



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis „EKONOMSKE TEME”
Godina izlaza XLIX, br. 2, 2011, str. 153-174
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 624 Fax: +381 18 4523 268

MONETARNA POLITIKA I EKONOMSKE RECESIJE - CILJEVI, INSTRUMENTI I EFEKTI

Dr Aleksandra Prašćević*

Rezime: Rad je posvećen razmatranju važnih pitanja monetarne politike u situaciji koju nameće potreba prevazilaženja ekonomske recesije. U ovom se kontekstu razmatra monetarna politika vođena tokom Velike ekonomske depresije 30-ih godina XX veka, kao i greške monetarne politike koje su dovele do otpočinjanja i kasnije do produžavanja i produbljivanja ekonomske krize. Velika depresija doprinela je uspehu i dominaciji kejnzijske teorije i u monetarnoj sferi, koja se odnosi na odbacivanje kvantitativne teorije i prihvatanje teorije preferencije likvidnosti. Poslednja globalna ekonomska kriza iz 2008. godine reafirmisala je dualne ciljeve monetarne politike – cenovnu stabilnost i punu zaposlenost. Istovremeno je aktuelizovana i diskrecija u vođenju monetarne politike na osnovu kamatne stope, mada su upravo diskrecione mere monetarne politike sa početka 2000-ih, usmerene na prevazilaženje kratke i blage recesije tokom 2001. godine u SAD, označene kao mogući izvor poslednje krize. Monetarna ekspanzija, iako nedovoljno efikasan metod za prevazilaženje recesije, upravo kako je tvrdila kejnzijska teorija, bila je neophodna u situaciji kada je finansijski sistem trebalo spasiti od kraha, obezbediti likvidnost i doprineti povećanju agregatne tražnje. Naravno to je bilo moguće u situaciji kada su se ekonomije suočavale sa pretnjom otpočinjanja deflatorne spirale. Međutim, dugotrajna monetarna ekspanzija, praćena fiskalnom ekspanzijom i veoma slabim oporavkom nameće pitanje konačnih efekata monetarne politike koji mogu u budućnosti biti obeleženi i rastućom inflacijom.

Ključne reči: ekonomska recesija, ciljevi monetarne politike, kejnziizam, Tejlorovo pravilo

* Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet; e-mail: alja@ekof.bg.ac.rs
UDK 338.23:336.74, pregledni rad
338.124.4

Primljeno: 09.03.2011. Prihvaćeno: 26.05.2011.

Uvod – Prekretnice u razvoju monetarne ekonomije tokom XX veka

Teško postizanje konsenzusa među makroekonomistima o načinu na koji ekonomski sistem funkcioniše, a iz toga i o ulozi države i njene ekonomske politike, instrumentima koje treba koristiti, ali i ciljevima koje treba utvrditi i realizovati, čini makroekonomiju najkompleksnijom i najdinamičnijom ekonomskom disciplinom. Značajno mesto u stalnim debatama makroekonomista imaju pitanja vezana za monetarnu ekonomiju i monetarnu politiku. Dvadeseti vek, sa svim ekonomskim i društvenim promenama koje je doneo, bio je posebno revolucionaran za monetarnu ekonomiju. Tokom njega je došlo do napuštanja zlatnog standarda, razvoja finansijskih tržišta, instrumenata i derivata, formiranja monetarne unije i zajedničke monete, što je nametnulo novu ulogu, ali i zahteve, kako centralnoj banci i kreatorima monetarne politike, tako i makroekonomistima i makroekonomskoj teoriji. Takođe, dvadeseti vek je obeležio ubrzan privredni razvoj, ali i tehnološki i društveni razvoj, koji su bili i najdinamičniji u istoriji. Međutim, dvadeseti vek je obeležen i najdramatičnijim ekonomskim padovima, kao što je onaj tokom Velike depresije 1929-1933. godina, ili ekonomska razaranja tokom dva svetska rata. Sve to je uticalo na značajne i gotovo stalne promene vezane za ulogu države u funkcionisanju ekonomskog sistema, a time i za monetarnu politiku, nad čijim vođenjem monopol ima upravo država.

Ipak, na monetarnu ekonomiju i politiku u dvadesetom veku najviše su uticale Velika ekonomska kriza iz 1929. godine, kao i česte pojave inflacije, pa čak i hiperinflacije u pojedinim zemljama, tako da se dvadeseti vek sa pravom smatra i vekom inflacije. Prvi događaj, Velika depresija iz 1929. označila je makar privremeni kraj *lesefer* kapitalizma, a za kreatore ekonomske politike predstavljala je početak nove ere značajnijeg uplitanja države u funkcionisanje ekonomskog sistema, što je, naravno, podrazumevalo promenu u fiskalnoj, ali i monetarnoj politici. Nova fiskalna politika nametnula je nove zahteve monetarnoj politici koji su se primarno odnosili na ciljeve monetarne politike koji se više nisu ticali samo nominalnih veličina, već i realnih, kao što su zaposlenost i proizvodnja. S druge strane, inflacija, kao stalni preteći problem, ograničavala je monetarnu politiku. Zbog toga je tokom dvadesetog veka u žiži interesovanja monetarnih makroekonomista bilo pitanja (ne)neutralnosti novca, sa svim posledicama i zaključcima koji su se ticali ciljeva monetarne politike i instrumenata za njihovo postizanje. Naravno, razvoj makroekonomije imao je svoj uticaj, ali i ishodište u razvoju monetarne ekonomije. U tom smislu su prekretnice bile sledeće:

- nastanak makroekonomije, kao posebne ekonomske discipline, vezan za Kejnsovu ekonomsku teoriju 30-ih godina XX veka, koja je u monetarnoj ekonomiji okončala viševekovnu dominaciju kvantitativne teorije novca,
- monetaristička kontrarevolucija iz 70-ih godina, koja je bila direktna posledica pojave inflatornih kretanja u razvijenim ekonomijama, što je u monetarnoj ekonomiji ponovo promovisalo cenovnu stabilnost kao jedini cilj monetarne politike,

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

- razvoj modela nove klasične makroekonomije koji su se bazirali na racionalnim očekivanjima i savršenom funkcionisanju tržišnog mehanizma, a iz kojih su proizašli tzv. modeli „igre inflacije“, kao i modeli koji su fokusirali pitanja kredibiliteta i reputacije, ali i nezavisnosti i transparentnosti monetarne politike i njenih kreatora,
- razvoj modela novih kejnzijanaca koji su pod direktnim uticajem konkurentske škole novih klasičara prihvatili racionalna očekivanja, ali u sistemu tržišnih nesavršenosti i rigidnosti, koje su svoje posledice imale kako za postizanje ciljeva monetarne politike, tako i još značajnije imajući uticaja na izbor instrumenata monetarne politike i načina za njeno vođenje.

Uloga monetarne politike u Velikoj depresiji 1929. godine

Velika depresija iz 1929. godine pored toga što je po svojoj oštini i prostoru koga je zahvatila predstavljala do tada nezabeleženu ekonomsku krizu, za ekonomsku nauku i ekonomsku politiku, bila je možda i najveća prekretnica u XX veku. Ona je do danas za većinu makroekonomista ostala intelektualni izazov koga sadašnji guverner američkog FED-a naziva „svetim gralom makroekonomije“. (Bernanke 2004, 4) Označavajući početak savremene makroekonomije kao posebne ekonomske discipline uz okončanje viševjekovne dominacije liberalne ekonomske teorije u čijem je fokusu racionalni pojedinac koji vođen nevidljivom rukom tržišta pravi optimalne izbore, kako na mikro, tako i na makro nivou. Novac je u ovom sistemu bio neutralan, uz važenje kvantitativne teorije novca i Sejvogov zakona tržišta.

U ekonomskoj teoriji je ideja o savršenom funkcionisanju tržišnog mehanizma i racionalnom ponašanju ekonomskih subjekata – potrošača i proizvođača, kao i pozitivnim rezultatima do kojih će na makro nivou doći samo ukoliko se obezbedi da se država ne upliće u funkcionisanje privrede, kulminirala u razvoju neoklasike, nakon marginalsitičke revolucije iz 70-ih godina XIX veka. To potpuno okretanje od pitanja raspodele i njenog značaja za privredni razvoj, kao i razvoj novog metoda – marginalističkog koji je u svojoj osnovi mikroekonomski, doveo je ekonomsku nauku, bar u dominantnom delu, u izvestan ćorsokak kada se Velika depresija dogodila.

