

MONETARNO UPRAVLJANJE I KONTROLA U USLOVIMA NEIZVJESNOSTI I KRIZE *MONETARY MANAGEMENT AND CONTROL UNDER UNCERTAINTY AND CRISIS*

SLOBODAN LAKIĆ,

Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet Podgorica

Apstrakt: Konstantno izlaganje ekonomije šokovima otežava proces kreiranja monetarne politike. S obzirom da efekte šokova katkad nije moguće u potpunosti predvidjeti, centralne banke se suočavaju sa poteškoćama prilikom donošenja odluka i operacionisanja. Prema jednom pogledu, centralne banke u odsustvu stabilnog finansijskog sistema, kao sastavnog dijela njenih funkcija, nisu u mogućnosti da ostvare monetarnu stabilnost. Po drugom tumačenju, pogrešna je pretpostavka, često navođena u kontekstu aktuelne krize, da monetarna politika u kriznim okolnostima ne može biti efikasna. Nema garancija da će centralne banke biti sposobne da se uhvate u koštac sa pucanjem mjehura. Tvrdnja da su svjetski centralni bankari spasili globalnu ekonomiju od kolapsa može se dovesti u ravan prepoznavanja uloge koju su imali u kreiranju aktuelne krize.

Ključne riječi: monetarna politika, monetarni instrumenti, centralna banka, neizvjesnost, finansijska kriza, asimetrične informacije, likvidnost, ekspanzivna politika, monetarna restrikcija, transmisioni mehanizam, obavezne rezerve

Abstract: Constant exposure of economy to shocks hinders the process of creating monetary policy. Since effects of shocks are sometimes impossible to predict, central banks face difficulties in making decisions and operating. According to one view, central banks, in the absence of a stable financial system as a constituent part of its functions, cannot achieve monetary stability. According to another opinion, the supposition, often mentioned in the context of the current crisis, that monetary policy in crisis situations cannot be efficient is wrong. There are no guarantees that central banks will be able to cope with a burst of a bubble. The claim that world central bankers have saved the global economy from a collapse can be interpreted as equal to their role in creating the current crisis.

Key words: Monetary Policy, Monetary Instruments, Central Bank, Uncertainty, Financial Crisis, Assymetric Information, Liquidity, Expansive Policy, Monetary Contraction, Transmission Mechanism, Reserve Requirements.

JEL Classification: E 50; E 58;
Preliminary communications; Received: May 11, 2010

1. Uvodna razmatranja - pretpostavke efikasnog operacionisanja monetarne politike

U literaturi je u dužem vremenskom periodu bila prisutna tvrdnja da su monetarna i fiskalna politika dva glavna instrumenta – «jaka stabilizatora ekonomije» - koja stoje na raspolaganju kreatorima ekonomske politike u cilju održavanja nivoa agregatne tražnje koji će obezbijediti visok stepen zaposlenosti, uz neinflatorni ekonomski rast. Jasno je, u skladu s tim, da ostali instrumenti nisu imali toliko rasprostranjen i snažan uticaj jer su djelovali primarno na određene grupe ili sektore ekonomske aktivnosti. Ipak, nije postojala magična formula za monetarnu kontrolu – monetarna politika jeste bila moćan i koristan instrument ekonomske politike, ali nije mogla riješiti sve probleme u ekonomiji. Problem monetarnog upravljanja predstavljao je stalno prilagođavanje polazeći od suočenosti sa nizom konfliktnih ciljeva, čije je ostvarenje bilo pod uticajem mnoštva faktora.

Monetarna istorija i logika ukazuju da je monetarna politika mogla da spriječi da novac bude glavni uzrok ekonomskog poremećaja; obezbijedi stabilnu podlogu za ekonomiju, održavanjem «mašine novca» dobro «podmazanom»; doprinese da se kompenziraju glavni

poremećaji (smetnje) u ekonomskom sistemu koji potiču iz drugih izvora. Praktična monetarna politika se kreirala na osnovu stalnog odgovora monetarnih vlasti na promijenjene okolnosti, izmijenjene informacije i nove procjene o budućim uslovima. Monetarna politika neizostavno je uključivala kompromis između konkurentskih ciljeva politike i balansiranje između protivrječnih stavova o posljedicama alternativnih politika. U striktnijem smislu, monetarna politika je postajala prepoznatljiva samo ako su vlasti imale jasno definisan cilj, odnosno direktno i u kontinuitetu upotrebljavale izvjesne, rapidno prilagodljive instrumente ili sredstva za kontrolisanje novca radi postizanja cilja.

Na promjenu uloge centralnih banaka u prethodnim decenijama uticala je veća inovativnost, konkurencija i povezanost u finansijskom sistemu, njihova navodna sloboda i nezavisnost, ali i povećana odgovornost i/ili suodgovornost. Usložnjavanje odgovornosti centralnih banaka prilikom sprovođenja monetarne politike rezultat je globalizacije finansijskih tržišta, značajne promjenljivosti cijena finansijske aktive, znatnog povećanja ograničenosti finansijskih tržišta, relativnog pada uloge banaka u finansijskom sistemu i slabljenja specifičnosti bankarstva, kao i

velikog povećanja obima plaćanja. Evidentno je da su centralne banke operisale u uslovima čvršćih ograničenja, i u prethodne dvije decenije generalno bile poprilično uspješne u suzbijanju inflacionih pritisaka.

U cilju sagledavanja relevantnosti domena uticaja monetarne politike, potrebno je ukazati na naučna i stručna promišljanja pojedinih ekonomista uoči aktuelne finansijske (ekonomske) krize, kada se to tiče monetarne discipline, deviznog kursa, finansijskog sistema. Na primjer, polazeći od monetarne discipline kao lakšeg aspekta posmatranja u odnosu na euro, zastupljen je stav da uspjeh eura u smislu snaženja evropskih ekonomija zavisi od efekata fiskalne discipline. Očito je da je fiskalna politika izgubila na značaju kao sredstvo za stabilizovanje agregatne tražnje. Takođe, opravdana je sumnja da je moguće vremenski uskladiti akcije fiskalne politike na način kojim bi se ostvarili zamišljeni rezultati u ekonomiji. Zaključak je da bi zalaganje za stabilizovanje outputa i inflacije trebalo da bude prepušteno monetarnoj politici. Drugo, posmatrajući trougao dolar, jen i euro pojedini autori (npr. Klasen) su smatrali da sistem (plivajućeg deviznog kursa) funkcioniše savršeno.

Sjedinjene države su, po ovom shvatanju, tradicionalno neutralne u pogledu deviznog kursa prema euru i jenu. Svakako, iskustva sa stopom inflacije su kompatibilna i ekstremno niska. «Svjetska kamatna stopa» je kamatna stopa SAD s obzirom da svijet koristi dolar. Svjetska ekonomija, u čijem su centru SAD, bi u krajnjem trebalo da ima jednu valutu (Volker). Jasno je da u takvom scenariju dolar postaje relativno skuplji, što važi i za SAD u svjetskoj ekonomiji (implicitni realni dvizni kurs). Po Lamfalussy (2005), finansijski sistemi razvijenog svijeta pod vođstvom onoga što se dešava pogotovo u SAD, evoluiraju ubrzanim tempom ka tržišno-centrističkom sistemu, što je suprotno bankarsko-centrističkom sistemu (dominiraju banke). Time bi bio stvoren pogled o mnogo efikasnijem sistemu, uz efikasniju alokaciju resursa i manju nestabilnost finansijskih tržišta. Ukoliko se ne uzme u obzir ono što se dešavalo sa tržištem državnog duga SAD u jesen 1998, ali ne i sa tržištem akcija.

Vodeći američki ekonomisti, poput Bernankija (2007), navodno su smatrali da će uz fundamentalne faktore postojati tražnja za stanogradnjom. Problemi u subprimarnom sektoru kada je u pitanju šire tržište stanova vjerovatno bi bili ograničeni. Zvanično nisu očekivali značajnija prelijevanja sa subprimarnog tržišta na ostatak ekonomije ili na finansijski sistem. Po njihovim analizama, ogromna većina hipotekarnih zajmova uključujući i subprimarne, nastavljala je da pokazuje dobre performanse. Takođe, tržišne zakonitosti će obuzdati sve prekomjernosti, dok su u alociranju kredita tržišta bolja od regulatora. Svakako, FED preduzima sve da spriječi prevaru i zloupotrebe (nepravilnosti) kreditiranja. To će doprinijeti da kreditatori sprovedu snažnu praksu garantovanja, a potrošačima obezbijediti efektivno informisanje. Konačno, uz pomoć regulatora i Kongresa moguće je ostvariti finansijsko blagostanje, pristup kreditu i mogućnosti posjedovanja stanova od strane američkih građana.

Polazeći od pretpostavke da je inflacija monetarni problem, centralna banka bi mogla da obezbijedi stabilnost cijena. U vezi s tim, ukazivalo se na nekoliko ograničenja.

- ❑ Uz iznenaadni fiskalni deficit izazvan namjernim pomjeranjima politike, iako čak monetarna politika ostane na kursu, agregatna tražnja će porasti (kao i kamatne stope) i uz punu zaposlenost resursa pojaviće se inflaciona spirala. Dakle, početna inflacija može biti obuzdavana (ali ne i sprečavana) monetarnom politikom koja je usmjerena na stabilnost.
- ❑ Moguće je da veliki i trajan deficit javnog sektora prouzrokuje inflaciona očekivanja. Isticalo se da u slučaju fiskalne neravnoteže centralne banke ne mogu uticati na devizne kurseve isključivo mjerama monetarne politike ili intervencijom na deviznom tržištu. Nije prihvatljivo da centralne banke potcijene kretanje deviznih kurseva. Nivo državne potrošnje može takođe da remeti sprovođenje neinflatorne monetarne politike.
- ❑ Neizvjesnost u procesu donošenja odluke monetarnih vlasti može da predstavlja smetnju monetarnoj politici.

Monetarna politika se uže definiše kao aspekt makroekonomske politike koji je u prvoj instanci usmjeren ka postizanju određenog nivoa novčane mase, iznosa kredita, kamatne stope i deviznog kursa. Posebne akcije monetarne politike, sa ciljem postizanja određene vrijednosti za jednu ili više pomenutih monetarnih varijabli, uključuju direktno regulisanje instrumenata monetarne politike. Preduzimajući aktivnost ka podešavanju stava monetarne politike, monetarne vlasti se suočavaju sa znatnim rizikom. Ukoliko se tačno ne ustanovi snaga politike ili je neuspješno njeno usmjeravanje ka određenim ciljevima, daju se podsticaji štetnim posljedicama na inflaciju i zaposlenost, i to kratkoročno. Ovo predstavlja rizik težeg sprovođenja monetarne politike u dužem roku, ukoliko je narušen kredibilitet monetarnih vlasti. U uslovima odsustva pune informisanosti o stavu i efektima monetarne politike, monetarne vlasti su bile prinuđene da djeluju u okruženju koje se karakteriše neizvjesnošću.

