

Ciljana inflacija: kraj sedme runde

Ali vs. Forman 1974

Strategija i analitika su vježbe za umu. Mnogi učesnici na burzi (čitaj traderi) će reći da taj posao ne rade radi novca nego radi intelektualnoga izazova, ali i novac nije loš. Jedna od najboljih strateških manevara svih vremena je bila borba Muhameda Alia i Georga Formana 1974 u Zairu. Svatko tko je gledao taj meč nije mogao vjerovati što vidjeti: Ali je bio gotov. Malo boksača je ikada primilo toliko udaraca. Ali koji je uvijek do tada plesao po ringu je sada bio na užadi, nije se mogao maknuti, a Forman ga je pritisnuo. No nakon 5. runde je postalo jasno da nešto nije u redu. Ali jeste primio puno udaraca, ali većina tih udaraca nije imala nikakvoga efekta, svi su završavali u Alijevom bloku ili su ga samo okrzuli. Nakon 6 runde Ali je izgledao kao da je boksao 2, a Forman 20 rundi. I onda na kraju sedme se događa nešto što su mnogi tek kasnije zamijetili. Na kraju sedme runde oba boksača su bili u Formanovom kutu kada je zovno udarilo za kraj runde. Idući prema svojem kutu Ali se je okrenu, sasvim malo i rekao nešto. Kasnije je otkriveno da je rekao Formanu: A šta ćeš sad? Naravno na kraju osme Forman pada.

Ciljana inflacija

Devedesete godine su imale ogroman učinak na način na koji se provodi monetarna politika. U SAD-u Alan Greenspan je počeo provoditi monetarnu politiku na temelju ciljanja kamatne stope, nastojeći prilagoditi visinu kamatne stope potrebama ekonomije. Ovaj pristup se je pokazao puno boljim od kontrole količine novca u ekonomiji. Kontrolom kamatne stope monetarna politika je dobila fleksibilnost da stvarno pomogne relanoj ekonomiji i mogućnost da monetarna politika postane stvarna pomoć realnoj ekonomiji.

Druga značajna promjena u provođenju monetarne politike je bila ideja o ciljanoj inflaciji. Ideja ciljane inflacije je relativno jednostavna. Centralna banka želi stabilnost cijena, kako nije moguće postići da inflacija bude 0%, onda je druga najbolja opcija da inflacija bude niska i stabilna. Sukladno teoriji racionalnih očekivanja, ako svi učesnici u ekonomiji imaju isti model onda je moguće da svi učesnici imaju ista očekivanja, a ako svi učesnici u ekonomiji imaju ista očekivanja onda je moguće za centralnu banku da stabilizira ta očekivanja. Centralna banka treba jasno reći koliku inflaciju želi, koju inflaciju cilja u kojemu razdoblju. S obzirom da je inflaciju nemoguće ciljati točno u desetinjku postotka svaki mjesec i da centralna banka obično reagira tek kada se šokovi dogode inflacija se obično cilja u „srednjeročnome razdoblju“. Iz perspektive monetarne politike za centralnu banku nije nužno važno da vrijednost inflacije u svakome periodu bude jednaka cilju koji je centralna banka postavila. Važno je da inflacije u prosjeku bude što bliža cilju koji je centralna banka postavila. Kada je inflacija ispod cilja centralna banka će promijeniti mjere i stvoriti uvjete za moguće povećanje inflacije, a kada je inflacija iznad prosjeka centralna banka će mjerama djelovati antiinflatorno. Zvuči jako jednostavno i odlično.