Uporedo sa ekonomskom naukom i ekonomska politika se našla u sličnoj situaciji, oslanjajući se na poznate postulate liberalnih ekonomista – da se sistem prepušten sam sebi vraća u ravnotežu i ukoliko dođe do određenih, privremenih odstupanja od nje, što je prema ovom konceptu Velika depresija koja je otpočela 1929. godine i predstavljala. Nedostajući makroekonomski aspekt ekonomske teorije razvijane do 30-ih godina XX veka, imao je svoje posledice na neodgovarajuće odluke kreatora ekonomske politike. Upravo je taj nedostatak jasnog razumevanja da „makro“ nije jednostavno agregirano „mikro“, kao i da racionalno donete odluke na mikro nivou mogu na makro nivou imati loše

posledice, kao i da je uloga novca mnogo značajnija od one koja proističe iz njegove funkcije sredstva razmene, na svetlost dana iznela Velika ekonomska kriza 1929. godine, pružajući dobar kontekst za razvoj i pobedu Kejnsove teorije, a kasnije i kejnzijanske ekonomije.

Kejnsova „Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca“ iz 1936. godine bila je i za monetarnu ekonomiju, a time i monetarnu politiku, revolucionarno delo koje će pomeriti način razmišljanja o ciljevima monetarne politike i instrumentima za njihovo postizanje. Gotovo svaki element Kejnsove teorije imao je svoje posledice na monetarnu ekonomiju, ali svakako su odlučujuće uticali sledeći elementi:

- odbacivanje kvantitativne teorije novca i razvoj teorije preferencije likvidnosti,
- razvoj koncepta efektivne tražnje bazirane na psihološkim sklonostima, među kojima je i preferencija likvidnosti,
- nova teorija kamate kao cene novca koja automatski ne izjednačava investicije i štednju na agregatnom nivou,
- uvođenje elementa neizvesnosti u ekonomiju, odnosno odbacivanje klasičarskog stava da su posledice na budućnost, u sadašnjosti donetih odluka, apsolutno predvidive,
- neophodnost upravljanja agregatnom tražnjom zbog činjenice da će sistem prepušten sam sebi težiti suboptimalnoj ravnoteži,
- opredeljenje za fiskalnu politiku, zbog neefikasnosti monetarne politike, iako je novac neneutralan.

Specifični uslovi Velike ekonomske krize, kao i mere ekonomske politike koje su se od 1933. godine sprovodile u jednom broju zemalja, doprineli su uspehu Kejnsove teorije, mada je važno istaći da je Kejns i pre otpočinjanja krize 1929. godine već predstavio neke od elemenata svog revolucionarnog sistema. Razlog za to je svakako u činjenici da se za razliku od SAD, Velika Britanija odmah nakon Prvog svetskog rata suočila sa ekonomskom krizom i hroničnim ekonomskim padom, čija je najvažnija karakteristika bila izuzetno visoka nezaposlenost, koja se tokom perioda 1923. - 1929. godine nikada nije spuštala ispod milion ljudi. Ne čudi zato da je upravo pitanju nezaposlenosti i recesionim pritiscima Kejns i posvetio najveću pažnju. Naime, nakon Prvog svetskog rata došlo je do repozicioniranja svetske ekonomske moći i uticaja, tako da je Evropa, a prvenstveno Velika Britanija, izgubila svoje mesto svetskog centra industrije i kapitala, a SAD su postale globalni snabdevač sveta novcem i industrijskim dobrima.

Velika ekonomska kriza nastala je u SAD i 80% ove krize odnosi se na krizu u SAD, ipak neophodno je simultano razmotriti ekonomska kretanja i događaje u različitim zemljama radi otkrivanja kanala kojima su se depresioni pritisci i kretanja širili među privredama. Naravno, ekonomska kretanja koja su krizi prethodila bila su značajno različita među zemljama.

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

Američki privredni uspon koji je otpočeo tokom rata, nastavlja se sve do Velike ekonomske krize 1929, uz kratkotrajnu krizu 1920-21. godine. Reč je o klasičnom cikličnom usponu u kome se rast odnosio na sve makroekonomske pokazatelje, uz značajnu kreditnu ekspanziju, koja je bila praćena i povećanom tražnjom za kapitalom. Kreditna ekspanzija se odnosila na kreditiranje američke privrede, ali i na značajno plasiranje sredstava u druge privrede, među kojima je najveći zajmoprimalac bila Nemačka.

Iako je ekonomska kriza iz 1930-ih važan makroekonomski događaj, koji se ne može porediti ni sa jednim drugim u ekonomskoj istoriji, još uvek su otvorena pitanja njenih izvora, mehanizama transmisije, a u prvom redu grešaka kreatora ekonomske politike koje su je izazvale ili uticale na njeno produbljivanje. Naravno, važno mesto, ako ne i odlučujuće u ovoj analizi ima monetarna politika i odluke koje su, često pogubne, donosili kretatori monetarne politike.

Bez obzira kako se odredili izvori krize iz 1929. godine, pokazalo se da je uloga šokova agregatne tražnje bila odlučujuća kako za njeno otpočinjanje, tako i za njeno produbljivanje. Među šokovima agregatne tražnje isticali su se monetarni šokovi. Naime, nesumnjivo da novčana masa, dohodak i cene rastu u periodu ekonomske ekspanzije, odnosno opadaju u periodima ekonomske kontrakcije. Međutim, nije do kraja utvrđena kauzalnost između kretanja ovih veličina. U monetarističkoj teoriji, kauzalnost pretpostavlja da je monetarna kontrakcija, pred i tokom Velike ekonomske krize, uticala na sniženje cena i dohotka. S druge strane, se monetarna kontrakcija iz 1930-ih mogla objašnjavati i pasivnim odgovorom monetarne politike na pad dohotka, tako da su izvori krize bili u realnim faktorima koji su uticali na smanjenje potrošnje.

Monetarne vlasti SAD su u periodu pre otpočinjanja ekonomske krize bile zaokupljene bumom koji se dešavao na berzi. Zbog toga su Federalne rezerve želele da ograniče špekulante, povećanjem kamatnih stopa, a da sa druge strane ne onemoguće dalja povoljna ekonomska kretanja. U tome, međutim, nisu uspeli, mnogi smatraju zbog toga što ni sama monetarna teorija nije u potpunosti shvatala način determinacije novčane mase, niti ulogu novca u ekonomskom sistemu. (Wicker 2002, 51)

Nekoliko decenija nakon Kejnsove teorije, monetaristička teorija cikličnih fluktuacija ukazala je da visina novčane mase, utičući na visinu agregatne tražnje, može izazvati ciklične fluktuacije dohotka, tako da trend u kretanju visine novčane mase odgovara trendu kretanja dohotka. Primenjeno na ekonomsku krizu iz 1929. godine, Fridman je ustanovio da je monetarna politika FED-a pogoršala ekonomska kretanja, tako što je monetarna kontrakcija sa početka 1928. godine okončala berzanski bum, a da je monetarna politika tokom 1929. godine bila isuviše čvrsta.

Pritisak na deflaciju poticao je od: pada visine novčanog multiplikatora i smanjenja novčane mase. Većina ekonomskih istoričara se slaže da je monetarna politika SAD, koja se kroz bankarsku paniku raširila čitavom privredom, bila u prvim fazama ključni faktor za otpočinjanje krize. Federalne rezerve su kao

odgovor na ekspanziju, prisutnu na berzama od 1926., izvršile monetarnu kontrakciju početkom 1928. Ona je uticala na rast kamatnih stopa, prethodeći privrednoj kontrakciji u SAD koja je otpočela avgusta 1929. godine. (Jakšić, Praščević 2007, 487)

Pored monetarne politike SAD i monetarna politika vođena u drugim zemljama bila je neadekvatna, čime se potvrđuje da je upravo ona bila jedan od faktora koji su krizu dalje produbljivali. Naime, na svetskom nivou bila je uočljiva monetarna kontrakcija koja je poticala od prelaska na zlatni standard koga su usvojile monetarne vlasti u mnogim zemljama, tako da je 1929. godine to bila univerzalno prihvaćena monetarna politika.¹ Uveden kao način da se povrati stabilnost, zlatni standard je u većini zemalja odbačen tokom finansijske krize i panike koja se desila tokom 1931. godine. Upravo je njegovo odbacivanje doprinelo izlasku iz krize, jer su zemlje koje su se na ovaj korak odlučile kasnije, oporavljale sporije.²

Ozbiljna recesija u SAD iz 1929. godine, pretvorila se 1930. godine u depresiju usled bankarske panike koja je nastupila, prevashodno, zbog neadekvatne, tačnije nedovoljno agresivne monetarne politike FED-a, koja nije uspela da onemogući smanjenje novčane mase. Smanjenje novčane mase je kroz sledeće kanale uticalo na smanjenje dohotka: smanjenje agregatne tražnje, nelikvidnost i bankrotstvo banaka što je onemogućilo funkcionisanje finansijskog sistema, deflaciju cena aktive i deflaciju izazvanu prezaduženošću.