Monetarna politika se uvijek sprovodila u uslovima neizvjesnosti. No, ekonomska zbivanja ukazuju na suočavanje sa situacijom ekstremne neizvjesnosti. Prije svega, prisutna je neizvjesnost o stanju ekonomije. Potom, činjenica je neizvjesnost koja proističe iz strukture funkcionisanja ekonomije. Prema Beyer i Reichlin (2006), dva su izvora ove neizvjesnosti: fundamentalna neizvjesnost u funkcionisanju ekonomije; neizvjesnost koja zavisi od snage i stabilnosti strukturnih odnosa (tzv. parametarska neizvjesnost). Konačno, strateška neizvjesnost koja ima endogeni karakter. U pitanju je neizvjesnost nad vlastitim odnosom sa privatnim agentima. Sveukupno, situacija ekstremne neizvjesnosti determiniše pitanje transmissionog mehanizma i strateškog izbora monetarne politike. Strateška neizvjesnost naglašava potrebu brzog usidranja očekivanja.

2. Prenosni mehanizam monetarne politike u kontekstu uzroka/intervencije

Razumijevanje transmisivnog procesa je suštinsko za odgovarajuće dizajniranje i implementaciju monetarne politike pa su centralne banke morale biti spremne da stalno reinterpetiraju kanale transmisije monetarne politike. Prisutna neizvjesnost i krizni scenariji upućuju da su centralne banke prinuđene na oprez prilikom uticaja na strukturne promjene. Naime, promjene u strukturi ekonomije – promjene u pozicijama bilansa stanja, tehnologiji i institucijama finansijskog sektora ili očekivanjima o budućoj politici – uticale su na promjenu ekonomskih efekata monetarne politike. Većina ekonomista je prihvatila stav da monetarna politika barem na kratak rok može značajno da utiče na smjer realne ekonomije, ali je manja saglasnost bila oko toga kako u stvari monetarna politika vrši taj uticaj. Transmisija uzrokovana promjenama monetarne politike sa efektima na output, u empirijskim analizama se posmatrala kao “crna kutija”.

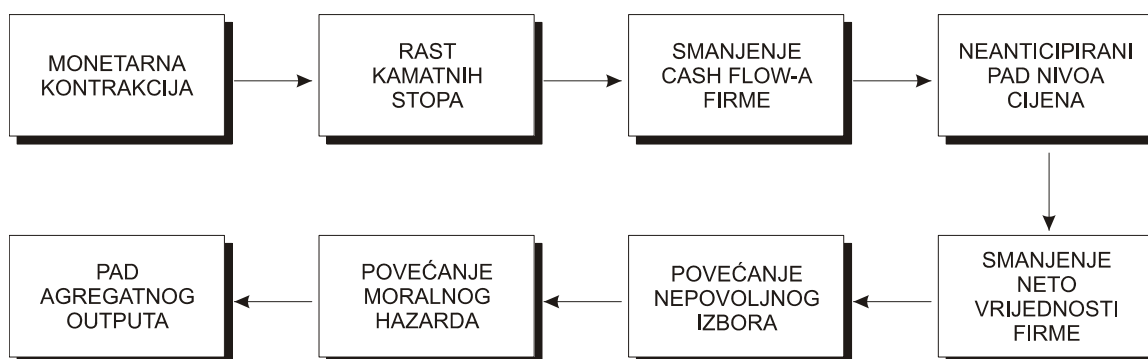
Analize kreditnog kanala monetarnog transmisivnog mehanizma su dodatni način kojim promjene kamatnih stopa imaju važan uticaj na agregatnu tražnju: pružaju jasno objašnjenje slijeda događaja koji se javljaju tokom tipičnih finansijskih kriza; objašnjavaju zašto su te krize toliko opasne po ekonomiju. Kreditni kanali ukazuju na značaj operativnih obrazaca kojim monetarna politika vrši uticaj na ekonomiju mehanizmom cijena ostalih aktiva, pored kamatnih stopa. Efekti monetarne politike na ekonomiju preko finansijskih kriza su jedan od kreditnih kanala monetarne transmisije. U osnovi posmatranog analitičkog okvira je Velika kontrakcija kao tipičan slučaj, uz moguću analizu i u slučaju najnovije finansijske krize. Poseban osvrt se može dati u kontekstu monetarnog i, uopšte, likvidnosnog menadžmenta (upravljanja).

Teorija finansijskih kriza o asimetričnim informacijama sugerise da restriktivna monetarna politika može da ima važnu ulogu u stvaranju finansijskih kriza. Finansijske krize predstavljaju slom finansijskih tržišta koji destruktivno povećava probleme asimetričnih informacija. Finansijska tržišta nisu više dugoročno u mogućnosti da efikasno kanališu sredstva onima koji imaju najproduktivnije investicione mogućnosti. Izrazito sužavanje ekonomske aktivnosti je logičan ishod. U literaturi se apostrofiralo pet faktora koji mogu poduprijeti finansijske krize: povećanje kamatnih stopa, berzanski padovi, neanticipirani pad nivoa cijena, povećanje neizvjesnosti i bankarske panike. Djelovanjem prva tri faktora, restriktivna monetarna politika proizvodi problem asimetričnih informacija koji potom prouzrokuje kontrakciju ekonomije.

Usljed monetarne kontrakcije, kao rezultat povećanja kamatnih stopa, povećava se nepovoljan izbor (negativna selekcija). Naime, ekonomski agenti koji su spremni da preuzmu veći rizik i da time plate veće kamatne stope biće najviše uznemireni kada je u pitanju zaduživanje. Rezultat monetarne restrikcije i većih kamatnih stopa je smanjenje novčanog toka firmi, što se negativno odražava na pozicije bilansa stanja. Uz povećane probleme negativne selekcije i moralnog hazarda smanjuje se vjerovatnoća da će tržišta biti adekvatan ambijent za pozajmljivanje. Pad cijena akcija uz smanjenu neto vrijednost firmi i neanticipirani pad nivoa cijena sa scenarijom “dug-deflacija” (dug je denominovan u nominalnom izrazu), kao i pad neto vrijednosti firmi, takođe su posljedica takve monetarne politike.

Uz ekstreman slučaj povećanih problema asimetričnih informacija (Mishkin,) mehanizam kreditnih kanala kojim monetarna politika može dovesti do finansijskih kriza može se prikazati kao na šemi br. 1:

Šema br. 1 : Mehanizam kreditnih kanala



Kontrakciona monetarna politika utiče i na dva posljednja faktora koji podstiču finansijske krize. Tako recesija dovodi do povećane neizvjesnosti kada se to tiče plaćanja iz ugovora o dugu. Teže je razgraničiti rizike dobrih od loših kredita. Usljed povećane neizvjesnosti, informacije na finansijskim tržištima su još asimetričnije, a problem nepovoljnog izbora pogoršan. Zaustavlja se kreditiranje i prouzrokuje pad ekonomske aktivnosti. Podstaknute

monetarnom kontrakcijom, bankarske panike mogu dovesti do pogoršanja bilansa stanja firmi. To opet stvara “neprijatnosti” u vezi s bankarskim zajmovima. Ističe se da je većina finansijskih kriza u SAD počela oštrim povećanjem kamatnih stopa, berzanskim lomovima i povećanjem neizvjesnosti. Ovo je pospješeno nakon početka recesije, a sve kao rezultat monetarne restrikcije.

Napad na banke u smislu povlačenja sredstava rezultat je nemogućnosti deponiranja da naprave razliku između dobrih i loših zajmova. Sužavanje depozitne baze i želja banaka da povećaju svoja sredstva (rezerve) u odnosu na depozite, kako bi se zaštitile od povlačenja depozita, dovodi do multiplikovanog smanjenja zajmova i depozita. Tako se podstiču problemi kod drugih banaka, odnosno bankarska panika. Pad broja banaka i izvora sredstava banaka za zajmove umanjuje sposobnost finansijskog sistema da rješava probleme moralnog hazarda i nepovoljnog izbora na kreditnim tržištima. Svakako, direktno se prouzrokuje smanjenje investicija i pad ekonomske aktivnosti.

Sadašnji konsenzus (Fridman, Bordo, Blanšard) o Velikoj (ekonomskoj) krizi je da je kontrakcija bila prouzrokovana monetarnim pritiscima u SAD. Naime, Fed su početkom 1928. otpočele sa čvršćom (restriktivnom) monetarnom politikom sa ciljem obuzdavanja buma na berzi, koji je počeo 1926. Doktrina se zasnivala na zabrani bankarskog kreditiranja za svrhe finansiranja špekulativnih aktivnosti. Restriktivna politika je ubrzala recesiju u avgustu i slom na berzi u oktobru 1929. Prevođenje ozbiljne recesije u SAD u tim godinama u Veliku krizu generalno se pripisuje serijama bankarskih panika u oktobru 1930, koje nisu bile praćene ekspanzivnom monetarnom politikom. Uz takvu politiku, kompenzirali bi se efekti bankarske panike na ponudu novca, a velika kriza bi se mogla izbjeći. Povećane kupovine na otvorenom tržištu od 1 milijarde dolara uspjele su privremeno da stimulišu ekonomiju, a oporavak je potom oslabljen drugim politikama.

Velika depresija nije bila prouzrokovana slomom berze 1929, već je recesija započela prije kraha. Izvor kraha je bio gotovo izvjesno kraj špekulativnog mjehura. Indeks berzanskih cijena je 28. oktobra pao sa 298 na 260, odnosno na 230 sjutradan, i tako dalje sve do dosegnutog dna u aprilu 1932. uz vrijednost od 47. Veliki pad cijena je uslijedio nakon što su se vlasnici akcija, koji su kupili akcije po visokim cijenama očekujući još veći rast, uspaničili i pokušali da ih prodaju. Došlo je do odlaganja kupovine trajnih i investicionih roba, a zabilježen je pad i u prodaji automobila. Industrijska proizvodnja je pala 1,8% od avgusta do oktobra 1929, do kraja godine još 9,8%, a 1930. još 24%. Značajno smanjivanje nominalne novčane mase, uz proporcionalno smanjenje nivoa cijena, doprinijelo je slomu.