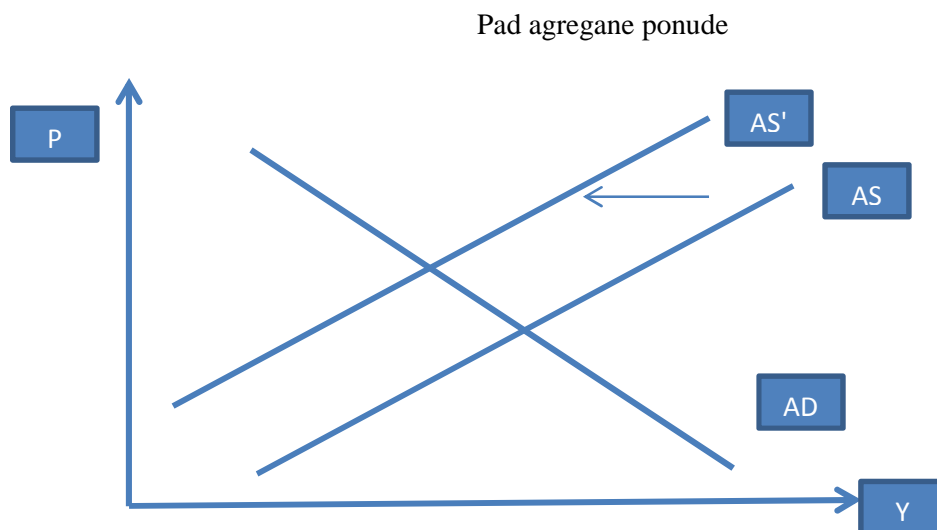
Osnovni princip ciljane inflacije je jasan. Stabilizacija očekivanja i stabilizacija vrijednosti inflacije ima ogromne prednosti. Prednosti koje se mogu iskoristiti kod poslovnih planova i stvaranja bilo kojih drugih strategija vezanih za poslovanje. Sve super.

Konstrukcija greška

Da bi smo bolje razumijeli ideju ciljane inflacije idemo razumijeti što ciljana inflacija nije. Kada centralna banka cilja kamatnu stopu onda centralna banka „jaše“ poslovni ciklus. Kada ekonomija ulazi u recesiju centralna banka može spustiti kamatnu stopu kako bi pojeftinila kredite i smanjila kamatne troškove poduzećima. Kada ekonomija raste pre brzo i stvaraju se inflatorni pritisci onda centralna banka može dići kamatnu stopu i postići suprotni efekt. Znači: reakcija centralne banke ovisi o stanju poslovnoga ciklusa i potrebama ekonomije.

Ciljana inflacija nastoji postići stabilnost inflacije, određeni cilj, vrijednost. Kada je inflacija iznad cilja onda centralna banka djeluje antiinflatorno i nastoji smanjiti inflaciju. Kada je inflacija ispod cilja centralna banka djeluje kako bi povećala stopu inflacije. Znači: reakcije centralne banke ovise o vrijednosti inflacije, a ne o potrebama ekonomije za količinom novca ili za cijenom toga istoga novca. Kada se centralna banka odluči na ciljenje inflacije onda se centralna banka obvezuje na određeno ponašanje: kontrolu inflacije.

Pogledajmo sada interesantni scenarij: smanjenje agregatne ponude u ekonomiji.



Kao neto rezultat ovakve ekonomske pojave imamo: pad BDP-a i povećanje cijena. Zvuči poznato, ekonomska stagnacija i inflacija, nešto kao stagflacija. Ovakva ekonomska situacija je iz perspektive monetarne politike je izrazito opasna. S jedne strane treba pomoći ekonomiji kako bi se povećale investicije i otvorila nova radna mjesta, ali istovremeno treba paziti rast cijena i kontrolirati da povećanje inflacije se ne otme kontroli.

Centralna banka koja cilja kamatnu stopu u ovakvome slučaju će pokušati smanjiti kamatnu stopu i povećati likvidnost u ekonomiji, pažljivo gledajući inflaciju. Vjerovatno bi išla na pad realne kamatne stope, sa minimalnim povećanjem ili po mogućnosti čak i smanjenjem nominalne kamatne stope. U najboljem slučaju agregatna potražnja bi bila elastična i pad agregatne ponude ne bi izazvao veliki rast cijena. U tome slučaju centralna banka bi mogla spustiti kamatnu stopu i ne bojati se inflacije. S obzirom na elastičnost agregatne ponude centralna banka bi mogla definirati koji joj je manevarski prostor i nastojati pomoći realnoj ekonomiji da poveća agregatnu ponudu.