Faktor koji je doprineo produbljivanju depresije bilo je bankrotstvo banaka i naročito efekti koje je to bankrotstvo imalo na ometanje već započetih kreditnih odnosa i tokova. Moguće je uočiti da se tokom Velike ekonomske krize desilo nekoliko talasa bankarskih kriza u SAD, te da su se one podudarale sa lošim makroekonomskim kretanjima. Prvi talas bankarske krize bio je u periodu novembar – decembar 1930. godine i označio je kraj nadama da će se privreda oporaviti od pada iz 1929-30. godine, naredna bankarska panika nastupila je sredinom 1931. godine, da bi se kulminacija bankrotstava u bankarskom i finansijskom sektoru desila marta 1933. godine.

Podudarnost između finansijske krize i krize realnog sektora ekonomije, nije poticala od činjenice da je finansijski sistem pasivno odgovorio na pad agregatnog dohotka, već upravo od činjenice da su problemi u funkcionisanju finansijskog sistema doveli do takvog pada. Tokom četiri godine ekonomske krize u SAD, čak 9.000 banaka bilo je zatvoreno, tako da je broj banaka opao na 40% od početnog. Reč je u najvećem broju slučajeva o malim – lokalnim bankama. Pored gubitaka koje su imali deponenti banaka i vlasnici akcija, negativni efekti postojali su i na one koji su zajmove od ovih banaka već uzeli.

¹ Velika Britanija se vratila na zlatni standard 1925, Francuska 1928.

² Potpuni krah sistema zlatnog standarda desio se 1936. godine kada su i zemlja tzv. „Zlatnog bloka“ (npr. Francuska) odustale od njega, devalvirajući svoje valute.

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

Šok koji je ekonomija pretrpela zbog zatvaranja – bankrotstava banaka bio je ogroman. Čak 10% pada BNP-a, ili jedna trećina pada tokom Velike ekonomske krize, može se pripisati kolapsu bankarskog sektora. Pokazalo se da je struktura banaka u SAD bila značajan otežavajući faktor jer su domirale male, nezavisne banke koje su se pokazale ranjivije od velikih banaka, kakve su u to vreme postojale u Velikoj Britaniji ili Francuskoj.

Okončanje krize direktno je bilo povezano sa odustajanjem od zlatnog standarda i merama kojima se povratilo poverenje u finansijski sistem. Naravno, to su pratile i ekspanzivna monetarna i fiskalna politika.

Neefikasnost monetarne politike u borbi protiv recesije

Bez obzira da li se prihvatilo ili ne, stanovište da su monetarni šokovi i generalno monetarna politika bili glavni uzroci Velike depresije, opšte je prihvaćen stav da je monetarna politika neefikasna u borbi protiv recesije. Ovaj stav koga monetarne vlasti često predstavljaju rečenicom da „konje možemo dovesti do vode, ali ih ne možemo naterati da piju vodu“ (Axilrod 2009, 17) ima svoje uporište u monetarnoj teoriji i to kako u Kejnsovoj i kejnzijanskoj, tako i u njima suprotstavljenoj – monetarističkoj.

Kejnsova monetarna teorija odbacila je kvantitativnu teoriju novca i ponudila teoriju preferencije likvidnosti. Nova teorija je fokusirala tražnju za novcem i na velika vrata uvela kamatnu stopu kao ključnu determinantu tražnje za novcem³ koja će zameniti i novčanu masu kao target u vođenju monetarne politike, u okviru kejnzijanskih modela monetarne politike. Kejnsova teorija je posebno važnim smatrala špekulativni motiv tražnje za novcem prema kome se kao alternativa kamatonosnom obliku aktive (kakve su obveznice) javlja novac, koji ne donosi kamatu, ali obezbeđuje likvidnost. Novac se u ovom slučaju javlja u funkciji čuvara vrednosti, odnosno imovine⁴. Investitori preferiraju novac ukoliko su njihova ulaganja u obveznice povezana sa određenim finansijskim gubicima koje će u periodu držanja obveznica, ili novca imati. Ovi finansijski gubici se odnose na poređenje kamatne stope koja će se u ovom periodu dobijati (i_t) i kamatne stope koja se očekuje u budućnosti (i_{t+1}). Postoji visina kamatne stope (i_t) pri kojoj će tražnja za špekulativnim novcem postati beskonačna, kada se potpuno gubi interesovanje za kamatonosne oblike aktive i kada se privreda nalazi u *zamci likvidnosti*. U ovim uslovima monetarna politika postaje neefikasna, a to stanje upravo odgovara niskoj kamatnoj stopi do koje neminovno dolazi u periodu ekonomske recesije i krize, kao posledici ekspanzivne monetarne politike u cilju

³ Zapravo je Irving Fišer (1930) ukazao na potrebu da se kamatna stopa uvede kao ključna determinanta tražnje za novcem.

⁴ Neophodne pretpostavke za izvođenje ove tražnje su: postoji samo jedna alternativa držanju novca – to su obveznice koje donose permanentnu godišnju kamatu i vremenski horizont u odnosu na koga se odlučuje je ograničen.

ohrabrivanja investicija i podsticanja privredne aktivnosti. Finansijski gubitak od ulaganja u obveznice se javlja u situaciji kada je (Bofinger 2001, 25):

$$i_{t+1} > \frac{i_t}{(1-i_t)},$$

Odnosno, kritična kamatna stopa u budućnosti, pri kojoj danas postoji apsolutna preferencija likvidnosti je:

$$i_{t+1}^* = \frac{i_t}{(1-i_t)},$$

dok se tražnja za špekulativnim novcem javlja kao opadajuća funkcija dugoročne kamatne stope:

$$M_S^D = f(i_t), \quad \text{za} \quad \partial M_S^D / \partial i_t < 0$$

Ključni element tražnje za špekulativnim novcem, a time i ukupne tražnje za novcem⁵, jesu očekivanja koja investitori imaju u vezi sa budućim kretanjem visine kamatne stope i to dugoročne kamatne stope. Ovo predstavlja najvažnije ograničenje efikasnom uticaju monetarne politike na privrednu aktivnost kroz kanal kamatne stope, jer upravo u periodu recesije kamatne stope opadaju na svoj istorijski minimum, a da, istovremeno, to nema odgovarajući efekat na rast investicija.

Kejnsova tražnja za špekulativnim novcem do izražaja dolazi za šire monetarne agregate kao što je M3, tako da ukoliko je dugoročna kamatna stopa veoma niska tražnja za M3 biće relativno visoka, upravo zbog špekulativnog motiva.

Nemogućnost monetarnih vlasti da navedu pojedince – domaćinstva da troše, ili privredu i investitore da investiraju, zbog neodgovarajućeg reagovanja investicija na sniženje kamatne stope ili zbog povećanja štednje domaćinstava van bankarskih i finansijskih tokova, ne oslobađa ih od odgovornosti za izazivanje stanja ekonomske recesije, odnosno krize. Upravo su to pitanje razmatrali monetaristi kod kojih se teorija poslovnih ciklusa zasniva na monetarnom impulsu, kao ključnom za otpočinjanje ciklusa: „Kada bi FED samo održavao rast M1 ili M2 po niskoj, stabilnoj stopi, privreda bi izbegla visoke inflacije, bolne deflacije, i velike bumove i padove poslovnog ciklusa” (Mankiw 2001, 31).

⁵ Kejns pored špekulativnog ističe i transakcioni i motiv predostrožnosti, ali su oni značajno manje važni za njegovu teoriju i skoro da se u potpunosti podudaraju sa kvantitativnom teorijom. Oba motiva, a time i ovi oblici tražnje za novcem se javljaju kao rezultat ukupne aktivnosti ekonomskog sistema, tako da su stabilna rastuća funkcija dohotka.