Naime, u periodu 1929 – 1933, nominalna novčana masa M1 (gotov i depozitni novac i putnički čekovi) smanjila se 27%. Realna novčana masa bila je gotovo konstantna. Budući da se u istom periodu primarni novac povećao (sa 7,1 na 8,2 milijarde dolara), novčani multiplikator se značajno snizio (sa 3,7 na 2,4). Razlog sniženja multiplikatora je propast banaka – 4.000 od ukupnog broja – 20.000. Povlačenjem novca iz banaka povećao se odnos gotovog novca prema depozitnom, smanjio se multiplikator, odnosno ponuda novca. Blanšard je sugerisao, suprotno Fridmanu i Švarc, da Fed nije bio direktno odgovoran za smanjenje nominalne ponude novca. Greška je u nedovoljnom povećanju primarnog novca kako bi se kompenziralo smanjenje monetarnog multiplikatora.

Depresija se pogoršavala sljedećim mehanizmom. Smanjenje (kontrakcija) nominalne ponude novca imala je dvostruki efekat: nominalna kamatna stopa, mjerena kamatnom stopom na jednogodišnje korporativne obveznice, nakon rasta u 1928, bila je na nivou 5,3%, potom se smanjivala do 2,6%; stopa deflacije usljed niskog domaćeg proizvoda bila je na kraju posmatranog perioda 10,8%. Tada je realna kamatna stopa opala (i bila dalje visoka) do 7,8%. Uz ove kamatne stope, potrošnja i investiciona tražnja bile su na niskom nivou. Oporavak je započeo 1933. kada je došao kraj deflaciji uz započinjanje perioda inflacije. Blanšard (2003) je analizirajući prestanak deflacije i pojavu inflacije ukazao da su kretanja vrijednosti u ovom periodu, posmatrajući Filipsovu krivu, bila atipična.

Finansijska kriza u SAD, koja je pogoršala recesiju u devetnaestom vijeku, fundamentalno je doprinijela osnivanju Sistema federalnih rezervi 1914. godine (Dwyer i Gilbert, 1989). Tome je prethodio negativan uticaj povremenih bankarskih panika na ekonomiju SAD, pogotovo one destruktivne iz 1907. Prema pomenutim autorima, bankarske panike nisu prouzrokovale recesije, ali su mogle da pogoršaju posljedice takvih padova. Primarni cilj Sistema bio je sprečavanje bankarske panike, a nakon Velike depresije to je navodno trebalo da se uspješno ostvaruje osiguranjem depozita, prudencionom regulacijom i spremnošću Federalnih rezervi da djeluju kao kreditor krajnje instance. Naglašeno je da je važan dio rješenja bankarske panike stvaranje Federalne agencije za osiguranje deponovanih sredstava u bankama 1934. godine.

3. Indikatorska funkcija kamatnih stopa u kontekstu krizne spirale

Problemi na međubankarskom zajmovnom tržištu su evidentni ponašanjem LIBOR-a – stope nivelatora za međubankarsko pozajmljivanje, koju svakog dana određuje grupa osam velikih banaka. Ukazuje se da su cijene jedna stvar, a kvantiteti druga. Naime, banke koje učestvuju u «fiksiranju» LIBOR stope nemaju obavezu da pozajmljuju po tim stopama. S obzirom da ne postoje podaci o iznosima međubankarskog pozajmljivanja, ne postoji način da se zna da li su zajmovi odobravani po tim stopama. Tvrdi se da je upravo tržište komercijalnog papira pružalo podatke i o cijenama i kvantitetima¹. Dva su moguća objašnjenja za iscrpljivanje ponude na međubankarskom tržištu. Prvo, kreditori su zapazili značajno povećanje kreditnog rizika, tako da su povećali kamatnu stopu. Drugo (vjerovatnije), banke koje uobičajeno pozajmljuju suočile su se s kombinacijom neizvjesnosti i ograničenja u odnosu na veličinu njihovih bilansa stanja.

Usljed bankarske krize likvidnosti u 2007. banke su se ustručavale od međusobnog kreditiranja, pa je LIBOR rastao nezavisno od kamatnih stopa na rezerve kod Fed-a (Fed Funds rate). Fed je nastojao da sniženjem

¹ U periodu 2002-2007, prema podacima Fed-a ukupan iznos komercijalnog papira rastao je po godišnjoj stopi od 10% dostižući 2,2 triliona dolara u avgustu 2007. Više od polovine tog iznosa odnosilo se na komercijalni papir pokriven aktivom (ABCP).

LIBOR-a omogućiti da banke ponovo počnu međusobno da pozajmljuju, ali bezuspješno. LIBOR se, u stvari, ne može vratiti u svoj uobičajeno odgovarajući odnos sa kamatnim stopama na rezerve sve dok se finansijska tržišta ne stabilizuju. U avgustu 2007. otpočeo je prvi «talas nelikvidnosti» na međubankarskom tržištu. Kašnjenja u neispunjenju obaveza (*default*) i likvidnosni rizici banaka su značajno porasli. Kao rezultat, LIBOR je potisnut na gore. Kao važan indikator rizika, LIBOR je u jesen 2007. sugerisao na probleme sa kreditnom krizom u 2008. godini. Njegovo kretanje, uključujući i druge međubankarske kamatne stope, ukazivalo je dalje na nastupajući loš period sa kreditnim problemima.

LIBOR je bio visok krajem 80-ih i početkom 90-ih jer je eskontna stopa Fed-a bila visoka zbog kontrole inflacije. Spread je bio mali, svega nekoliko bazičnih poena. Upravo je potrebno porediti raspon između ove dvije kamatne stope budući da LIBOR sam po sebi nije od velikog značaja. Kako je stopa Federalnih rezervi niska, LIBOR je ipak visok, a raspon je nekoliko stotina bazičnih poena. Dakle, ne postoji povjerenje na kreditnom tržištu. Ipak, međubankarsko tržište je ekstremno tanko, čak i ako to ne odražava LIBOR. Mnogo je ponuda za kupovinu na LIBOR tržištu uz malo onih za prodaju, posebno sa dužim dospeljima. Ključna tromjesečna sterling LIBOR kamatna stopa početkom 2008. bila je iznad 5,5%, što je bilo blizu bazne stope. Širenjem kreditne krize povećala se do 6% u aprilu iako je bazna stopa pala na 5% tog mjeseca. Dalje je padala do 5,7% 12. septembra².

Sredinom septembra 2008. se desio kolaps investicione banke Lehman Brothers, što je uticalo na LIBOR. Dramatično pogoršanje krize je dovelo do najnižeg nivoa tromjesečnog LIBOR-a od kolapsa LB - 22. oktobra LIBOR je pao na 3,54%. Većim padom bazne stope sa 4,5 na 3% početkom novembra došlo je do daljeg sniženja LIBOR-a. LIBOR bi trebalo da se kreće 10 do 20 bazičnih poena iznad stope Banke (bazne stope). To znači da bi u uslovima prije kreditne krize, uz stopu Banke od 3%, LIBOR trebalo da bude 3,1 ili 3,2%. Veza između ove dvije stope je pokidana početkom kreditne krize u avgustu 2007. Spašavanje banaka je trebalo da pomogne da se snizi LIBOR. To nije bio slučaj nakon ubacivanja 700 milijardi dolara, već je LIBOR u Britaniji porastao iznad 6%. Novčana injekcija od 40 milijardi funti u banke 13. oktobra imala je pozitivan, ali umjeren efekat na kamatne stope. Uprkos sniženju bazne stope, relativno visok nivo LIBOR-a je odgovoran za serije povećanja troškova hipotekarnih zajmova sa varijabilnom stopom sredinom oktobra.

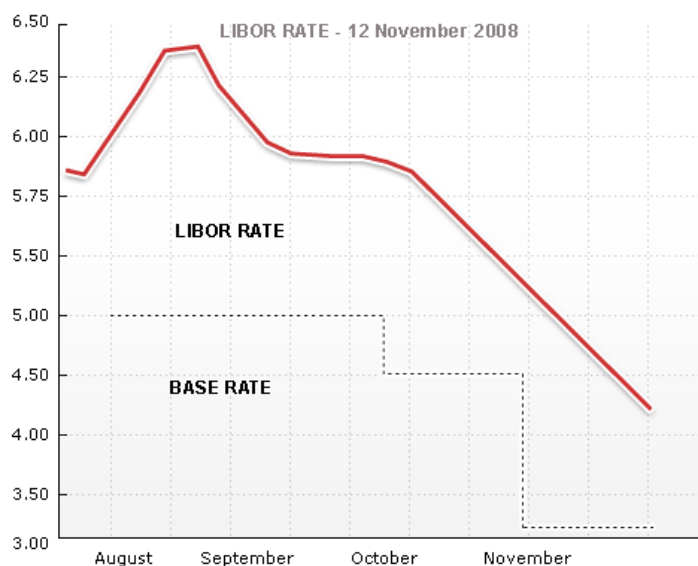
Fed je 2003. reformisao diskontni šalter i odredio eskontnu stopu (primarnu stopu) iznad stope federalnih sredstava. Ove stope su oruđe Fed-a za održavanje gornjeg nivoa kratkoročnih kamatnih stopa. Sredinom decenije Fed je tradicionalno održavao raspon između targeta federalnih sredstava i eskontne stope. Cilj je bio da podstakne banke da međusobno uzajmljuju, odnosno da izbjegavaju Fed kao skuplji izvor sredstava. Fed je potom snizio eskontnu stopu i ohrabrio banke da se zadužuju kod centralne banke, sa ciljem obnavljanja likvidnosti i smirivanja kreditnog tržišta. Do oktobra 2008, stopa na federalna sredstva i eskontna stopa su redukovane do 1% i 1,75%. Centralne banke Engleske, Kine, Kanade, Švedske, Švajcarske i Evropska centralna banka takođe su pribjegle sniženju stope. Obaranje stope i likvidnosna potpora ipak nisu bile dovoljne da zaustave proširene finansijske probleme.

Krajem januara tekuće godine objavljeno je da će nivelator – kamatna stopa na federalna sredstva – ostati u rekordno niskom rangu od 0,00% do 0,25% za “produženi period”. Termin “izlazna strategija” je finansijski eufemizam za podizanje kamatnih stopa. Držanjem kamatnih stopa na “vještački” niskom nivou, Fed se “kladi” da će inflacija biti obuzdana u kratkom i srednjem roku, i da će hipotekarno tržište SAD moći da se oporavi bez potpore. Uprkos anticipacijama FOMC o garancijama niskog nivoa stope na federalna sredstva, očigledno je da su se ekonomski i finansijski uslovi značajno promijenili da se duže ne mogu garantovati izuzetno niski nivoi ovih stopa. Prisutna je validna zabrinutost da će ekspanzivna politika Fed omogućiti pojavu inflacije u ekonomiji uzimajući u obzir uzlazni zamah cijena, mada se ukazuje da Fed prilagođava kamatne stope na osnovu inflacionih očekivanja.