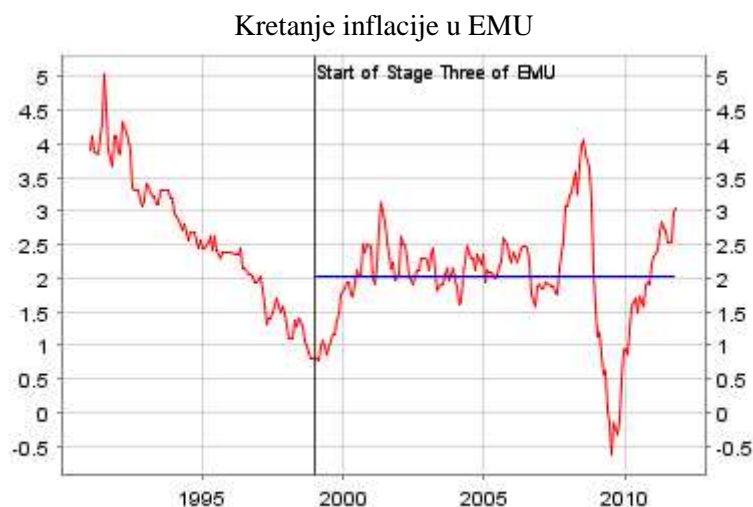
Centralna banka koja nastoji ciljati inflaciju bi reagirala sukladno kretanju inflacije. Manji rast inflacije ne bi izazvao nikakvu reakciju. Veći rast inflacije bi izazvao agresivnu borbu protiv inflacije. Osnovna razlika je u reakciji na ekonomski šok, a uvjet reakcije je fokusiranost centralne banke.

Gledajući reakcije centralnih banaka u ovoj simulaciji jasno je da se kod ciljane inflacije radi o jasnoj konstrukcijskoj grešci. Ciljana inflacija je jako dobra kada je stanje jako dobro, ali kada ekonomija dođe u područje stagflacije onda se centralna banka nađe između čekića i nakovnja, jer ne može pomagati ekonomiji, nego mora kontrolirati inflaciju. Do sličnoga zaključka su došli i Ball i Sheridan (2005) kada su analizirali prednosti ciljanja inflacije i nisu našli ih previše.

Trenutno stanje

Stanje iz simulacije je samo djelomično slično stanju danas. Nakon što je izbila kriza 2008 godine banke su imale ogromne probleme sa likvidnosti, centralne banke su odigrale instrumentalnu ulogu u tome trenutku i svim silama riješile problem nelikvidnosti sustava kako bi zaustavile kolaps bankarskoga sustava. Došlo je do pada agregatne potražnje i centralne banke su svojom reakcijom taj pad stabilizirale. Nakon toga kriza se je prelila u realni sektor i centralne banke su ponovo reagirale smanjenjem kamatne stope, naravno koliko su mogle. FED je bio puno agresivniji od ECB-a. Sada smo svjedoci da se je kriza prelila na države i zbog deficita države imaju problema sa svojim financiranjem. Do sada su to bila ekonomski manje države kao Irska i Grčka, ali su s rastom kamatnih stopa suočene su sada i velike ekonomije kao Španjolska i Italija. Istovremeno realni sektor se nije oporavio od krize, ali jeste došao u točnu stagnaciju: ne raste ali niti ne pada. Realni sektor je polako počeo graditi temelje za ekonomski oporavak kada su nastupile fiskalne krize što je učinilo ponašanje centralne banke još važnijim i osjetljivijim.

Nakon početnoga realnoga šoka poduzeća i građani polako nastavljaju sa svojom ekonomskim ponašanjem, neovisno i fiskalnome stanju. Nakon pada potražnje dolazi i do pada proizvodnje. Normalno ekonomsko ponašanje podrazumijeva da pad proizvodnje vodi ka inflaciji. Nakon deflacije u EMU zoni krajem 2010 današnje stanje je drugačije, inflacija se je vratila i iznad je 3% s tendencijom rasta.