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

Okolnosti Velike depresije iz 30-ih godina XX veka odgovarale su kao što je već istaknuto klasičarskom viđenju funkcionisanja ekonomskog sistema, a u okviru njega i pasivnom vođenju monetarne politike, ograničenom zlatnim standardom. Zbog toga se o monetarnoj politici vođenoj tokom Velike depresije ne može govoriti kao o neefikasnoj, već kao o neadekvatnoj. U tom smislu može se uočiti značajno smanjenje unutrašnje količine novca (engl. *inside money stocks*) u zemljama koje su primenjivale zlatni standard, što je predstavljalo kontinuirani negativni monetarni šok tokom ekonomske krize. Razlozi za to leže u nedovoljnom poznavanju funkcionisanja monetarne sfere, pogubnosti za privredna kretanja pridržavanja politike zlatnog standarda, kao i u lošoj proceni uticaja kretanja u visini racia valuta – depoziti (engl. *currency-deposit ratio*) na određivanje novčane mase.

Značajna monetarna kontrakcija u SAD, najbolje se ogleda u podacima vezanim za kretanje u visini M1. U periodu 1929.-33. godina, ovaj monetarni agregat je opao za 23 % (sa \$26 milijardi na \$19 milijardi), a na visinu iz 1929. godine vratio se tek 1936. godine.

Pokušavajući da utvrdimo zbog čega je tokom Velike depresije u SAD-u nestala gotovo četvrtina novčane mase i u kojoj je meri to bila posledica loše vođene monetarne politike neophodno je poći od modela determinacije ponude novca (unutrašnje količine novce, npr. M1 – novac plus tekući računi), razvijenom za važenje zlatnog standarda (Bernanke 2004, 9):

$$M1 = (M1/BAZA) \times (BAZA/REZ) \times (REZ/ZLATO) \times P_{zlato} \times Q_{zlato}$$

Tako da unutrašnja količina novca – M1, zavisi od:

- fizičke količine rezervi zlata kojima zemlja raspolaže - Q_{zlato} ;
- cene po kojoj je centralna banka spremna da kupuje ili prodaje zlato - P_{zlato} ;
- vrednosti novčanog multiplikatora (racia unutrašnji novac - monetarna baza: $M1/BAZA$) koji je opadajuća funkcija vrednosti racia valuta – depoziti, koga određuje javnost na osnovu svojih odluka da bira između držanja novca i depozita, kao i opadajuća funkcija racia rezerve – depoziti koga određuju komercijalne banke (vrednost multiplikatora u SAD-u je 1929. bila gotovo jednaka 4);
- vrednosti inverznog racia pokrivenosti zlatom ($BAZA/REZ$) čija je maksimalna vrednost određena od strane centralne banke koja nameće minimalan iznos racia pokrivenosti zlatom; minimalna vrednost inverznog racia nije određena;
- vrednosti racia međunarodne rezerve - zlato ($REZ/ZLATO$).

Ponuda novca u zemljama zlatnog standarda bila je značajno veća od vrednosti rezervi zlata⁶, a ukupne količine monetarnog zlata nastavile su da rastu tokom 1930-ih, ipak došlo je do pada ponude unutrašnjeg novca kao posledica smanjenja prosečnog racia novac – zlato. Do toga je došlo usled monetarne kontrakcije u SAD, tako da je inverzni racio pokrivenosti zlatom opao u periodu jun 1928.- jun 1930. sa 1,871 na 1,626, što je dovelo do smanjenja monetarne baze u SAD za 6%, iako je istovremeno za više od 10% porasla količina rezervi zlata u SAD. Ovakvu, čvrstu monetarnu politiku SAD pratile su i druge zemlje. Međutim, pad ovog racia tokom 1931. godine poticao je od bankarske panike i kolapsa najveće banke u Austriji u maju 1931. godine (Kreditanstalt) što je uticalo na sve komponente koji određuju vrednost racia novac – zlato, odnosno na njegov pad i to kroz:

- rast agregatne vrednosti racia valuta – depoziti i racia rezerve banaka – depoziti što je dovelo do pada novčanog multiplikatora, karakterističnog za stanje bankarske panike,
- krize deviznog kursa i straha od devalvacije što je za posledicu imalo smanjenje vrednosti racia međunarodne rezerve - zlato (REZ/ZLATO),
- rast racia pokrivenosti zlatom zbog pokušaja centralnih banaka da se obezbede u slučaju ataka na njihovu valutu, što su one rešavale povećanjem rezervi zlata i kontinuiranim padom racia BAZA/REZ, do koga je dolazilo i usled sterilizacije priliva zlata u zemljama sa suficitom zlata, zbog straha od inflacije.

Pred monetarnu politiku su tako tokom Velike depresije bili postavljeni kontradiktorni zadaci u vezi sa bankarskom krizom i krizom deviznog kursa, jer je bankarska kriza zahtevala ekspanzivnu monetarnu politiku, a kriza deviznog kursa čvrstu monetarnu politiku. Ovu ukrštenicu centralne banke, a pre svega FED rešile su opredeljujući se za monetarnu kontrakciju. Ovakav izbor bio je i posledica nedovoljno razvijenog teorijskog okvira razumevanja procesa determinacije novčane mase u uslovima važenja zlatnog standarda, ali i nerazumevanja odlučujuće uloge očekivanja javnosti i investitora, odnosno privrede, koje opredeljuju njihovo ponašanje kako u vezi sa izborom držanja novca, tako i u vezi sa investiranjem, odnosno ekonomskom aktivnošću.

Primenjeno na monetarnu politiku tokom Velike depresije, može se ustanoviti postojanje višestruke potencijalne ravnoteže za novčanu masu, koje upravo postoje za različita očekivanja javnosti – „optimistička“ ili „pesimistička“ (dve Nešove ravnoteže). (Bernanke 2004, 12) Monetarne vlasti, tokom Velike depresije, međutim, nisu u obzir uzele izuzetno pesimistička očekivanja, zbog kojih je monetarna politika imala još negativnije efekte u odnosu na rezultate koji bi postojali u situaciji opšteg optimizma.

⁶ Jer su vrednosti racia: M1/BAZA, BAZA/REZ, REZ/ZLATO bile veće od 1. Naivno viđenje zlatnog standarda bilo bi da je ponuda novca u zemljama zlatnog standarda bila jednostavno određena vrednošću monetarnog zlata, odnosno količinom rezervi zlata.

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

I u ovom segmentu važno je istaći Kejnsovu teoriju koja upravo počiva na uvođenju neizvesnosti u sistem, zbog čega se unapred ne može sa sigurnošću govoriti o ishodima određenih ekonomskih akcija. Ako se tome doda njegovo viđenje cikličnih fluktuacija kao stalnih smena optimizma i pesimizma koje karakterišu investitore i preduzetnike utičući na njihov „animalni duh“ i želju da investiraju zbog čega se kao posledica javlja nepodudaranje štednje i investicija, dolazimo do novog objašnjenja faza ekonomske recesije, ali i novog objašnjenja ekonomske, pa i monetarne politike koja bi trebalo da bude vođena. Nažalost, Kejnsovi nalazi nisu primenjivani tokom Velike depresije, a delimično su primenjeni u nekim od ekonomskih programa prevazilaženja depresije, među kojima je svakako najznačajniji bio Ruzveltov „Nju dil“.

Kejnsovo objašnjenje ekonomskog poleta vezano je za preterano investiranje koje je rezultat pogrešnih očekivanja, odnosno *iluzije poleta*, koja vodi rasipanju resursa i pogrešnom usmeravanju investicija. Od odlučujućeg značaja su pri tome psihološki faktori: „Ali iznad svega osnovna je karakteristika poleta da investicije koje su napravljene na temelju očekivanja da će dati prinos 6% i čija je vrednost shodno tome procenjena u uslovima pune zaposlenosti zapravo daju prinos od 2%. Kada se razočaranje proširi, ovo je očekivanje zamenjeno suprotnom „greškom pesimizma“ uz posledicu da se od investicija koje bi u punoj zaposlenosti dale prinos od 2% očekuje skoro nikakav prinos.“ (Keynes 1987, 185)

Ekonomski polet je tako posledica istovremene pojave kamatne stope na nivou koji bi pri postojanju tačnih očekivanja bio previsok i pogrešnih očekivanja: "Polet, dakle, predstavlja okolnosti u kojima preterani optimizam trijumfuje nad kamatnom stopom koja bi se uz trezveniji pristup činila preteranom." (Keynes 1987, 185) Monetarna ekonomija, a i politika su, po Kejnsovu, od drugorazrednog značaja kako za otpočinjanje ekonomske krize, tako i za njeno okončanje. Umesto njih, ključni element je efektivna tražnja i determinante koje je određuju. U meri u kojoj se monetarna politika vodi u cilju obezbeđenja odgovarajućeg nivoa efektivne tražnje, onog koji odgovara punoj zaposlenosti, možemo govoriti o njenoj ispravnosti. Međutim, determinante efektivne tražnje ukazuju na nedovoljnu efikasnost monetarne politike i neophodnost da se ekonomska politika, u borbi protiv recesije, bazira na fiskalnoj politici.

