

MONETARNI SUVERENITET REPUBLIKE HRVATSKE

MONETARY SOVEREIGNTY OF CROATIA

Tonci Svilokos

SAŽETAK

U ovom radu autor istražuje i ocjenjuje razinu monetarnog suvereniteta Republike Hrvatske. Istraživanje je pokazalo da, zbog odabranog tečajnog režima, visoke euriziranosti hrvatskog gospodarstva i smanjenog priljeva deviza iz inozemstva, monetarna vlast ima poteškoća u kontroliranju primarnog novca. Navedeno je u skladu s dobivenim rezultatima izračuna koeficijenta korelacije između razine deviznih rezervi i primarnog novca koji, unatoč njegovoj stagnaciji, ukazuje na nisku razinu monetarnog suvereniteta Hrvatske. Kako bi ostvarila svoje glavne ciljeve - stabilnost cijena i stabilan devizni tečaj, Hrvatska narodna banka (HNB) kombinira intervencije na deviznom tržištu sa sterilizacijskim mjerama kao što su promjene u stopi obvezne rezerve, minimalnih potrebnih deviznih potraživanja i operacija na otvorenom tržištu. U novije vrijeme, zbog gospodarske krize u Hrvatskoj, monetarna politika se suštinski mijenja od relativno restriktivne u jednu ekspanzivnu politiku, međutim zbog problema u kanalima prijenosa ta promjena nije potaknula proizvodnju i zaposlenost.

Ključne riječi: monetarni suverenitet, primarni novac, tečajni režim, gospodarska kriza, monetarna politika

Key words: monetary sovereignty, monetary base, exchange rate regime, economic crisis, monetary policy

SUMMARY

In this paper author investigates and evaluates the level of monetary sovereignty of Croatia. The research has shown that, because of chosen exchange rate regime, the high euroisation of the Croatian economy and because of reduced inflow of foreign exchange, Croatian monetary authority has difficulties in controlling the monetary base. That is consistent with the obtained results of correlation between the foreign exchange reserves and monetary base that indicates a low level of monetary sovereignty. In order to achieve its main objectives - price stability and stable exchange rate, the Croatian National Bank (CNB) combines intervention in the foreign exchange market with the sterilization measures such as the minimum required foreign currency claims and open market operations and changes in the reserve requirement rate. Recently, because of economic crises in Croatia, monetary policy has substantially changed from the relatively restrictive to an expansionary. However, due to problems in the transmission channels, this change did not boost the production and employment.

UVOD

Monetarna suverenost uključuje ekskluzivno pravo države da izdaje vlastitu valutu (kovanice i banknote) kao legalno sredstvo plaćanja na svom teritoriju, te da ograniči uporabu drugih valuta unutar svojih državnih granica (Gianviti, F., 2004). U pravilu države to svoje pravo realiziraju preko monetarne vlasti – centralne banke. Centralna banka je od države jedina ovlaštena emitirati primarni novac dok poslovne banke mogu emitirati depozitni novac (vršiti sekundarnu emisiju i stvarati sekundarni novac) putem kreditne aktivnosti, tj. principom kreditne multiplikacije. Centralne banke su odgovorne za provođenje monetarne politike i za stabilnost novca (domaće valute), predstavljaju tzv. "posljednje utočište" bankarskom sistemu (komercijalnim bankama) u smislu kreditnog oslonca, regulatora likvidnosti i kreditne sposobnosti komercijalnih banaka (čitavog bankarskog sistema države) (Konjodžić, 2004).

Dakle, možemo zaključiti da se monetarna suverenost odnosi se na sposobnost države da preko monetarnih vlasti kontrolira količinu primarnog novca, a preko njega indirektno kontrolira količinu novca u optjecaju (tzv. novčanu masu). Neke države uživaju veću, a neke manju razinu monetarnog suvereniteta. Primjerice, Sjedinjene Američke Države, Kanada, Japan i Velika Britanija mogu po volji i bez ograničenja "proizvesti" primarni novac (emitirati dolare, june tj. funte) koji se u procesu depozitno kreditne multiplikacije odražava na novčanu masu. Jedinu razlog koji ih ograničava na takvo tzv. deficitarno financiranje države tiskanjem novca je strah od inflacije.

Druge pak zemlje koje koriste valute izdane od strane drugog subjekta nisu monetarno suverene. One ne mogu stvoriti primarni novac. To su primjerice sve zemlje Europske monetarne unije jer primarni novac i monetarnu politiku u tim zemljama ne određuju njihove centralne banke već

zajednička Europska centralna banka. One su se ulaskom u Eurozonu svojevrijedno odrekle jednog dijela svoje suverenosti u korist Europske centralne banke. Ipak s obzirom na razinu svog utjecaja na proces odlučivanja u ECB-u pojedine zemlje Europske monetarne unije mogu u većoj ili manjoj mjeri promicati onu monetarnu politiku koja im odgovara.