Kontraciklična monetarna politika je sastavni dio bombastičnog (*boom-bust*) kreditnog ciklusa. Berzanski bumovi se, prema pojedinim autorima (Bordo, Vilok, 2007), dešavaju u okruženju niske inflacije, povećanja realnog BDP i «skromne» politike realnih kamatnih stopa. Napredovanjem buma i ugradnjom inflatornih pritiska, centralne banke neizbježno učvršćuju politiku kamatnih stopa pomažući da se inicira sljedeći slom. Bordo (2008) ističe da je dug period izrazito niskih kamatnih stopa izazvao nedavni bum stanogradnje u SAD. Naime, u periodu 2001-2004. monetarna politika je prema Bernankiju (2007) bila ekspanzivna kao reakcija na ranije finansijske turbulencije, potom na bojazan od deflacije i globalne prezasićenosti štednje. Rast kamatnih stopa kao reakcija na neizbježni inflatorni pritisak vjerovatno je izazvao bankrot (*bust*).

² Christensen, Lopez i Rudebusch (2009) su upotrebom «multifaktorske oslobođene od arbitraže reprezentacije vremenske strukture kamatnih stopa i bankarskog kreditnog rizika» procjenjivali prinose na državne obveznice, prinose obveznica u izdanju finansijskih institucija i terminske LIBOR stope (1995-2008). Njihovi rezultati pokazuju, između ostalog, da su likvidnosne olakšice centralne banke ustanovljene krajem 2007. uticale da se snizi LIBOR stope. Time je i LIBOR tržište bilo direktno pogođeno.

Grafik br. 1: Kretanje bazne i LIBOR stope



4. Operativni okvir monetarne politike – tradicionalni i nekonvencionalni pristup

Modus operandi centralnih banaka je promijenjen eskalacijom tzv. globalne finansijske krize. Silazna spirala na finansijskim tržištima i kreditnim tržištima koja je “kontaminirala” cjelokupnu ekonomiju, uz posljedice inakcije, zahtijevala je intervenciju. Svakako, u uslovima neprihvatljivih konsekvenci sistemskog rizika. Ranije se prihvatao stav da pojedine centralne banke, poput Fed-a, intervenišu rijetko i nerado nastojeći da implementacijom neophodnog postignu finansijsku stabilnost. Generalno, tržišta bi trebalo da izvrše samokorekciju, što ona navodno i čine. Reakcija Fed-a u takvim okolnostima je uobičajeno profilisana nepreduzimanjem akcije, a tržištima je dozvoljeno da se suočavaju sa poteškoćama. U tekućim okolnostima, Fed su prihvatile moralni hazard od intervencije kao cijenu za izbjegavanje većih finansijskih lomova. Ukazuje se da su, bez sumnje, akcije Fed-a ublažile štetu finansijskom sistemu i ekonomiji.

Propulzijom krize, problem na strani aktive banaka postale su toksične hartije koje se nisu mogle prodati. Nepoznanica je bila vrijednost hartija, a bilans stanja nije bio kredibilan. Njihova prodaja bi značila nesolventnost mnogih institucija. Banke su plaćale toksične aktive (npr. MBS) izdavanjem komercijalnog papira. Smatrale su da igraju veliku igru kratkoročnog zaduživanja i dugoročnog pozajmljivanja. Broj bankarskih lomova bio bi još veći da Fed nije kupovao komercijani papir direktno od beznačajnih institucija. Predlog težak 700 milijardi dolara omogućavao je vladi da kupi toksične aktive od najvećih banaka, sa ciljem «podupiranja bilansa stanja i vraćanja povjerenja unutar finansijskog sistema». Predlog je obezbjeđivao milijarde dolara novca poreskih obveznika bankama na Wall Street-u, koje su po mnogima prvenstveno prouzrokovale krizu.

Kada centralna banka ublažava nepovoljan uticaj događaja pojavljuje se moralni hazard. Minimiziranje mikro moralnog hazarda otpočinje nametanjem čvrstih uslova – “mirnim” zatvaranjem problematičnih firmi, ili pomaganjem odabranim firmama u krajnjoj instanci. Pojedini finansijskim gigantima vlasti pronalaze alternativna rješenja intervencije. U slučaju investicionih banaka Goldman Sachs i Morgan Stanley izvršena je reklasifikacija u bankarske holding kompanije, dok je privatni sektor kupio banke Merrill Lynch, Washington Mutual i Wachovia. Nakon direktne intervencije proizilazi podjednako bitna odgovornost za sprečavanje nepotrebne štete finansijskim tržištima. U skladu sa ovom koncepcijom (primjer Fed), maksimiziranjem makro moralnog hazarda nameće se obaveza centralnoj banci da smanji rizike recesije i cjenovne nestabilnosti, kao i rizike koji potiču od nestabilnog bankarskog i finansijskog sistema.

Ovakvim (post factum) operativnim pristupom navodno se podstiče stabilnije makroekonomsko okruženje, a akcije politike Fed-a umanjuju probleme privatnih firmi zbog pogrešnog odlučivanja. Pokazuje se (npr. slučaj LTCM) da akcije Fed-a znače sprečavanje širenja problema na finansijska tržišta i ekonomiju, ali suštinski ne i same firme. Cijena je i mikro i makro moralni hazard. Nakon “terorističkog napada” 11. septembra 2001, Fed je otvorio diskontni šalter, aktivirao čekovni flot, sproveo operacije na otvorenom tržištu, aranžirao devizne svop linije sa nekoliko centralnih banaka kako bi obezbijedio dolarsku likvidnost globalnim tržištima. Ipak, primjećuju se reakcije Fed-a na dugoročne tržišne promjene koje su se već dogodile. U tom slučaju, tvrdnja da je Fed “suzbijajući finansijskih nevolja” nema realnu osnovu. Anticipiranje pomenutih promjena je funkcija socioekonomske teorije.

Ciljevi monetarne politike u SAD naglašeni su svakako u Zakonu o Federalnim rezervama³ – održavanje dugoročnog rasta monetarnih i kreditnih agregata u skladu sa dugoročnim ekonomskim rastom proizvodnje, kako bi se efektivno podstakli ciljevi maksimalne zaposlenosti, stabilnih cijena i umjerenih dugoročnih kamatnih stopa. Nastojanje je, dakle, da se održi inflacija niskom i stabilnom dok realni rast ostaje visok i stabilan. Maksimalne zaposlenosti, stabilnih cijena i umjerenih dugoročnih kamatnih stopa. Pomenuto predstavlja kompleksan zadatak. Strategija monetarne politike je zasnovana na implicitnom nominalnom sidru, a monetarna politika nije transparentna. Javnost je više prepuštena bojazni od inflacije, a diskusija je fokusirana na kratkoročna pitanja. Strategija uključuje implicitno nominalno sidro, što je potencijalni problem zbog većeg izlaganja riziku nego što je potrebno ("strah od inflacije"). Tzv. "just do it" pristup zavisi od "sklonosti, stručnosti i pouzdanosti" pojedinaca koji vode centralnu banku.

U jeku finansijske krize, centralna banka je jedino zvanično tijelo koje može brzo da djeluje kako bi se izvršila promjena. Usred aktuelne krize, tradicionalni instrumenti kamatne stope su se pokazali neefektivnim. Kreirana je terminska aukciona olakšica (*Term Auction Facility, TAF*), kao novi način pozajmljivanja komercijalnim bankama. Potom su ponuđeni veliki iznosi državnih hartija u zamjenu za niže rangirane instrumente, a otpočelo se i sa odobravanjem zajmova direktno investicionim bankama. Fed je izvršio zamjenu (*swap*) dolara za eure kod ECB i franke kod Švajcarske nacionalne banke. Takođe, značajne promjene su nastale kod repo aranžmana u kojima su Federalne rezerve uključene. Odobren je vanredni zajam investicionoj banci Bear Stearns. Ocjenjuje se da je pozajmljivanjem i novca i hartija, zasnovanom na kolateralu nepouzdanosti, Fed nastojao da «vрати neke naloge na tržište».

Za razliku od operacija monetarne politike, koje su tipično usmjerene na prekonačne ili prilično kratkoročne međubankarske stope pozajmljivanja, centralne banke su ustanovile poseban niz kreditnih olakšica usmjerenih na povećanje likvidnosti finansijskog tržišta i olakšanje napeposti na međubankarskim tržištima finansiranja. Potrebno je napomenuti da kreditne olakšice tipa TAF u režiji centralne banke nisu akcije monetarne politike tradicionalno definisane. Njima se nastoji poboljšati distribucija rezervi i likvidnosti targetiranjem užih, tržišno-specifičnih problema finansiranja. Ovom mjerom se obezbjeđuju sredstva preko šireg ranga kontraučesnika i kolaterala u odnosu na operacije na otvorenom tržištu. Moguće je unaprijediti proces proširenja likvidnosti u uslovima kada su međubankarska (neoisigurana) tržišta pogođena problemima.

Analizom implementacije kreditne i monetarne politike Federalnih rezervi može se doći do zaključka da se strategija sastojala u povećanju raspoloživog kratkoročnog finansiranja, istovremeno ograničavajući uticaj bankarskih

rezervi i monetarne baze. Neodrživost strategije je došla do izražaja kada je pozajmljivanje splasnulo u septembru i oktobru 2008. Krajem 2007, implementacijom TAF programa uzajmljivanje je dobilo na zamahu, ali su ukupne rezerve ostale konstantne tokom tog perioda. Od septembra i oktobra, zaduživanja opadaju. Razlog je njihova zamjena terminskim kupovinama komercijalnog papira u okviru CPFF. Da bi se interpretirala efikasnost mjera Federalnih rezervi potrebno je dati odgovor na nekoliko pitanja: da li je kreditiranje Fed-a spriječilo propast finansijskih institucija; da li je kreditiranje Fed-a omogućilo ponovno normalno funkcionisanje tržišta novca; da li će radikalne mjere Fed-a uticati na napredak u pozajmljivanju i oživjeti makroekonomsku aktivnost koja zavisi od kredita.