Deflacija i inflacija kao posledice cikličnih fluktuacija – ograničenja monetarne politike

Pored privredne aktivnosti koja beleži ciklična kretanja, moguće je utvrditi i cikličnost u kretanju opšteg nivoa cena. U periodima ekonomske ekspanzije, prisutan je rast opšteg nivoa cena koji upravo potiče od opšteg ekonomskog poleta, a koji je vezan za rast svih komponenti agregatne tražnje – naročito lične potrošnje i investicija, a zbog opšteg optimizma koji karakteriše, kako potrošače, tako i investitore i proizvođače. Upravo pretnja rastuće inflacije podstiče monetarne vlasti

na vođenje restriktivne monetarne politike kojom se pokušava „hlađenje“ privrede, primarno preko rasta kamatnih stopa. Ovo „hlađenje“, međutim, može biti uzrok preokreta u smeru kretanja privredne aktivnosti, odnosno, otpočinjanja recesije. Upravo ovakvo, monetarno objašnjenje cikličnih privrednih fluktuacija, ponudio je monetarizam.

Slično inflaciji koja je vezana za ekonomsku ekspanziju, deflacija je karakteristika recesionih ekonomskih kretanja i javlja se kao posledica smanjenja agregatne tražnje, mada ubrzo postaje i sama uzrok daljeg smanjenja privredne aktivnosti. I dok su negativne posledice inflacije dobro poznate, negativan uticaj deflacije nije toliko očigledan, iako u monetarnoj ekonomiji postaje posebno aktuelan u recesionim periodima kada se sa pravom javlja strah od pojave deflacije. Deflacija na dva ključna načina utiče na pogoršanje ekonomskih performansi: kroz povećanje realne vrednosti zaduženosti i kroz rast realnih nadnica, u svetu koga inače karakteriše rigidnost nominalnih nadnica.

U situaciji deflacije, pokreće se Fišerov mehanizam (1933.) uticaja deflacije na vrednost duga, a prema kome je sniženje cena roba povezano sa sniženjem cena aktive (imovine), zbog čega se povećava teret realne zaduženosti, što direktno vodi u bankrotstvo većeg broja ekonomskih subjekata. Tome svakako treba dodati da ovom mehanizmu, koji se aktivira u periodu ekonomske recesije, prethodi povećano zaduživanje u vreme ekonomske ekspanzije kada su prisutna optimistička očekivanja u vezi sa budućim ekonomskim kretanjima. Istovremeno, moguć je i obrnut uticaj – cena aktive na cene roba. Upravo ovakav uticaj prisutan je prilikom pojave finansijskih kriza, što je bio okidač za otpočinjanje i poslednje globalne ekonomske krize 2007. godine. Zbog toga postaje značajan stav da finansijski balon pomaže formiranju drugih balona, u prvom redu na tržištima nekretnina i potrošnih dobara. Održavanje ovih balona ubrzo postaje pretnja za održavanje ekonomske ekspanzije, ali i neophodan uslov, jer punktiranje ovih balona povećava rizik od deflacije. (Burdekin, et al. 2004, 3)

U decenijama koje su prethodile globalnoj ekonomskoj krizi iz 2008. godine, kumuliran je rast finansijske aktive u ukupnom bogatstvu kako privrednih subjekata, tako i domaćinstava. To je učinilo značajnijim uticaj efekta bogatstva na cene dobara, naročito u sektoru domaćinstava kod koga iznenadni negativni efekat na neto bogatstvo domaćinstva, u vidu pada cena finansijske imovine, ima značajne efekte na obrazce ponašanja u vezi sa štednjom i potrošnjom. To dalje pokreće deflatorne pritiske, koji posebno postaju opasni u kombinaciji sa usporavanjem realnog sektora ekonomije. Tome svakako treba dodati efekat koji je imao prelazak na restriktivnu monetarnu politiku u SAD, od sredine 2005. godine, upravo kao odgovor na balon koji je nastajao na finansijskim tržištima i naročito na tržištu nekretnina. Naime, tržište nekretnina je u SAD doživelo bum u periodu nakon prethodne, neuobičajeno kratke i blage recesije u SAD (od marta 2001. do novembra 2001.).

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

Teorijski okvir analize deflatorne spirale i rizika da do deflacije dođe može se naći u modelu Filipsove krive. U ovom modelu rezultati do kojih se dolazi zavise od tipa očekivanja koji se u model integriše. Ukoliko se uključe adaptivna očekivanja, okrenuta prošlosti, u modelu se može očekivati da će oštra recesija generisati deflatornu spiralu jer sa opadanjem privredne aktivnosti dolazi do smanjenja stope inflacije što dovodi do daljeg smanjenja očekivane stope inflacije, koja u jednom trenutku može preći u deflaciju. Deflatorna spirala će se okončati tek kada se okonča ekonomska kontrakcija. Ukoliko se u model, međutim, integrišu racionalna očekivanja, koja podrazumevaju korišćenje svih dostupnih informacija koje se tiču ne samo kretanja stope inflacije u prošlosti, kao pri adaptivnim očekivanjima, već i informacije o trenutnim ciljevima monetarne politike, kao i o merama za njihovo postizanje, deflatorna spirala ne mora biti pokrenuta, čak i ukoliko je recesija veoma oštra. U ovom modelu može se očekivati da će ekonomski subjekti prilikom formiranja očekivanja uzeti u obzir da se cilj monetarne politike promenio i da ona umesto stabilnosti cena pretpostavlja nisku, ali pozitivnu stopu inflacije. U ovom slučaju, deflatorna spirala će se pokrenuti samo u najtežoj situaciji veoma oštre recesije i potpune neefikasnosti monetarne politike.

Međutim, ukoliko se u obzir uzme da u periodu recesije jedan od ključnih ciljeva monetarne politike, pored podsticanja privredne aktivnosti i zapošljavanja, postaje upravo borba da se po svaku cenu izbegne deflacija, onda bi monetarne vlasti trebalo da javnost upoznaju sa svojim ciljem niske, ali pozitivne stope inflacije, kako bi oni mogli takvu informaciju uključiti u svoja očekivanja. Kretanja stope inflacije u SAD, tokom poslednje recesije, ukazuju da su Federalne rezerve bez obzira na izuzetno oštru recesiju, koja se ogleda i u veoma visokoj stopi nezaposlenosti koja je premašila stopu od 10% i koja je i nakon okončanja recesije ostala na izuzetno visokom nivou, uspele da izbegnu pokretanje deflatorne spirale.

Pored ekspanzivne monetarne politike, ovakvom rezultatu doprinela je i izuzetno značajna fiskalna ekspanzija koja se u SAD ne može porediti ni sa jednim mirnodopskim periodom, s obzirom da je deficit državnog budžeta pre otpočinjanja poslednje krize premašio 10% GDP-a samo tri puta: tokom građanskog rata (u XIX veku) i tokom dva svetska rata (u XX veku).

Monetarna politika u SAD 2000-ih: izvor ili način za prevazilaženje cikličnih fluktuacija

Analiza efekata monetarne politike kao instrumenta kontraciklične politike, zahteva da se veoma pažljivo razmotri epizoda vezana za ublažavanje i otklanjanje recesije u SAD, prisutne tokom 2001. godine, s obzirom da jedno od objašnjenja postojeće krize i to upravo ono koje se zasniva na monetarnom impulsu, polazi od grešaka koje je FED napravio u formulisanju monetarne politike. Ovo objašnjenje je u osnovi monetarističko, jer upravo prati monetarističko viđenje izvora cikličnih fluktuacija.