Nadalje, zemlje koje imaju vezani tečajni režim po kojem je njihova valuta konvertibilna u neku drugu valutu po fiksnom tačaju također nisu u mogućnosti bez ograničenja emitirati primarnu ponudu novca pa se stoga može reći da ni one nisu monetarno suverene, osim ukoliko se odluče napustiti ograničenja koja su si same postavile.

Ovaj rad istražuje u razinu monetarnog suvereniteta Republike Hrvatske. U radu se polazi od toga da se monetarni suverenitet ogleda kroz razinu utjecaja monetarne vlasti na ponudu primarnog novca. U radu se istražuje u kojoj mjeri Hrvatska Narodna banka kontrolira monetarnu bazu.

Rad je podijeljen na četiri dijela. Nakon uvodnog dijela u kojem je opisan predmet i polazne točke istraživanja kao i struktura rada, u drugom dijelu istražuje se tečajni režim za koji se opredijelila monetarna vlast zato što je on ključan za upravljanje razinom primarnog novca. Treći dio sadrži izračun korelacijske veze između deviznih rezervi i primarnog novca u bilanci HNB-a. Četvrti dio čini kratka analiza poduzetih mjera monetarne vlasti prije i u tijekom recesije kako bi se mogla izvršiti procjena mogućnosti monetarne vlasti da utječe na ponudu novca u RH, a u petom dijelu dana su zaključna razmatranja.

MONETARNI SUVERENITET I IZBOR REŽIMA DEVIZNOG TEČAJA

Odabir tečajnog režima definira okvire u kojima monetarna vlast provodi svoju monetarnu politiku. Postoji čitav dijapazon tečajnih aranžmana: od valutne unije, „dolarizacije“, valutnog odbora, pa do

upravljano i slobodno plivajućeg tečajnog aranžmana.

Kod „dolarizacije“ domaća valuta je u potpunosti zamijenjena stranom. U tom slučaju monetarna vlast ne može utjecati na ponudu primarnog novca. Kod fiksnog tečajnog režima monetarna vlast se obvezuje vezati domaću valutu za stranu sidrenu valutu. Ona može emitirati domaći novac samo ukoliko je u potpunosti pokriven deviznim rezervama u aktivni bilance centralne banke. Na taj način uvijek je u mogućnosti ispunjavati svoju obvezu zamjene domaće valute stranom na zahtjev po definiranom fiksnom tečaju. Navedeno bitno ograničava monetarnu vlast u provođenju suverene monetarne politike. Prednost ovog deviznog režima ogleda se u njegovoj stabilizaciji tečajnih kretanja, a što ohrabruje vanjskotrgovinsku razmjenu što potencijalno vodi višim stopama gospodarskog rasta. Niže kamatne stope koje nastaju kao posljedica stabiliziranja tečajnih kretanja vode većem obujmu investicija i bržem rastu. Kritike korištenja fiksnog deviznog režima zasnivaju se na činjenici kako se nacionalne vlasti odabirom ovog režima odriču dva važna instrumenta: kamatne stope i deviznog tečaja. Gospodarstvo teže odgovara na šokove iz okruženja, a veća je i opasnost od izbijanja tečajne krize. Očekivanja devalvacije nacionalne valute u sustavu fiksnog deviznog tečaja rezultiraju visokim kamatnim stopama što otežava poslovanje i stvara dodatne pritiske na nacionalne vlasti da održe stabilnost sustava.

S druge strane, pristaše režima fluktuirajućeg deviznog tečaja u kojem se devizni tečaj određuje isključivo tržišno, temeljem ponude i potražnje, bez intervencija monetarnih vlasti navode kako bi ovakav režim trebalo koristiti jer osigurava neovisnu monetarnu politiku. Devizni tečaj funkcionira kao automatski stabilizator koji vraća gospodarski sustav u ravnotežu. Time se rješava problem „fundamentalnih neravnoteža“ koje su uobičajene u fiksnom deviznom režim podložnom špekulativnim napadima.

Razvijen nacionalni financijski sektor nužan je preduvjet za funkcioniranje fluktuirajućeg deviznog tečaja jer njegova primjena podrazumijeva sposobnost prilagođavanja kretanjima na tržištu, a nacionalne institucije bi trebale imati višu razinu kredibiliteta.