Tekuća finansijska uznemirenost generisala je značajnu diskusiju o likvidnosti, uprkos činjenici da na finansijskom tržištu ne postoji apsolutna mjera likvidnosti. Jedan od problema leži u nerazlikovanju koncepta tržišne likvidnosti od koncepta likvidnosti aktive. Bernanki je tvrdio da je želja centralne banke bila ne da poveća ukupnu likvidnost u ekonomiji, već da obezbijedi likvidnost bankama i drugim institucijama koje su imale nelikvidne, ali «pouzdan» aktive tako da bi «ove institucije nastavile da pozajmljuju za proizvodne svrhe i izbjegnule neefikasnu likvidaciju aktiva koje su bile privremeno nelikvidne». Prisutna je tvrdnja da je Fed decenijama, a pogotovo u situacijama finansijskih kriza, koristio svoj bilans stanja djelujući kao klasični kreditor krajnje instance. Ipak, klasična teorija politike kreditora krajnje instance nije dovoljna da riješi tekuće finansijske probleme i probleme kreditnog tržišta.

5. Kontroverza: ekspanzija ili restrikcija monetarne politike

U avgustu 2007. je postalo jasno da finansijska tržišta ne bi mogla da riješe subprimarnu krizu na «tržišni način», i problemi su se proširili van granica. Uglavnom usljed preovladavajuće bojazni među bankama od nepoznanica, međubankarska tržišta su praktično zamrznuta. Usljed likvidnosnih problema, Northern Rock se obratila Banci Engleske za hitnu pomoć. Od tada su navodno centralne banke i vlade širom svijeta zajednički počele da djeluju kako bi spriječile dalju finansijsku katastrofu. Vodeće centralne banke su snižavale kamatne stope. Monetarna politika je postala izvor moralnog hazarda. Federalne rezerve su garantovale rizične investicije parirajući ekonomskim efektima sniženih cijena aktiva. «Nova politika Fed-a» potpomogla je bum stanogradnje. Pojedini autori (O'Driscoll, maj 2008) su smatrali da će akcije Fed-a vjerovatno podstaći novi mjehur aktiva, odbijanjem da prihvate odgovornost za mjehur.

Počev od avgusta 2007, centralne banke širom svijeta su intervenisale kako bi uticale na kreditnu krizu. Odobravane su stotine milijardi dolara, prihvatani kolaterali van uobičajenih normi iz prošlosti i otvarana direktna kreditiranja institucijama koje ne bi trebalo da budu privilegovane. Prema Švarc, monetarna politika je bila ekspanzivna, ali centralna banka u takvim okolnostima nije imala

³ Federalne rezerve nisu banka, u zakonskom kontekstu, već dio Vlade SAD. Dvanaest regionalnih Federalnih rezervnih banaka, osnovane poveljom vlade, su privatne neprofitne korporacije.

širok manevarski prostor. Tržišta bi navodno bila uznemirena da su Fed primijenile restrikciju i potisnule «bum». Ističe se da je bum cijena stanova počeo upravo sa prilično niskim kamatnim stopama početkom decenije. Isuviše labava (ekspanzivna) monetarna politika i isuviše niske kamatne stope bi navodno podstakle rastuća očekivanja kod ljudi, a učvršćivanje (restrikcija) monetarne politike bi dovelo do kolapsa buma (uzleta). Prema Grinspenu, suzbijanje buma bi nanijelo kolateralnu štetu područjima ekonomije gdje nije postojala namjera za tim.

U SAD se naglašava da je najvažniji zadatak centralne banke da pomogne održavanje ekonomskog rasta uz visoku proizvodnju i zaposlenost i stabilnost novca. To se vrši uspostavljanjem kontrole nad tokom novca i kredita da bi se spriječile anarhične fluktuacije u ekonomiji. Standardno, smanjivanje eskontne stope, kao orijentacija ka ekspanzivnoj kreditnoj i monetarnoj politici, podstiče pozajmljivanje sredstava od strane komercijalnih banaka, čime se povećavaju njihove rezerve likvidnih sredstava i količina monetarne baze. Obrnuto, porast nivoa minimalne kamatne stope smanjuje pozajmljivanja od centralne banke uz efekat smanjenja količine primarnog novca. Međutim, usljed povećanih kamatnih stopa (nominalnih i realnih) na svjetskim tržištima novca i kapitala, zemlja može biti prinuđena da povećava eskontnu i ostale kamatne stope na finansijskom tržištu čak i u situaciji stabilnih monetarnih kretanja, jer bi u suprotnom došlo do odliva kapitala.

Za tekući mjehur stanogradnje i nastupajuću finansijsku krizu uglavnom je optuživan bivši predsjedavajući Federalnih rezervi Alen Grinspen. Ukazuje se da je «labava» (ekspanzivna) monetarna politika prouzrokovala ili značajno doprinijela tekućim ekonomskim teškoćama. Ipak, u skladu sa jednim pogledom (Henderson, Hummel, 2008), ispravna analiza bi pokazala da je politika Grinspena bila daleko od savršenog, ali da je u stvari bila «čvrsta» (restriktivna). Greška proističe iz nedovoljno jasnog ili argumentovanog (tačnog) tumačenja uloge kamatnih stopa u sprovođenju monetarne politike u SAD. Osnovno rezonovanje, kada je u pitanju monetarna politika u susret tekućoj krizi, je da su niske kamatne stope ukazivale na ekspanzivnost monetarne politike. Time je učinjena klasična greška o korišćenju kamatnih stopa u vrednovanju monetarne politike.

Pomenute kritike upućene Grinspenu pronalaze osnovu u pretjerano ekspanzivnoj monetarnoj politici. Naime, nakon recesije početkom decenije, što je prouzrokovalo «ekspanzivan» smjer, niske kamatne stope su stvorile prostor za sveopšti rast cijena, odnosno prostor da kriza stanogradnje evoluiru u finansijsku krizu. Pogrešan pristup se sastoji u prisutnoj nekonzistentnosti u evaluaciji monetarne politike: niske kamatne stope produkuju ekspanzivnu monetarnu politiku. Preuveličava se uticaj Fed-a, a zanemaruje odnos ponude i tražnje koji u krajnjem determiniše kamatne stope. Takođe, promjene eskontne stope su često bile posljedica prilagođavanja promjenama nastalim kod tržišnih kamatnih stopa (na međubankarskim tržištima). Uprkos djelimičnoj mogućnosti pomjeranja kamatnih stopa centralne banke na više

ili niže, finansijski sistem je značajno umanjio uticaj stopa Federalnih rezervi.

Jeftina monetarna politika Federalnih rezervi je obezbijedila kredit koji je pokrenuo rizične hipotekarne zajmove. Usljed recesije 2001, kamatne stope na federalna sredstva snižene su sa 6,21 na 1,75%. Do 2003. dostignut je rekordno nizak nivo kamatne stope od 1%, koji se zadržao nekoliko godina. Prema pojedinim autorima (npr. White, 2008), tekući uzroci finansijskih problema bili su neuobičajene promjene monetarne politike i neobične (savezne) regulatorne intervencije. Savezna vlada je podstakla ekspanziju rizičnih hipotekarnih zajmova zajmootražiocima koji nisu bili dovoljno kvalifikovani. Legislativa je podstakla rast «kreativnog» neprimarnog kreditiranja. Dakle, loš izbor ovih politika negativno se odrazio na kamatne stope i cijene aktiva, preusmjerio sredstva raspoloživa za pozajmljivanje na tržištu u pogrešne investicije, i doveo krupne finansijske institucije u neodržive pozicije.

Nedavna istorija ipak ukazuje da se «kontrola» Fed-a može uglavnom okarakterisati kao iluzija. Sniženje eskontne stope se tumačilo kao pokazatelj odluka Fed-a da «upumpa likvidnost» u sistem. U suštini, Fed je slijedio tržište i nije «odlučivao» koji nivo kamatnih stopa želi. Kadgod bi se kratkoročne obveznice (*T-bills*) promijenile, uslijedila bi trenutna reakcija «targetne stope» za federalna sredstva. Nakon što su tržišne stope počele da padaju u oktobru 2000, da rastu u junu 2003, ponovo da padaju u februaru 2007, dolazilo je do reakcije Fed-a. Drugo, pad kamatnih stopa gotovo nikad se nije desio na rastućim tržištima (*bullish*). Izgleda da Fed nije donosio odluke o nivou i vremenu već tržište, što može da znači špekulanti i/ili manipulanti. Kamatne stope su uporno padale tokom tri najveća tržišta sa tendencijom pada (*bear market*) u istoriji: 1929-32. u DOW-u, 1990-03. u Nikkei-u i 2000-02. u NASDAQ-u⁴.

Mjere Fed-a 1999. i 2000. zasnovane na povećanju kamatnih stopa protumačene su kao sprovođenje mjera kojim će se preduhitriti inflacija. Ipak, nakon ovakve aktivnosti Fed-a kamatne stope su rasle mjesecima. Izgleda da se Fed jednostavno prilagođavao tržištu, što je po nekim autorima uvijek i činio – tržište je vodilo Fed. U skladu sa ovakvim opažanjem, akcije centralne banke nikad nisu neočekivane jer su proizvod «društvenog raspoloženja». To znači i da se očekivanja i panika centralne banke ispoljavaju na isti način kao kod publike. Problem se može preusmjeriti u drugu ravan – niko nije spreman da pozajmljuje bez obzira na kamatnu stopu, koja nije problem. U skladu s tim, niže kamatne stope neće pomoći prevazilaženju problema. Za rješenje kreditne krize potreban je izvjestan vremenski period. Dovođenje kamatnih stopa do nultog nivoa se sve više posmatra kao prilično «očajnička mjera»⁵.

⁴ Pad kamatnih stopa na opadajućim tržištima znači pad tražnje za kreditom. Nedavni pad kamatnih stopa pokazuje da je smanjeno uzajmljivanje, odnosno da je oslabila ekspanzija kredita. To je razlog zašto su cijene akcija padale uperiodu 2000-02. i zašto su «ranjive» i sada. Ovo je, dakle, suprotno «upumpavanju likvidnosti», odnosno povlačenje likvidnosti.