Recesija u SAD, tokom 2001. godine, bila je najkraća i najblaža u američkoj ekonomskoj historiji, o čemu govori i podatak da stopa nezaposlenosti nije prelazila iznad prirodne stope nezaposlenosti. Međutim, odgovor monetarnih vlasti bio je suviše ekspanzivan – na same naznake privrednog usporavanja snižene su kamatne stope: sa početnih 6% u januaru 2001. godine, na 2%, u novembru 2001. godine, kada je proglašena recesija, a kada je ciklus, zapravo, već dostigao dno. Sa obaranjem kamatne stope nastavilo se sve do juna 2003. godine, kada je iznosila samo 1%, dok je politika veoma niske stope bila prisutna i tokom naredne godine, iako je u julu 2003. godine NBER proglasila da je oporavak otpočeo još u novembru 2001. godine. Ipak i pored toga, kamatna stopa je sporo rasla tako da je tek decembra 2004. godine ona porasla iznad 2% (na 2,25%). (Federal Reserve, 2010)

Ovakvo niske kamatne stope podstakle su rizično ponašanje i zaduživanje. Posebno rizično ponašanje postojalo je na tržištu nekretnina, na kome se pored povećane tražnje od strane domaćinstava, pojavilo i špekulativno ponašanje usled očekivanja daljeg rasta cena nekretnina. Ovakva kretanja su praćena ekspanzijom u građevinarstvu (naročito u izgradnji stambenih objekata) koje dostiže vrh još u septembru 2006. godine, nakon čega dolazi do pada, koji je praćen padom cena nekretnina. Kraha tržišta hipotekarnih kredita bio je prvi signal da će naduvani «balon» u SAD pući, a prezaduženost domaćinstava, ali i preduzeća dolazila je do izražaja. Reakcija monetarnih vlasti, međutim, otpočela je tek nakon što je postalo jasno da su recesiona kretanja sigurna, odnosno, od jeseni 2007. godine, jer se nakon hipotekarnog kraha činilo da su njegovi efekti ograničeni. Istovremeno su zbog visoke iskorišćenosti kapaciteta privrede i pune zaposlenosti sredinom 2007. godine (stopa nezaposlenosti je u maju 2007. godine, u SAD, iznosila 4,5%, što je niže od prirodne stope nezaposlenosti), monetarne vlasti otpočele obaranje kamatne stope, uz ograničenje mogućeg rasta inflacije. Naime, poznato je da inflacija predstavlja varijablu koja kasni, što znači da dostiže vrh nakon vrha ciklusa, zbog toga se rast inflacije može očekivati samo u kratkom periodu nakon što se uoči da je privreda ušla u ekonomsku kontrakciju, o čemu su upravo i brinule Federalne Rezerve. Međutim, ubrzo nakon toga, monetarna politika je postala preokupirana borbom protiv izuzetno oštre recesije, preteće deflacije, ali i očuvanja finansijskog sistema.

Pitanja koja se, međutim, mogu postaviti su: da li je monetarna politika u periodu neposredno pred otpočinjanje krize bila suviše restriktivna, kao i da li je monetarna politika u borbi protiv recesije iz 2001. godine bila suviše ekspanzivna i da li je monetarna ekspanzija suviše dugo trajala. Ova pitanja čine legitimnim monetaristički stav da je monetarna politika uzrok, a ne rešenje za ciklične privredne fluktuacije. Tome upravo odgovara i njihovo zalaganje za monetarna pravila, a ne diskreciju u vođenju monetarne politike, ali i za ciljne monetarne agregate, a ne ciljnu kamatnu stopu kao okosnice vođenja monetarne politike. Istovremeno, ne manje značajan je i njihov zahtev za jednim ciljem monetarne politike – stabilnim cenama, umesto dva cilja – cenovne stabilnosti i pune zaposlenosti.

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

Teorijsko uporište za stavove o neodgovarajućoj monetarnoj politici koja se zasniva na ciljnoj kamatnoj stopi, kao načinu da se privredna aktivnost podstiče ili ograničava nalazi se i u Austrijskoj teoriji i nešto ranije u teoriji Knuta Viksela, prema kojima, ukoliko se kamatna stopa održava na nižem nivou od prirodne kamatne stope⁷, što podstiče privrednu aktivnost, biće generisana ekonomska ekspanzija, ali će to neminovno voditi i cikličnom padu ekonomske aktivnosti: "... Monetarna ekspanzija može i hoće izazvati investicione bumove. Ipak, u dugom roku, reusklađivanje privrede sa greškama preduzetnika, izazvanim monetarnom ekspanzijom, stvara krizu. Konačni efekat monetarne ekspanzije može biti povećanje, ne smanjenje nezaposlenosti. U dugom roku, monetarna ekspanzija kao metod za povećanje proizvodnje ne samo da je neefikasna, već može i da izazove neravnotežu i nezaposlenost resursa. Aktivna politika može da izazove veću nestabilnost u privredi, a ne veću stabilnost" (Cochran et al. 1994, 81).

Veštački izazvano obaranje kamatne stope ispod nivoa prirodne stope dovodi do neravnoteže između želje da se štedi i želje da se investira, što podrazumeva povećano investiranje koje nije praćeno i većom štednjom. Kriza se zbog toga, prema teoriji jednog od najznačajnijih predstavnika austrijske škole, Fridriha fon Hajeka javlja kao način da se društvo „natera“ da štedi više nego što želi (*nametnuta štednja*). Ova nametnuta štednja koja se javlja kao posledica ekspanzije potrošnje i zaduživanja, međutim, prateći sada kejnzijanski sled događaja izaziva dodatni pad privredne aktivnosti, povećanje nezaposlenosti, još veće smanjenje zainteresovanosti za investiranje i produbljivanje krize. Naravno, zaključci o posledicama koje će postojati u okvirima austrijske u odnosu na kejnzijansku teoriju su različiti. Kod Austrijanaca kriza se javlja kao neminovna posledica monetarne ekspanzije, koja naravno ne može beskonačno trajati, usled pretnji inflacije koja prati fazu neopravdanog ekonomskog prosperiteta, a koja se upravo onemogućava restriktivnom monetarnom politikom, koja i dovodi do okončanja ekspanzije i otpočinjanja recesije.

Bez obzira na teorijske postavke Austrijanaca, kao i monetarista, u vezi sa neprihvatljivošću aktivne monetarne politike zbog neutralnosti novca, kada je do recesije u SAD ipak došlo krajem 2007. godine, najpre su reagovale Federalne rezerve upravo obaranjem kamatne stope. Razlozi za to delimično potiču od činjenice da se monetarna politika Federalnih rezervi ne zasniva na teorijskim postavkama austrijske škole, a čak ni monetarizma, već da je ona u osnovi zasnovana na jednoj formi kejnzijanske monetarne teorije u kojoj se kamatna stopa, a ne monetarni agregati javljaju kao ciljna veličina. Reč je o novoj kejnzijanskoj teoriji, čiji je predstavnik i sadašnji guverner FED-a, Ben Bernanke, mada je i u prethodnom periodu, za vreme dok je guverner bio Alen Grinspen monetarna politika bila vođena upravo na bazi tzv. Tejlorovog pravila⁸ koje predstavlja pravilo

⁷ Hajek prirodnu kamatnu stopu definiše kao stopu pri kojoj se izjednačavaju želje investitora da investiraju sa željama ekonomskih subjekata da štede.

⁸ Pavilo je definisao Džon Tejlor, takođe predstavnik Novih kejnzijanaca.

„povratne sprege“, zasnovano na kratkoročnoj kamatnoj stopi koja se menja u zavisnosti od odstupanja inflacije od ciljne stope, kao i u zavisnosti od odstupanja dohotka od potencijalnog – ostvarenog pri punoj zaposlenosti. Upravo ovo pravilo odražava dva cilja monetarne politike, definisana u aktu o osnovanju FED-a:

- cenovna stabilnost,
- maksimalna zaposlenost.

Federalne rezerve od ovih ciljeva nisu odustale čak ni u periodu kada je monetarnom politikom u velikom broju zemalja dominiralo pravilo targetirane stope inflacije. To ukazuje da su monetarne vlasti u SAD uvek morale da obezbeđuju ravnotežu u ostvarivanju ova dva cilja, koja u kratkom roku mogu biti konfliktna, iako je u dugom roku jasno da je cenovna stabilnost neophodan uslov maksimalno održivog rasta dohotka i zaposlenosti. Ovi ciljevi ukazuju da se monetarna politika koristi kao instrument za smanjenje cikličnih fluktuacija. (Cecchetti 2000, 44)

Originalno Tejlorovo pravilo podjednak značaj daje i stabilizaciji dohotka u odnosu na potencijalni dugoročni nivo (y_t) i smanjenju odstupanja inflacije od ciljne stope inflacije:

$$i_t = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t)$$

i_t – federalna kamatna stopa, r^* - ravnotežna realna kamatna stopa, π - prosečna trenutna stopa inflacije, π^* - ciljna stopa inflacije, y – gep dohotka