S obzirom da većina tržišta u nastajanju ima plitke i nerazvijene financijske sustave, njihove institucije, koje tek izgrađuju svoj kredibilitet, bi mogle imati puno poteškoća u upravljanju i održavanju fleksibilnog deviznog režima, stoga bi trebali odabrati manje zahtjevni devizni režim.

Odabir deviznog režima, stupanj međunarodne otvorenosti zemlje i ponašanje sudionika na deviznom tržištu imaju bitnu ulogu u procesu stvaranja primarnog novca i novčane mase. Ukoliko postoji visok stupanj inozemne otvorenosti priljev kapitala iz inozemstva može stvoriti aprecijacijske pritiske. Ovisno o odabranom deviznom režimu središnja banka će, da bi održala stabilnost tečaja, intervenirati na deviznom tržištu otkupom deviza stvarajući domaći novac. Otkup deviza kao rezultat, pak, ima povećanje međunarodnih pričuva, ali i povećanje primarnog novca, što može stvoriti inflatorne pritiske, odnosno biti u suprotnosti s osnovnim ciljem središnje banke a to je stabilnost cijena.

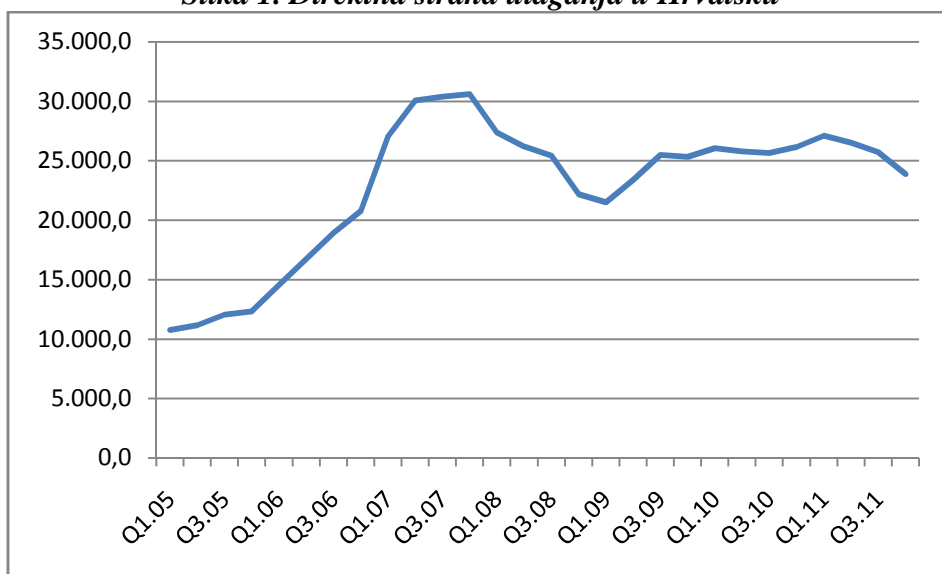
Tijekom devedesetih Hrvatska se prihvatom Stabilizacijskog programa koji je imao za cilj zaustaviti hiperinflaciju i pomoći zemlji da se izvuče iz gospodarske krize, opredijelila za otvoreni tip gospodarstva sa plivajućim tečajem u okviru utvrđenih raspona plivanja. Devizni se tečaj određuje tržišnim silama ponude i potražnje, ali je njegovo fluktuiranje u određenim granicama jer središnja monetarna institucija intervenira kako bi ga održala u ranije propisanim granicama. Ukoliko su granice kretanja tečaja postavljene usko, sustav se ponaša slično kao fiksni tečajni režim, a ako su postavljene široko režim je više nalik slobodno fluktuirajućem tečaju. Točne granice tečaja hrvatske kune nisu eksplicite navedene, a monetarna vlast intervenira u slučaju znatnije promjene

tečaja u kratkom vremenskom roku. Opisani tečajni režim naziva se „Dirty float“.

Nakon uspješno provedene prve faze Stabilizacijskog programa tijekom devedesetih, Hrvatska je stvorila preduvjete za intenziviranje priljeva inozemnog kapitala. Dolazi do ekspanzije domaće potrošnje, snažnog razvoja bankarskog sektora, brzog rasta bankovnih kredita, rasta vanjskog duga i deficita na tekućem računu platne bilance. Faktori koji su doprinikli rastu kapitalnih priljeva u Hrvatsku su proces privatizacije, financijska deregulacija, poboljšanje makroekonomske stabilnosti, povoljna makroekonomska očekivanja, stabilan tečaj i veće kamatne stope u odnosu na one u razvijenim zemljama (Ötger-Robe et al., 2007.). Strani