⁵ Držanje kamatnih stopa na niskom nivou nije jednostavno. Za razliku od Fed-a koji ima simetrične ciljeve – poboljšanje ekonomskog rasta i

Monetarna istorija pruža nekoliko primjera neuspjelih pokušaja da se zaustavi tržišni kolaps. Konzorcijum banaka je 1929. prikupio pul novca kako bi zaustavio oktobarski pad. Snagom te kupovine i rezultirajućom euforijom akcije su za jedan dan dobile visok uzlazni trend. Potom su još snažnije preusmjerene na niže potpunim ignorisanjem drugog pokušaja «organizovane podrške». Pojedine centralne banke, poput Fed-a nisu spriječile krah 1987. Tadašnji «uspjeh» Fed-a se mogao prepoznati kao nemogućnost Fed-a da zaustavi sljedeći krah. Prisutno je mišljenje da je Fed nemoćan da promijeni trendove u ekonomiji, da slijedi a ne usmjerava tržišta, odnosno da tržišta «tuku» akcije (mjere) Fed-a. U skladu s tim, pored neograničene mogućnosti Fed-a da odobrava kredit, ne postoji mogućnost kreiranja likvidnosti. Naime, ne mogu se prisiliti preduzeća i potrošači da pozajmljuju i uzajmljuju bez obzira koliko Fed jeftino nudi kredit.

Prije nego što je finansijska kriza buknula 2007, eskontna stopa je tipično bila pun procentni poen iznad stope federalnih sredstava koja je određivala prekononočno pozajmljivanje između banaka. Fed je spustio eskontnu stopu za pola procentna poena, i to na 5,75% sredinom avgusta 2007, kada se pojavila zabrinutost zbog krize stanogradnje a finansijska tržišta postala nestabilna. To je prepolovilo raspon između dvije stope. U martu 2008, Fed je snizio eskontnu stopu za četvrtinu poena dovodeći je na nivo 0,25 poena iznad stope na federalna sredstva. Odluka Fed-a da poveća eskontnu stopu sa 0,5% na 0,75% mogla je da predstavlja odgovor na «poboljšane uslove na finansijskom tržištu». Glavno oruđe monetarne politike Fed-a – target za prekononočne međubankarske stope (stopa na federalna sredstva) – ostao je nepromijenjen na nivou blizu 0% u uslovima kada je trebalo pogurati slab ekonomski oporavak SAD.

Pomenute promjene eskontne stope, prve od decembra 2008, po zvaničnicima Fed-a nisu predstavljale restriktivnu monetarnu politiku, tj. nisu odražavale širu promjenu monetarne politike. Stekao se utisak da su Fed uključile neizvjesnost na tržištu, što bi moglo dalje da utiče na sklonost investitora ka riziku i na cijene. Uprkos naporu Fed-a da napravi razliku između svojih programa poboljšanja likvidnosti tržišta od monetarne politike, finansijska tržišta su objavljivanje promjene posmatrale kao nagovještaj eventualnog restriktivnog smjera politike. Tajming objavljivanja promjene eskontne stope navodno je predstavljao iznenađenje. Objašnjenje je da Fed obično mijenja stopu na hitne zajmove (*emergency loans*) u tandemu sa stopom na federalna sredstva koja određuje prekononočno pozajmljivanje između banaka. Povećanje stope, uz ranije obavljanje posebnih kreditnih programa, moglo se alternativno protumačiti kao «dalja normalizacija kreditnih olakšica Fed-a.

kontrolisanje inflacije, jedini mandat ECB je kontrola inflacije. Razlog za ovu različitost pojedini autori pronalaze u «činjenici» da je evropska ekonomija mnogo manje fleksibilna u odnosu na američku, uglavnom zbog rigidnijih zakona o radu i drugim regulacijama.

6. Likvidnosni menadžment u oficijelno dolarizovanom režimu - slučaj Crne Gore

Uloga obaveznih rezervi u prethodnoj deceniji u pojedinim zemljama bila je ponovo odmjerena ili promijenjena budući da se razumijevanje transmisionog mehanizma monetarne politike promijenilo. Generalno, obavezna rezerva se razvila u pomoćno sredstvo monetarne politike, odnosno sredstvo koje podržava efekte operacija na otvorenom tržištu i eskontne stope na ukupne uslove na monetarnom i kreditnom planu. Takođe, obavezne rezerve su omogućile da drugi instrumenti centralne banke budu pouzdaniji i smažniji, a da se odluke o stavu i implementaciji monetarne politike donose s većim povjerenjem. Prihvaćeno je da su tržišni metodi djelovanja monetarnih vlasti u zemljama sa visoko razvijenim primarnim i sekundarnim tržištima postali instrument definitivnog izbora.

Postalo je jasno da multiplikator i ostali aspekti transmisionog mehanizma postaju (mogu postati) visoko promjenljivi tokom kraćeg perioda. Ovo je uglavnom bilo rezultat monetarne nestabilnosti u odnosu na fluktuacije multiplikatora, što prouzrokuje monetarne smetnje. Predvidljivost može najviše da nedostaje u situacijama kada je finansijski sistem pod uticajem glavnih strukturnih smetnji, odnosno kada su događaji ili politika toliko nepredvidljivi da su očekivanja visoko nestabilna. Kada je finansijski sistem nerazvijen ili rascjepkan, potencijalno je otežano trgovanje značajnijim iznosima hartija bez većih promjena kamatnih stopa. Tada obavezne rezerve (nizak multiplikator) mogu predstavljati nedostatak. Naime, potrebno je sprovesti značajnije operacije na otvorenom tržištu (time i veće promjene kamatnih stopa) da bi se izvršila promjena monetarnog agregata.

Obavezne rezerve poboljšavaju preciznost kojom se može sprovesti monetarna politika, a varijacije u obaveznim rezervama se mogu upotrijebiti za implementaciju monetarne politike. Osim funkcije monetarne kontrole, obavezne rezerve mogu da obavljaju funkciju tampona, menadžmenta likvidnosti i funkciju dohotka ili poreza. Uloga obaveznih rezervi u monetarnoj kontroli sastoji se u determinisanju tražnje za baznim novcem, odnosno poboljšanju preduslova likvidnosti komercijalnih banaka koje su potrebne za operacije na otvorenom tržištu. Takođe, njihov doprinos je u stabilizovanju monetarnog multiplikatora. Mijenjanje obaveznih rezervi s ciljem uticaja na agregatnu ponudu novca smatra se grubim i neefikasnim načinom za implementaciju monetarne politike. Male promjene u obavezama mogle bi da nametnu velika prilagođavanja u portfolijima banaka.

Varijacije u obaveznim rezervama obično se koriste za implementaciju monetarne politike kao drugi najbolji pristup kada drugi instrumenti nisu raspoloživi ili su skupi za korišćenje. S druge strane, kao komponenta monetarne baze, obavezne rezerve doprinose prihodu senjoraže koji je generisan monetarnom ekspanzijom. Ukoliko centralna banka ulaže sredstva u profitonosne aktive, kao što su kamate na holdinge blagajničkih zapisa i zajmove vlade, obavezne rezerve direktno doprinose

dohotku. U nekim zemljama, poput Crne Gore, obavezne rezerve imaju originalnu funkciju prudencione mjere (instrumenta) koja je dizajnirana radi održavanja likvidnosti bankarskog sistema. Naime, u slučaju neočekivanih odliva likvidnosti pojedinačne banke, pokriće bi moglo biti u formi međubankarskih zajmova, ali su bankarskom sistemu kao cjelini potrebne izvjesne rezerve koje bi djelovale kao tampon.

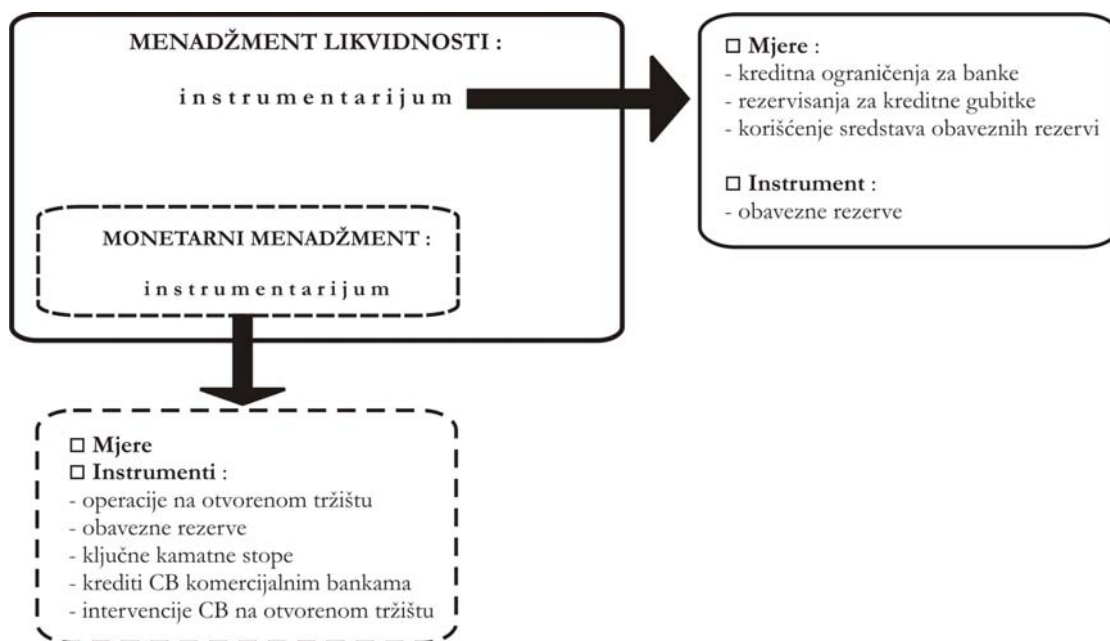
Rezerve moraju biti regulisane s obzirom da isprepletenost finansijskih odnosa kreira sistemski rizik, a nespremnost (nemogućnost) centralne banke da djeluje kao kreditor krajnje instance dovodi do problema moralnog hazarda. Banke teže da drže manje visoko likvidnih rezervi nego što je društveno optimalno, a to naglašava potrebu za prudencionim likvidnosnim rezervama. Dakle, ne obaveznim rezervama kakve su se konvencionalno implementirale. Pažljivo dizajniranje obaveznih rezervi omogućava ispunjenje njihove funkcije. Loše dizajnirane obavezne rezerve mogu da redukuju bankarsku likvidnost: prikupljanjem bankarskih sredstava, sprečavanjem razvoja finansijskih tržišta ili kreiranjem fluktuacija. Greške u interpretaciji uloge i značaja obaveznih rezervi proizilaze iz nerazlikovanja svrsishodnosti monetarnog menadžmenta i menadžmenta likvidnosti.