Na osnovu Tejlorovog pravila može se zaključiti da je monetarna politika Federalnih rezervi bila bazirana na ravnoteži u realizaciji oba cilja – cenovne stabilnosti i odstupanja dohotka od njegovog prirodnog nivoa. Takođe, može se zaključiti i da su se monetarne vlasti opredelile za kombinaciju preporuka kejnzijanske i monetarističke teorije u vezi sa monetarnom politikom. Kejnzijanski elementi su ipak imali prevagu, a odnose se na izbor kamatne stope kao instrumenta monetarne politike, što ukazuje na opredeljenje da se monetarna politika koristi u kontraciklične svrhe, što je upravo ideja kejnzijanske ne-neutralnosti novca i mogućnosti da se može podsticati ekonomska aktivnost sve dok ekonomija ne dospe u stanje zamke likvidnosti. (Prašević 2008, 47)

Monetaristički elementi se mogu naći u opredeljivanju za pravilo monetarne politike, namesto kejnzijanske diskrecije. Međutim i ovde vidimo da je reč zapravo o „kejnzijanskom“ pravilu koje se odnosi na određivanje funkcije reakcije monetarnih vlasti, koja uključuje nominalno sidro, kao način da se u situaciji u kojoj agregatna tražnja nije jednaka dohotku, odnosno agregatnoj ponudi, aktivira endogena povratna sprega. Pravilo govori da se monetarna politika vodi:

- u funkciji obezbeđenja nominalnog sidra – targetirane stope inflacije, tako da se kamatna stopa menja kao reakcija na odstupanje stope inflacije u odnosu na targetiranu vrednost;

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

- u funkciji stabilizacije dohotka, odnosno cikličnih fluktuacija – preko promena kamatne stope kao reakcije na odstupanje dohotka od potencijalnog, odnosno otvaranje gema outputa. (Allsop, Vines 2000, 11)

Federalne rezerve su, dakle, monetarnu politiku od kraja 1980-ih vodile na bazi kejnzijanskog pravila, odustajući od monetarnih targeta koji su bili prisutni u vreme guvernera Pola Vokera (1979-1982), kada je primarni cilj bio izbegavanje inflacije. Tokom 1990-ih i 2000-ih odbačeno je targetiranje monetarnih agregata, koje su zagovarali monetaristi, a u korist kamatne stope, tako da se era Alena Grinspena dobro uklapa u Tejlorovo pravilo, dok njegova primena na monetarna kretanja u periodu Pola Vokera govori da je monetarna politika u ovom periodu bila isuviše restriktivna i okrenuta samo jednom cilju.

Ipak, monetarne vlasti su nakon recesije iz 2001. godine napravile grešku koja predstavlja najznačajnije odstupanje monetarne politike od Tejlorovog pravila još od 1970-ih i to na način da je monetarna politika u periodu od 2002. do 2006. godine bila isuviše ekspanzivna, određujući kamatnu stopu na suviše niskom nivou, što je podsticalo agregatnu tražnju i dovelo do buma na tržištu nekretnina. Prema Tejlorovom pravilu kamatne stope su sa rastom trebale da počnu još početkom 2002. godine i da visinu od 5% dostignu sredinom 2005. godine. Umesto toga, one su nastavile sa opadanjem, održavajući se na istorijski niskom nivou od 1% krajem 2003. i početkom 2004. godine, kada su prema Tejlorovom pravilu trebale da budu u rasponu od 3% do 4%, da bi svoj maksimum od preko 5% dostigle sredinom 2006. godine, umesto sredinom 2005. godine. (Taylor 2009, 3)

Tabela 1: Karakteristike režima monetarne politike (Lippi 1999, 56)

Režim monetarne politike	Pretnja inflacije	Stabilizacija šokova tražnje
Diskrecija	Najveća	Maksimalna
Parcijalna diskrecija	Srednja	Srednja
Pravila	Najmanja	Minimalna

Objašnjenje ovakvih postupaka monetarnih vlasti sam Tejlor vidi u odustajanju od pravila i prihvatanju diskrecije u vođenju monetarne politike, koja je prvenstveno bila motivisana izbegavanjem upadanja u deflaciju, kakva je tokom 1990-ih bila prisutna u Japanu. (Taylor 2009, 4) Time se samo dokazuje tvrdnja sadašnjeg guvernera FED-a, Bena Bernanke, da striktna razdvojenost pravila od diskrecije u monetarnoj politici ne postoji, odnosno da striktna pravila bez ikakvog upliva diskrecije, kako su ih videli monetaristi, ili potpuna diskrecija za kakvu su se zalagali kejnzijanci, ne postoji. Diskrecija koja bi podrazumevala da se monetarne vlasti ne obavezuju u vezi sa ciljevima svoje politike, niti da objavljuju akcije koje preduzimaju u cilju njihove realizacije, već da politiku definišu na

nedeljnoj bazi u zavisnosti od trenutnih uslova, potpuno je napuštena. Slično je i sa pravilima, svi monetarni režimi podrazumevaju izvesnu diskreciju, samo je pitanje stepena diskrecije koji je prisutan. (Bernanke et al. 1999, 5-6)

Iako je uvođenje parcijalne diskrecije u monetarnu politiku prvenstveno motivisano stabilizacijom šokova tražnje i podsticanjem privredne aktivnosti, u SAD je diskrecija dovela do neopravdane ekonomske ekspanzije, koja je neminovno morala da bude okončana kontrakcijom i recesijom. Pored toga, diskrecija je dovela i do rasta stope inflacije na prosečni godišnji nivo od 3,2%, što je viša stopa u odnosu na targetiranu inflaciju od 2% koja je uključena u pravilo. Zbog toga se može zaključiti da je monetarna politika vođena na bazi pravila, uključujući i Tejlorovo, obezbeđivala i stabilnost ekonomske aktivnosti i nisku stopu inflacije.

Monetarna politika u borbi protiv ekonomske krize 2008. godine

Sa otpočinjanjem globalne ekonomske krize, tokom 2008. godine reafirmisani su ciljevi centralne banke u promovisanju maksimalnog obima zaposlenosti i kontroli inflacije. Ovo je bio slučaj kako u SAD, kao vodećoj ekonomskoj sili i državi u kojoj je kriza i nastala, tako i u drugim ekonomijama. Naravno, s obzirom da je zbog cikličnog pada privredne aktivnosti inflacija prestala da bude značajnija pretnja i briga o njoj je prestala da bude aktuelna. S druge strane, podsticanje privredne aktivnosti i zaposlenosti, kao cilj monetarne politike bio je i ranije prisutan u SAD, ali se zbog ekonomske ekspanzije koja je sa kratkim prekidom tokom 2001. godine postojala od 1991. godine, na njega zaboravilo. Zbog toga, ovaj cilj nije bio značajno afirmisan jer su tržišni mehanizmi obezbeđivali odgovarajuće rezultate.

Globalna ekonomska kriza označila je pad globalne agregatne tražnje zbog čega je paket ekonomskih mera podrazumevao da se i u domenu monetarne politike preduzmu mere kojima se podsticalo povećanje agregatne tražnje u svim zemljama u kojima je to bilo moguće u kontekstu održavanja makroekonomske stabilnosti i bez ugrožavanja fiskalne i monetarne stabilnosti. Pored podsticanja agregatne tražnje preko snižavanja kamatne stope, većina centralnih banaka morala je i da se bori sa finansijskom krizom koja je značajno pogodila bankarski sektor. Zbog toga su monetarne vlasti morale da u nekim slučajevima i direktno spašavaju poslovne banke od bankrotstva. Istovremeno je država u mnogim zemljama postala i garant štednih uloga do određenog iznosa, kako bi se izbegla situacija koja je postojala tokom Velike depresije iz 1929. godine, kada je došlo do stampeda na banke i bankarske panike, koja je okončana likvidacijom banaka.

U SAD, u kojoj je kriza i pokrenuta, monetarna politika je bila izuzetno agresivna i ogledala se u obaranju kamatne stope, koja je na kraju oborena na najniži nivo od 0-0,25% (decembar 2008.), kao i u aktivnim merama za otklanjanje krize likvidnosti. Kongres je odobrio TARP program sa ciljem da se bankama obezbedi kapital, kao i da se stabilizuje tržište novca i tržište kratkoročnih

Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti

komercijalnih hartija, kao i da se pomogne najvažnijim finansijskim institucijama, kako bi se izbegao njihov kolaps koji bi mogao da izazove krah čitavog finansijskog sistema.

