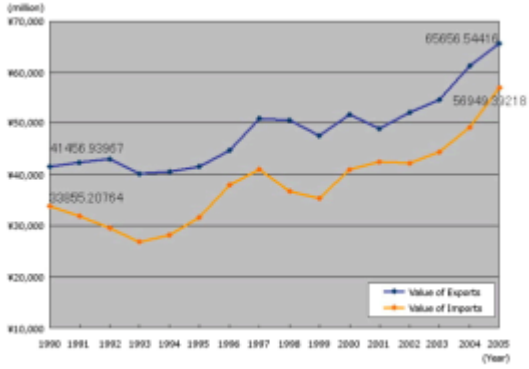
Извор: www.indexmundi.com

Графикон 9: Тејлоровото правило за Јапонија, 1970-1999



Извор: Bofinger, 2001, p. 312

Графикон 10: Јапонскиот извоз и увоз, 1990-2005

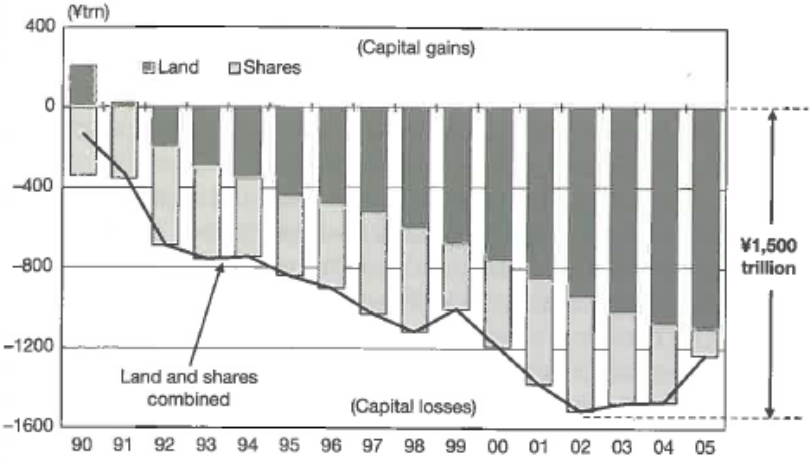


Извор: Japanese Tariff Association

Графикон 11: Индексот никеј 1986-2008

Извор: Yahoo Finance Data: http://finance.yahoo.com/echarts

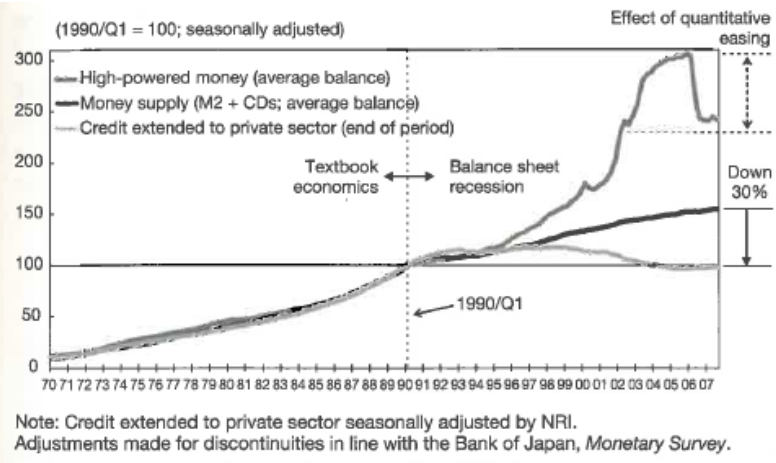
Графикон 12: Надолниот тренд на цените на средствата уништија 1.500 трилиони јени во богатство



Source: NRI, from Government of Japan, Cabinet Office, *Annual Report on National Accounts*.

Извор: NRI National Accounts in Koo, 2009, p. 17

Графикон 13: Монетарните агрегати и билансната рецесија



Note: Credit extended to private sector seasonally adjusted by NRI.
Adjustments made for discontinuities in line with the Bank of Japan, *Monetary Survey*.

Извор: Bank of Japan, Monetary Base and Monetary Survey in Koo, 2009 p. 33.

Табела 1: Мерки на инфлацијата во Јапонија 1991-1999

Year	(1) GDP deflator (% change)	(2) PCE deflator (% change)	(3) CPI deflator (% change)	(4) Nominal GDP (% change)	(5) Monthly earnings (% change)
1991	2.89	2.43	2.30	6.36	2.84
1992	0.94	1.44	2.08	2.74	1.78
1993	0.44	0.96	0.91	0.92	1.82
1994	-0.62	0.60	0.50	0.81	2.70
1995	-0.38	-0.90	0.07	0.82	1.87
1996	-2.23	0.34	0.30	3.48	1.87
1997	0.82	1.55	2.23	1.85	0.81
1998	0.01	0.33	-0.32	-2.21	-0.10
1999	-0.66	-0.38	0.00	-0.97	NA

Извор: Bernanke, 1999, p. 5

Табела 2: Додатни економски индикатори за Јапонија, 1991-1999

Year	(1) Yen/$ rate	(2) Real Yen/$ rate	(3) Land prices (% change)	(4) Stock prices (% change)	(5) Real GDP (% change)
1991	129.5	72.2	0.55	2.38	2.41
1992	123.0	69.4	-5.11	-32.03	0.14
1993	108.1	62.4	-5.13	16.91	0.47
1994	98.8	58.5	-3.82	0.47	0.66
1995	101.5	61.5	-4.30	-4.90	2.49
1996	112.8	71.2	-4.43	5.47	4.66
1997	125.2	79.6	-3.62	-20.85	-0.61
1998	119.8	77.0	-4.38	-15.37	-2.94
1999	113.6	78.3	-5.67	23.00	0.91