Kao što nam graf pokazuje inflacije je iznad ciljane i ne samo to nego s jasnom tendencijom rasta prijete da će skočiti iznad 3%. Vrijeme je da se vratimo Muhamedu Aliju.

A što ćeš sad?

Da je Muhamed Ali ekonomist sada bi na kraju sedme runde pitao ECB: a što ćeš sad? Politika ciljane inflacije naravno kaže da treba djelovati antiinflatorno, što podrazumijeva rast kamatne stope. Ali a obzirom na postojeći situaciju u EU ekonomiji rast kamatne stope bi samo ugrozio ekonomski oporavak. Isto tako rast kamatne stope bi povećao kamatne stope na državni dug što si jako malo država može priuštiti u sadašnjem trenutku. S druge strane Atlantika FED nema takvih problema. Američka centralna banka je oduvijek bila okrenuta prema ciljanju kamatne stope i nastojala je politikom kamatne stope pomoći ekonomiji. Inflacija jeste problem, ali svim učesnicima u ekonomiji je jasno da je FED voljan dozvoliti veću inflaciju ako to može pomoći ekonomiji. S obzirom na svoju fokusiranost na realnu ekonomiju FED nije nužno u očima ekonomskih particiapanata obvezan djelovati čim dođe do blagoga povećanja inflacije, nego se reakcija više očekuje ako postoje očekivanja da bi se inflacija mogla oteti kontroli. S druge strane ECB jeste obvezan djelovati kada dođe do povećanja inflacije, jer to jeste politika ciljanja inflacije.

Pitanje koje je ostalo otvoreno jeste: a zašto je važno da centralna banka održi svoju riječ kada se radi o inflaciji? Odgovor je: kredibilitet. Na kredibilitetu centralne banke počiva stabilnost cijeloga finansijskoga i ekonomskoga sustava. Svi znaju da političari puno obećavaju, pa ako ne ispune svoje obećanja onda to i nije toliko strašno, ali ako centralna banka izgubi kredibilitet onda cijeli finansijski sustav gubi svoj kredibilitet, a to je nešto što može imati nepopravljive posljedice za ekonomiju.

Izbor pred kojim se ECB sada nalazi je najteži izbor u povijesti te institucije koji može imati dugoročne posljedice. Ako se inflatorni pritisci nastave ECB-u prijete gubitak kredibiliteta zbog ne ragiranja na rast inflacije i nepoštovanja vlastite obveze o ciljanoj inflaciji. Istovremeno antiinflatorne mjere će imati za rezultat povećanje kamatnih troškova država koje ionako imaju problema sa financiranjem. Na kraju ostaje samo jedan dobar scenarij, a to je nada da će inflatorni pritisci pasti sami od sebe.

Zato je sada toliko važna fiskalna konsolidacija u svim državama. I to konsolidacije bez rasprava i bez odugovlačenja. Trenutno ekonomsko stanje je loše i treba ga prihvatiti kao takvoga, jer samo tako se može i naći rješenje. Zato se u zadnje vrijeme stalno i spominje važnost fisklane konsolidacije kao osnovne potrebe zemalja EU i EMU. ECB je toga i više nego svjesna. Izbor je između raspada EMU i nove recesije uzrokovane padom državne potrošnje. Trenutno nije vrijeme za prihvaćanje savjeta Mae West: kada se susretneš sa dva zla odaberi ono koje nisi do sada probao; jer do sada smo imali recesije, ali nismo imali raspade monetarnih unija. Države koje imaju deficit proračuna jednostavno moraju reći svome narodu: Trošili smo više nego što smo imali i sada moramo trošiti manje nego što imamo da bi mogli otplatiti dugove. To je cijelaj jedina istina. Razlika između prihvaćanja i ne prihvaćanja te istine je samo u tome što ne prihvaćanje te istine će imati gromoglasnije posljedice, ali rezultat je će na kraju biti isti.

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