U Crnoj Gori je prihvaćena strategija monetarne politike kojom je demonetizovana (zvanično napuštena) nacionalna valuta i uveden euro kao ekskluzivno zakonsko sredstvo plaćanja. Uprkos tome što se funkcionisanje dolarizovane ekonomije označava kao donekle slično aranžmanu valutnog odbora, fundamentalne i operativne

različitosti su prisutne. Svojevremeno, predlog rješavanja pitanja monetarnog režima podrazumijevao je uspostavljanje valutnog odbora kao monetarno-devizne institucije. Uvođenje valutnog odbora, obično posmatrano kao superiornije institucije u odnosu na centralnu banku, ima za cilj izbjegavanje ingerencija i zloupotreba države, pojedinih interesnih i političkih grupa i manipulacija centralne banke, potenciranje budžetske ravnoteže, uspostavljanje konvertibilnosti i kredibilitnosti ekonomske politike, uz potencijalne prednosti iniciranja rasta proizvodnje.

Očigledno je da kompletno dolarizovana ekonomija, poput crnogorske, kompletno gubi monetarnu suverenost, tj. suverenost monetarne politike. Drugim riječima, kod zvanične dolarizacije ne postoji nezavisnost monetarne politike. Nije moguće izvršiti devalvaciju valute ili finansiranje deficita budžeta kreiranjem inflacije, što je bitno u težim okolnostima. Ne postoji domaća monetarna vlast ili posebni domaći bazni novac, ne uzinajući u obzir minorne domaće valute (kovani novac). Napušta se mogućnost postavljanja sopstvene monetarne politike kao odgovor domaćoj ekonomiji. U dolarizovanom režimu, centralna banka može biti uključena u menadžment likvidnosti, ali ne i u monetarni menadžment. Dakle, centralna banka nije konstituisana kao menadžer monetarnog sistema. Jednostavnost monetarnog sistema koji onemogućuje implementaciju monetarne politike zasnovan je na trojstvu – odsustvu klasične centralne banke, nezavisnog deviznog kursa i nezavisne monetarne politike.

Slika br. 1 : Upravljanje likvidnošću – Centralna banka Crne Gore



Normativna regulativa – legislativa centralnog bankarstva u Crnoj Gori eksplicitno i implicitno ne podrazumijeva sprovođenje monetarne politike, odnosno upotrebu instrumentarijuma monetarnog menadžmenta. No, u dostupnim materijalima Centralne banke Crne Gore uka-

zuje se da monetarna vlast samostalno i nezavisno obavlja svoje funkcije i «vodi monetarnu politiku zasnovanu na režimu eurizacije». Pogrešno se ističe i da postojeći okvir monetarne politike predstavlja oruđe za podržavanje opštih ekonomskih ciljeva Crne Gore. Naime, odsustvo tak-

vog oruđa u višegodišnjem kriznom periodu dokaz je nepostojanja važnog instrumenta ekonomske politike. Obavezna rezerva nije, kao se ističe, osnovni instrument monetarne politike CBCG. Instrumenti i mjere monetarnog menadžmenta nisu korišćeni u monetarnom sistemu Crne Gore, niti će to biti slučaj ubuduće u oficijelno dolarizovanom režimu.

Obavezna rezerva ne predstavlja instrument monetarnog već likvidnosnog menadžmenta, što je značajno sa teoretskog i praktičnog aspekta analize. Nedovoljna upućenost (familijarnost, informisanost) u tematiku monetarnog menadžmenta, odnosno nedovoljno duboko promišljanje produkuje pogrešan pristup analizi monetarnog sistema: fundamentalnom regulativnom i operativnom okviru, pitanju nezavisnosti, suverenosti, samostalnosti i odgovornosti nosilaca monetarne politike, dometu efekata «monetarne politike» u ublažavanju posljedica krize u finansijskom sistemu i/ili ekonomiji kao cjelini. Kontradiktornost se ispoljava stavom da je ekonomiji potrebna centralna banka, čak i kada ne vodi monetarnu politiku, odnosno kada ima ograničene mogućnosti vođenja monetarne politike. Primijetimo, pak, da operacije na otvorenom tržištu u Crnoj Gori mogu da se sprovede za svrhe fiskalnog, ne i monetarnog upravljanja i kontrole.

Naši centralni bankari priznaju, s druge strane, da centralna banka ne može vršiti emisiju novca, ali i da je institucija koja je odgovorna za monetarnu i finansijsku stabilnost. Takođe, po njma je CBCG vrhovna institucija monetarnog sistema Crne Gore. Opet, precizno definisanje i kvantifikovanje cilja monetarne politike CBCG onemogućeno je specifičnostima funkcionisanja monetarnog sistema Crne Gore. Dalje, osim što se teoretski i operativno naizmjenično koriste termini monetarnog sistema i monetarnog režima, tvrdi se da dolarizacija predstavlja «rigidni oblik režima fiksnog deviznog kursa». Zakon o Centralnoj banci Crne Gore (član 19.) dopušta izvještavanje o vođenju monetarne politike, naglašavaju se monetarna pitanja koja u su nadležnosti CBCG i islično. «Kretanja koja imaju efekat na sprovođenje njenih politika» su bila očigledan i identifikovana makar u dvogodišnjem periodu, ali nisu doživjela odgovor bilo kojim tipom instrumentarijuma monetarnog menadžmenta.

Pravilno je primijećeno da CBCG pomoću instrumenta obavezne rezerve primarno utiče na likvidnost bankarskog sistema, nivo kreditne aktivnosti banaka. Takođe, promjenom instrumenta obavezne rezerve može se uticati i na ročnu strukturu depozita. U Crnoj Gori je izvršena makar jedna ekonometrijska analiza efikasnosti obavezne rezerve kao instrumenta (politike) likvidnosti, ali ne i mjere predostrožnosti za održavanje likvidnosti bankarskog sistema. Testom jediničnog korijena i Grendžerovog testa uzrokovanja obaveznih rezervi na nivo osnovnih bankarskih varijabli obavezna rezerva se pokazuje kao efikasan instrument upravljanja likvidnosti u bankarskom sistemu Crne Gore. Povećanje stope obavezne rezerve značilo je i rast depozita, dok je kretanje kreditne aktivnosti u negativnoj vezi. Validnost analize uslovljena je validnošću Grendžerovog testa i preciznošću dostupnih statističkih podataka.

Na osnovu prezentiranog, između ostalog, u potpunosti je pogrešna tvrdnja da puni dolarizovani režimi omogućavaju veću samostalnost monetarne politike u odnosu na druge režime superfiksnog deviznog kursa – valutni odbor i valutnu (monetarnu) uniju. Istina, klasična (čista) varijanta monetarnog odbora zasniva se na institucionalizovanoj vlasti pri čemu centralna banka nije potrebna. Bilo je ipak slučajeva da se upotrebom odgovarajućih mjera i instrumenata monetarno-kreditnog regulisanja vrši postepeno udaljavanje od striktno varijante i približavanje valutnog odbora konvencionalnoj centralnoj banci. Valutni odbor, za razliku od pune dolarizacije ima kursnu politiku. Činjenica je da pojedini valutni odbori mogu da izvrše davalvaciju svojih valuta i da budu predmet špekulativnih ataka. U režimu valutne uprave, koji apriori ne eliminiše centralnu banku, centralna banka ima pravo da izvrši revalvaciju deviznog kursa.

Generalno, u razvoju i implementaciji monetarne politike, centralne banke imaju vodeću ulogu. To je, u stvari, uslovljeno političkim i zakonskim sistemom unutar kojeg one funkcionišu, a u operativnom smislu je determinisano strateškim izborom monetarne politike. Apsotfiraju se pritom dva aspekta uključenosti centralne banke: «ekonomski» menadžment i menadžment likvidnosti. Ekonomski menadžment uključuje unapređenje održivog ekonomskog rasta tokom dužeg perioda, održavanjem monetarne i kreditne ekspanzije ukorak sa «ekonomskim neinflatornim output potencijalom». To zahtijeva operacionisanje uz ograničenja koja nameću devizne rezerve, spoljni dug i raspoloživost stranom pomoći i kreditima. Menadžment likvidnosti, zauzvrat ima kratkoročniji horizont. Uključuje osiguranje da bankarski sistem može da obezbijedi fleksibilnost na kraći rok za novčane (gotovinske) i potrebe plaćanja.

7. Umjesto zaključka: konzistentnost monetarne politike u nestabilnom ambijentu

Početkom 60-ih, među ekonomistima je vladalo opšte mišljenje da bi centralne banke mogle i trebalo da budu značajan subjekt u naporu da se ostvare višestruki društveni ciljevi: niska inflacija, visoki rast, niska nezaposlenost i niske nominalne kamatne stope. Tokom devedesetih prisutan je bio konsenzus između ekonomista i centralnih bankara da je determinisanje održive (ili trendne) stope inflacije jedini dugoročan efekat koji monetarne vlasti imaju na ekonomiju. Saglasnost je postojala i oko toga da može doći do nestabilnosti u ekonomiji usljed pogrešne monetarne politike. Opšte je prihvaćeno i da su centralne banke odgovorne djelujući kao kreditor krajnje instance u slučaju opštih kriza likvidnosti, kako bi se održala pouzdanost i funkcionisanje mehanizma plaćanja.

Nije postignuta saglasnost oko veličine ili pouzdanosti kratkoročnog uticaja monetarne politike na ekonomiju. Značajan dio naučne i stručne javnosti zastupao je stav da akcije monetarne politike inicijalno utiču na otput, nezaposlenost i realne kamatne stope, čak iako nema dugoročnog uticaja na ove realne varijable. Nije postignut uspjeh prilikom kvantifikovanja ovih incijalnih efekata –

istraživači nisu obezbijedili precizne mjere uticaja. Prominentni ekonomisti su smatrali da se uspjeh ili neuspjeh monetarne politike mora procjenjivati prije svega na osnovu toga da li je centralna banka sposobna da postigne niskoinflatorno okruženje na održivoj osnovi. U ovom kontekstu, dakle, smatralo se da bi doprinos centralne banke primarno trebalo ocijeniti na osnovu prosječne stope inflacije, a sekundarno prema stabilnosti cjelokupne ekonomije.

Okruženje tekuće monetarne politike karakteriše se visokim stepenom rizika i neizvjesnosti. Ukoliko bi postojala potpuna informacija o djelovanju transmissionog mehanizma monetarnih procesa, što uglavnom nije slučaj kod monetarne politike, nosioci politike bi lakše sprovodili zamišljeno. Indikatorsko-operativni pristup je upravo uveden zbog nepoznavanja uticaja instrumenata monetarne kontrole na krajnje ciljeve. Ipak, veza centralne banke sa tržištima je slabija nego sa bankarskim sistemom. Ona počiva na kredibilitetu centralne banke kao borca protiv inflacije. Centralna banka sa snažnom reputacijom može brže da suzbije tržišna očekivanja kada je u pitanju inflacija i time suzbije inflaciju uz nižu cijenu, u smislu smanjene proizvodnje i zaposlenosti, u odnosu na nekog sa nižim kredibilitetom. Tokom devedesetih, inflacija i dugoročne kamatne stope u bogatom svijetu su značajno snižene. Pad očekivane inflacije je povećao kredibilitet mnogih centralnih banaka⁶.