Извор: Bernanke, 1999, p. 8

Табела 3: Монетарните индикатори за Јапонија, 1991-1999

Year	(1) Call rate	(2) Prime rate, short-term	(3) Prime rate, long-term	(4) Monetary base (% change)	(5) M2 + CDs (% change)
1991	6.45	6.88	6.95	2.89	2.14
1992	3.91	4.71	5.59	1.39	-0.54
1993	2.48	3.29	4.05	3.94	1.56
1994	2.27	3.00	4.90	4.12	2.64
1995	0.46	1.63	2.80	6.20	2.93
1996	0.48	1.63	2.74	6.78	3.17
1997	0.46	1.63	2.35	8.18	3.22
1998	0.23	1.50	2.29	6.34	4.43
1999	0.03	1.38	2.20	5.61	3.51

Извор: Bernanke, 1999, p. 9

Табела 4: Таргетите за монетарниот пораст и резултатите: Јапонија

Year	*Aggregate*	*Target*[1]	*Outcome*	*Outcome less target*
1978	M2	12–13	12.6	+0.1
1979	M2 + CD	11	10.3	−0.7
1980	M2 + CD	8	7.6	−0.4
1981	M2 + CD	10	10.4	+0.4
1982	M2 + CD	8	8.3	+0.3
1983	M2 + CD	7	6.8	−0.2
1984	M2 + CD	8	7.9	−0.1
1985	M2 + CD	8	9.0	+1.0
1986	M2 + CD	8–9	8.3	−0.2
1987	M2 + CD	11–12	11.8	+0.3
1988	M2 + CD	10–11	10.6	+0.1
1989	M2 + CD	10–11	10.6	+0.1
1990	M2 + CD	ca. 11	10.0	−1.0
1991	M2 + CD	ca. 4	—	—

Notes: Growth rates are measured fourth quarter to fourth quarter. Outcome less target equals the outcome less the midpoint of the target range. [1]Announced at the beginning of the fourth quarter and are referred to as forecasts rather than targets by the Bank of Japan.

Извор: Bernanke and Mishkin (1992, p. 207)

Табела 5: Годишна загуба во благосостојбата (Според долната равенка) %

	USA	Germany	Japan	U.K.	Euro area	Difference between best and worst performer
1982-99	7.1	5.6	5.5	15.0	18.8	13.3
1983-99	5.0	4.7	5.8	12.4	13.8	9.1
1990-99	4.0	5.0	7.3	9.5	5.1	5.5
1993-99	2.5	3.1	7.5	2.1	3.7	5.4
Memorandum item: Average real GDP growth, 1960-99	2.9	2.2	1.7	1.9	n.a.	1.2

Според функцијата за загуба во економската благосостојба (Svensson, 1999):

$$L_t = \frac{1}{2}\left[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda \left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}\right)^2\right]$$

Извор: Bofinger, 2001, p. 294, equation p. 161.

Табела 6: Реакциските функции на Банката на Јапонија, 1979-1994

	β	γ	ρ	α	ξ
Baseline	2.04	0.08	0.93	1.21	—
	(0.19)	(0.03)	(0.01)	(0.44)	
Adding:					
Lagged inflation[a]	1.89	0.09	0.93	1.64	0.06
	(0.27)	(0.04)	(0.01)	(0.38)	(0.16)
Money growth[b]	2.01	0.07	0.94	0.74	0.07
	(0.16)	(0.03)	(0.01)	(0.47)	(0.03)
Fed funds rate	1.81	0.10	0.93	0.91	0.09
	(0.18)	(0.03)	(0.01)	(0.40)	(0.03)
Real Yen/$ rate[a,c]	1.92	0.03	0.91	1.67	0.09
	(0.11)	(0.03)	(0.01)	(0.27)	(0.01)

Извор: Clarida, Gali & Gertler (1998, p. 1047)

Табела 7: Банката на Јапонија, алатките за операциите во отворениот пазар

Provision of short-term funds	
	Purchases of TBs/FBs under repurchase agreements
	Outright purchases of TBs/FBs
	Borrowing of JGBs against cash collateral (JGB repos)
	Outright purchases of bills
	Purchases of CP under repurchase agreements
	Outright purchases of bills backed by corporate debt obligations
Absorption of funds over a short-term	
	Sales of TBs/FBs under repurchase agreements
	Outright sales of TBs/FBs
	Outright sales of bills issued by the Bank of Japan
Provision of long-term funds	
	Outright purchases of JGBs

Извор: Miyanoya, 2000, p. 17.

Табела 8: Банката на Јапонија, текот на регуларната аукција за операциите во отворениот пазар

Time of offer	Type of settlement	Type of operation
9:20 a.m.	Same day settlement	Purchases/sales of TBs and FBs under repurchase agreements, outright purchases of bills, and outright sales of bills drawn by the Bank.
9:30 a.m.	Future day settlement	Borrowing of JGBs against cash collateral (JGB repos).
10:10 a.m.	Future day settlement	Purchases/sales of TBs and FBs, outright purchases of TBs and FBs, sales of CP under repurchase agreements, and outright purchases of JGBs.
12:10 p.m.	Same day settlement	Outright sales of bills issued by the Bank of Japan.
	Future day settlement	Outright purchases of bills, outright purchases of bills backed by corporate debt obligations, and outright sales of bills issued by the Bank of Japan.

Извор: Miyanoya, 2000, p. 19