Istovremeno je finansijska kriza u SAD onemogućila kreditiranje, uključujući različite vidove kredita, domaćinstvima i privredi. To je dovelo do dodatnog smanjenja agregatne tražnje, utičući dodatno na smanjenje zaposlenosti i povećanje nezaposlenosti, koje postaje problem broj jedan u SAD. Ekspanzivna monetarna politika, nezabeležena u istoriji SAD, praćena je podjednako ekspanzivnom fiskalnom politikom, dovele su do okončanja recesije u junu 2009. godine. Međutim, s obzirom da je opravak veoma slab, potreba za vođenjem ekspanzivne monetarne politike ostala je i dalje prisutna. Ovakav, slab ekonomski oporavak dokazuje da je bilo u pitanju specifično, veoma značajno ometanje ekonomskog sistema, koje se može porediti samo sa Velikom ekonomskom depresijom iz 1930-ih. Zbog toga, ne samo da je reč o najdužoj posleratnoj recesiji, već i da je oporavak najsporiji i najslabiji (da je bio isti kao nakon recesija 1940-ih ili 1980-ih koje su do poslednje recesije bile najoštrije, stopa nezaposlenosti bi u avgustu 2010. opala na oko 8%, što se nije dogodilo, već je ostala na nivou od skoro 10%).

Važno je istaći da je ekspanzivna monetarna politika u SAD bila moguća i zbog nepostojanja straha od inflacije, već upravo suprotnog straha od deflacije. Zbog toga su Federalne rezerve za svoj cilj odredile nisku, ali pozitivnu stopu inflacije, a ne cenovnu stabilnost. Za razliku od SAD, neke od zemalja su bile ograničene u primeni ekspanzivne monetarne, ali i fiskalne politike, zbog efekata na rast inflacije. Ovakvo iskustvo su imale manje razvijene ekonomije u tranziciji, kakva je i ekonomija Srbije.

Zaključak

Ekonomske recesije uvek aktuelizuju pitanja ciljeva i načina vođenja ekonomske politike, a naročito monetarne politike. To je bio slučaj svojevremeno sa Velikom ekonomskom depresijom iz 1929. godine, ali i sa poslednjom globalnom ekonomskom krizom iz 2008. godine. Nakon Velike depresije u ekonomskoj nauci je došlo do najveće promene u razvoju ekonomske misli i to oličene u pojavi kejnzijanske ekonomske teorije i izdvajanja makroekonomije kao ekonomske discipline. U monetarnoj ekonomiji i politici, kejnzijizam je označio kraj dominacije kvantitativne teorije novca i prelazak na teoriju preferencije likvidnosti, odnosno na aktivnu monetarnu politiku koja uključuje i cilj pune zaposlenosti i podsticanje privredne aktivnosti. Iako je monetarna politika neefikasna, po mišljenju kejnzijanaca, ipak je ona neophodna u pokušaju prevazilaženja ekonomskih recesija. U tom se kontekstu i epizoda monetarne politike vođene tokom Velike depresije smatra odlučujućom za njen nastavak i oštrinu, jer je pridržavanje kvantitativne teorije novca doprinelo monetarnoj kontrakciji, potpuno neodgovarajućoj za uslove u kojima je do nje došlo, dalje obarajući već nisku agregatnu tražnju.

Nakon što su u XX veku učestale pojave inflacije, kao i nakon kraha dominacije kejnzijanizma i uspona monetarizma i nove klasike, i u monetarnoj sferi promovisan je jedan cilj - cenovna stabilnost, dok je drugi cilj, puna zaposlenost, zanemarivan i osporavan, zbog poznate neutralnosti novca. Ipak, monetarna politika u SAD, tokom 2000-ih, vođena je u skladu sa kejnzijanskim zalaganjem za određivanjem kamatne stope kao instrumenta monetarne politike, uz veliki upliv diskrecije. Pokazalo se da je to, slično idejama monetarista ili austrijske škole, stvorilo uslove za veštački izazvanu ekonomsku ekspanziju, koja je bila praćena ekonomskim slomom koji se može porediti sa onim iz 30-ih godina XX veka. Ipak, iako svesni grešaka u prethodnom periodu, monetarne vlasti su u borbi protiv recesije primenile poznate kontraciklične mere, u svojoj suštini kejnzijanske, u pokušaju da se monetarnom politikom podstakne privredna aktivnost, preko podsticanja agregatne tražnje, kao i da se na svaki način izbegne otpočinjanje deflatorne spirale. Istovremeno, monetarne vlasti su bile okupirane i načinom da se izbegne krah celokupnog finansijskog sistema, što je ponekad podrazumevalo direktno spašavanje značajnih finansijskih institucija upumpavanjem novca u sistem. Ekspanzivna monetarna politika bila je praćena i ekspanzivnom fiskalnom politikom kojom se pokušavalo povećanje agregatne tražnje, s obzirom da je globalna ekonomska kriza podrazumevala smanjenje agregatne tražnje na globalnom nivou.

Povratak podsticanju privredne aktivnosti, a time i zaposlenosti, kao cilju monetarne politike, predstavlja značajnu novinu, ili u slučaju nekih centralnih banaka, reafirmaciju zaboravljenog cilja. Ovaj je cilj ipak imao ograničenje u mogućoj pojavi rastućih cena, odnosno inflacije, naročito ukoliko se u obzir uzme da je bila prisutna i u ekonomskoj istoriji nezabeležena fiskalna ekspanzija, a da je u makroekonomiji dobro poznat fiskalni sindrom visoke inflacije.

Literatura

1. Allsopp, C., Vines, D. (2000) The Assessment: Macroeconomic Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 16 (4): 1-32.
2. Axilrod, S. H. (2009) *Inside the Fed*. Cam. Massachusetts: MIT Press.
3. Bernanke, B. S. (2004) *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
4. Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. S., Posen, A. S. (1999) *Inflation Targeting*. Princeton: Princeton University Press.
5. Bofinger, P. (2001) *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*. Oxford: OUP.
6. Burdekin, R. C. K., Siklos, P. L. (2004) *Deflation – Current and Historical Perspectives*, Cambridge: CUP.
7. Cecchetti, S. G. (2000) Making Monetary Policy: Objectives and Rules. *Oxford Review of Economic Policy*, 16 (4): 43-59.
8. Cochran, J. P., Glahe, F. R. (1994) The Keynes-Hayek Debate: Lessons for Contemporary Business Cycle Theorists. *History of Political Economy*, 26 (1): 69-94.
9. Fischer, I. (1930) *The Theory of Interest*. New York: Macmillan.
10. Fischer, I. (1933) The Debt-Deflation Theory of Great Depression. *Econometrica*, 1: 337-357.
11. Jakšić, M., Prašević, A. (2007) *Istorija ekonomije*, Beograd: Ekonomski fakultet.
12. Keynes, J. M. (1987) *Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Zagreb: CKD.
13. Lippi, F. (1999) *Central Bank Independence, Targets and Credibility*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
14. Mankiw, N. G. (2001) U. S. Monetary Policy During the 1990s. *NBER Working Paper*, 8471, <http://www.nber.org/papers/w8471> (07.07.2002.)
15. Prašević, A. (2008) The Return to Keynesianism in Overcoming Cyclical Fluctuations?. *Economic Annals*, 177: 30-58.
16. Taylor, J. B. (2009) The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. *NBER Working Paper*, 14631. <http://www.nber.org/papers/w14631> (25.01.2010.)
17. Wicker, E. (2002) Money Supply Theory and the Great Depression: What Did the Fed Know? *History of Political Economy*, 34 (1): 31–53.
18. Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm> (16.01.2011.)

MONETARY POLICY AND ECONOMIC RECESSIONS – GOALS, INSTRUMENTS AND EFFECTS

Abstract: This paper is dedicated to discussing important issues of monetary policy in a situation imposed by the requirement to overcome the economic recession. In this context, the paper deals with monetary policy conducted during the Great Depression in the 1930s, and monetary policy mistakes that led to the beginning and later to extending and deepening of the economic crisis. The Great Depression contributed to the success and dominance of Keynesian theory and monetary sphere related to the rejection of the quantity theory and accepting the theory of liquidity preference. The latest global economic crisis in 2008 reaffirmed the dual objectives of monetary policy - price stability and full employment. At the same time, there was a reemergence of discretion in monetary policy based on interest rates, although the very discretion monetary policy measures from the early 2000, aimed at overcoming the short and mild recession in 2001 in the US, was highlighted as a possible source of the latest crisis. Monetary expansion, although not sufficiently effective method for overcoming the recession, just as Keynesian theory argued, was necessary in a situation where the financial system should be saved from collapsing, to provide liquidity and contribute to the increase in aggregate demand. Of course, this was possible in a situation where the economies were faced with the threat of commencement of deflationary spiral. However, long term monetary expansion, accompanied by fiscal expansion and a weak recovery raises the question of the final effects of monetary policy, which may in future be marked by a rising inflation.

Keywords: economic recession, monetary policy goals, keynesianism, Taylor's rule