Mnogi naučnici su ukazivali da se makroekonomija može adekvatno objasniti manjim brojem jednačina. Primjenom matematičkih tehnika nastojali su da determinišu strategiju optimalne politike. Ipak, centralni bankari su se dnevno suočavali sa kompleksnošću ekonomije i neočekivanim događajima. Korišćenje netačnih mjera monetarne politike može značajno da utiče na empirijske procjene⁷. Mjere monetarne politike zasnovane na procjeni VAR bile su izložene kritici iz više razloga. Razvijanje mjere stava monetarne politike zasnovane na direktnom istraživanju podataka politike predstavljalo je alternativu VAR statističkom pristupu, u kontekstu narativnih mjera monetarne politike. Osim endogenog odgovora monetarne politike na ekonomska kretanja, narativne indicije obuhvataju i egzogene promjene u politici. Prihvaćen je zaključak da većina promjena instrumenata monetarne politike predstavlja odgovor na stanje u ekonomiji, a ne na egzogene promjene u politici.

Sublimirani opšti pristupi ulozi centralne banke i monetarnoj politici, prije otpočinjanja tekuće ekonomske krize, su:

- ❑ Centralna banka ili primarni (bazni) novac leži u srcu savremenih monetarnih sistema. Bilo koji faktori koji utiču na tražnju savremenog baznog novca mogli bi da imaju konsekvence na cijene i monetarnu stabilnost. Monopolska kontrola baznog novca je ključna za monetarnu politiku.
- ❑ Evolucija «nove ekonomije» ne zahtijeva bilo kakvo specijalno prilagođavanje u pristupu monetarne politike. Nova ekonomija nije promijenila činjenicu da monetarna politika mora u krajnjem da funkcioniše preko promjena monetarne baze, pa važi prethodno rečeno. Zaključak je, ipak, validniji za veće zemlje nego za «male, otvorene ekonomije sa slobodnim kretanjima kapitala».
- ❑ Fundamentalnosti monetarne politike u uslovima «nove globalne ekonomije» - «globalne trgovinske liberalizacije» i dominacije privatnih tokova kapitala, finansijskih inovacija i informacione tehnologije – nisu se promijenile.
- ❑ Globalizacija nije oslabila uticaj monetarne politike na nominalni dohodak i cijene, i neće sve dok postoji tražnja za primarnim novcem. Ono što globalizacija može da učini je da prisili zemlje da izvrše odabir između sistema plivajućeg i fiksnog deviznog kursa.

Tvrđnja da su svjetski centralni bankari spasili globalnu ekonomiju od kolapsa može se dovesti u ravan prepoznavanja uloge koju su imali u kreiranju aktuelne krize. Pojedini autori smatraju da je prekomjerna novčana ekspanzija prouzrokovala mjehur aktiva i situaciju prekomjernog leveridža, koji je doveo finansijski sistem u poprilično ranjivu situaciju. Bernanki je 2002. objavio da je ekonomija SAD bila u velikoj opasnosti od deflacije, i da su Fed «spustile novac iz helikoptera» kako bi otklonile tu mogućnost. Izgleda da deflacija nije predstavljala prijetnju, a niske kamatne stope, koje je Bernanki podsticao, proizvele su mjehur stanogradnje koji je postao centar kolapsa. Nakon 2006, Bernanki je nastavio politiku Grinspena zasnovanu na sporom rastu kamatnih stopa, čime su cijene aktiva nastavile da rastu. U oktobru 2007. kamatne stope su agresivno snižene, a navodni produkt je dvostruki rast cijena nafte za manje od godinu dana.

Sve više je prisutno mišljenje da su Federalne rezerve u saradnji sa gigantskim bankama («isuviše velikim da bi propale») kreirale najveću finansijsku krizu koja je zabilježena u svijetu. Prikupljanje lošeg duga privilegovanih institucija i prebacivanjem bezvrijednih aktiva na građane ocjenjuje se (post festum) moralno pogrešnim i ekonomski beskorisnim. Umjesto ekonomskog rasta i stabilnih cijena, izgleda da je Fed pružio sistem upravljanja i finansija koji se pokazao kao ozbiljna prijetnja svjetskom finansijskom sistemu. Monetarna politika bazirana na implicitnom nominalnom sidru u godinama prije krize provocirala je zahtjeve za novim strateškim izborom politike. Kriza je bila produkt stava da će neograničeni iznosi novca i kredita obezbijediti održiv ekonomski rast. Sprovođenje politike prekomjernog trošenja, ekspanzije duga i monetarne inflacije moglo je samo da pogorša probleme koji su sprečavali zahtijevane korekcije.

⁶ U MMF-u su tada smatrali da monetarna politika nije izgubila ništa od svoje cjelokupne snage. Izračunato je da porast kratkoročnih kamatnih stopa ima snažniji (i brži) efekat na output u devedesetim odnosu na prethodne dvije decenije. Objasnjenje je da je relativna uloga finansijskih tržišta u oblikovanju efekata monetarne politike veća nego što je bila. Iz tog razloga su centralne banke mogle da očekuju da njihove politike djeluju nešto brže ubuduće, što bi im omogućilo da budu pobjednik i održe kredibilitet borca protiv inflacije.

⁷ Monetarna teorija je analitički promjenljivo područje jer se standardni ekonomski modeli ne mogu iskoristiti. Takođe, novac je prilično fleksibilna finansijska aktiva.

Literatura

- Aisen, Ari and Michael Franken (2010), "Bank Credit During the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison", *Working Paper 47*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Arestis, Philip and Malcolm Sawyer (2006), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bartolini, Leonardo, Alessandro Prati (2003), «The Execution of Monetary Policy: A Tale of Two Central Banks», *Staff Report no. 165*, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Berg, Andrew G, Christopher J. Jarvis, Mark R. Stone, and Alessandro Zanello (2003), "Re-Establishing Credible Nominal Anchor After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", *Working Paper 76*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Beyer, Andreas and Lucrezia Reichlin (ed.) (2006), "The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century", *Fourth ECB Central Banking Conference*, Frankfurt am Mein: European Central Bank.
- Bhattacharya, Sudipto, Arnoud W. A. Boot, and Anjan V. Thakor (2004), *Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives*, Oxford: University Press.
- Blanchard, Olivier (2003), *Macroeconomics*, New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Buiter, Willem H. (2008), "Central Banks and Financial Crisis", Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium – *Post-Symposium version* (August).
- Cecchetti, Stephen G. and Stefan Krause (2001), "Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy", *Working Paper (July)*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Cecchetti, Stephen G. (2008), "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", *CEPR Policy Insight No. 21* (April).
- Chailloux, Alexandre, Simon Gray, Ulrich Klüh, Seiichi Shimizu, and Peter Stella (2008), "Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn", *Working Paper 210*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Christensen, Jens H. E. (2009), "Do Central Bank Liquidity Facilities Affect Interbank Lending Rates", *Working Paper 13*, San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Claessens, Stijn, Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, and Luc Laeven (2010), "Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis", *Working Paper 44*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Douch, Mohamed (2005), "The Macroeconomic Effects of Monetary Policy and Financial Crisis", *MPRA Paper No. 1120*, Munich Personal RePEc Archive.
- Federal Reserve Bank of New York (2010), "Domestic Open Market Operations During 2009", Markets Group of the FRBNY: *Report Prepared for the Federal Open Market Committee*.
- Filho, Irineu de Carvalho (2010), "Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment", *Working Paper 45*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Fry, Maxwell (1995), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore and London: The Johns Hopkins Press.
- Godley, Wynne and Marc Lavoie (2007), *Monetary Economics – An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, New York: Palgrave MacMillan.
- Kuttner, Kenneth N. (2008), "The Federal Reserve as Lender of Last Resort During the Panic of 2008", *Report on Policy Responses to Financial Crisis* (December), Cambridge, MA: Committee on Capital Markets Regulation.
- Lakić, Slobodan (2006), *Instrumentarijum monetarnog menadžmenta*, Podgorica: Ekonomski fakultet.
- Lakić, Slobodan (2006a), "Adekvatnost režima monetarne politike i deviznog kursa u susret evropskim integracijama", *Zbornik radova sa naučnog skupa br. 79 (157-174)*, Podgorica: Crnogorska akademija nauka i umjetnosti.
- Lakić, Slobodan (2008), «Magnituda i implikacije finansijske i bankarske krize», *Bankar broj 4* (Decembar), 20-45.
- McAndrews, Asani Sarkar and Zhenyu Wang (2008), «The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate», *Staff Report no. 335*, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin, Frederic S. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *Working Paper (February)*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, Frederic S. (2001), "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", *Working Paper (December)*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Rasche, Robert H. and Marcela M. Williams (2005), "The Effectiveness of Monetary Policy", *Working Paper (July)*, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Schaefer, Guido K. (2005), *Money, Trust, and Banking*, New York: Palgrave MacMillan.
- Thornton, Daniel L. (2009), "The Fed, Liquidity, and the Credit Allocation", *Review (Jan/Feb)*, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Yamaoka, Hiromi and Murtaza Syed (2010), "Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy", *Working Paper 114*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Walsh, Carl E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.
- Willardson, Niel (2008), "Actions to Restore Financial Stability", *The Region* (December).

Conclusion: *Differences in the efficiency (potential) of monetary policy can be determined, among other things, by a range of goals that monetary policy has to face. On the one hand, multiple goals of monetary policy, which are at the same time goals of the economic policy, complicate creation and implementation of a policy. On the other hand, the goal of monetary policy based on the inflation control narrows down the range of responsibilities of monetary policy creators, and points to a very different approach to the policy efficiency. Monopoly control of the base money is crucial for monetary policy. Also, the autonomy of central bankers is crucial, especially the autonomy from influences of lobbyists and their links with influential bankers, e.g. from Wall Street. The tools of central banks, such as basic interest rates, aimed at alleviating the effects of global slow down and at stimulating economy, do not have the same effect as before at this level of the problem. Generally, monetary policy can be a powerful instrument of economic policy, but the view that it resolves all the problems in economy is not acceptable. The problem becomes more complex with the monetary system (regime) that does not allow implementation of the monetary policy by activating the instruments of monetary management.*