kapital dolazio je u Hrvatsku s osnove izravnih stranih ulaganja i s osnove zaduživanja kod inozemnih kreditora. U strukturi izravnih stranih ulaganja dominirali su priljevi u financijski sektor, a samo se manji dio odnosio na tzv. greenfield ulaganja u realni sektor (i to uglavnom u sektor trgovine). Osim toga, posljednjih se nekoliko godina pojačao priljev vlasničkoga kapitala u bankovni sustav, što se odnosilo ponajprije na dokapitalizaciju domaćih banaka u stranom vlasništvu potaknutu prudencijalnim mjerama HNB-a. Uz opisane kapitalne priljeve valja spomenuti da se za Hrvatsku veže i snažan priljev deviza u obliku prihoda od turizma (Ljubaj, I. et. al., 2010).

Slika 1. Direktna strana ulaganja u Hrvatsku



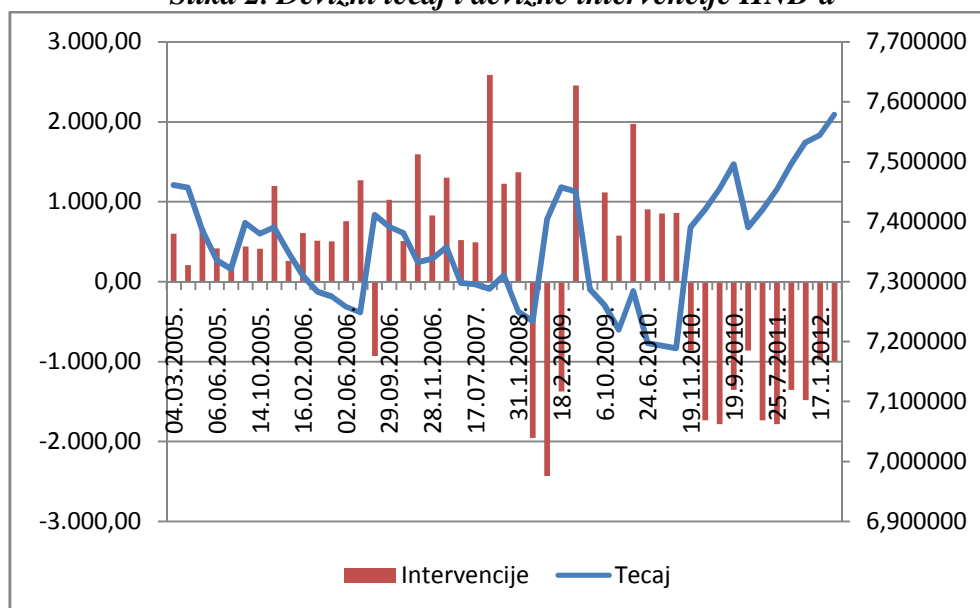
Izvor: Obrada podataka HNB-a

Na slici broj 1 možemo vidjeti snažan rast direktnih stranih ulaganja u Hrvatsku sve do pojave financijske krize kada nastupa snažna kontrakcija koja traje do početka 2009 kada slijedi lagani oporavak. Međutim međunarodna direktna ulaganja u Hrvatsku još uvijek nisu na razini iz 2007.

Uz visoku razinu euroizacije domaćega monetarnog sustava te uz povezanost inflacijskih očekivanja s kretanjem tečaja domaće valute, opisani priljevi kapitala bili su među ključnim činiteljima koji su odredili način provođenja i primjene instrumenata monetarne politike. Nisku i stabilnu inflaciju HNB je primarno ostvarivao stabiliziranjem tečaja domaće valute. Tu su devizne intervencije imale ključnu ulogu. Otkupom deviza (kreiranjem kuna) HNB je sprječavala aprecijaciju zbog

velikog priljeva kapitala iz inozemstva. Otkupi deviza su dominirali u deviznim transakcijama s poslovnim bankama i državom, a to je doprinijelo akumulaciji deviznih pričuva središnje banke.

Slika 2. Devizni tečaj i devizne intervencije HNB-a



Izvor: Obrada podataka HNB-a

Kako bi regulirala rast ponude novca koja je nastala prebrzim rastom primarnog novca zbog deviznih intervencija, HNB je poduzimao mjere s kojima je djelovao na monetarni multiplikator. Radi se o instrumentima kao što su obvezna pričuva, granična obvezna pričuva, minimalno potrebna devizna potraživanja, obvezni blagajnički zapisi HNB-a i operacije na otvorenom tržištu. HNB je vršio sterilizacijsku politiku kako bi održao nisku inflaciju. U kojoj mjeri vršiti sterilizaciju vrlo je važno pitanje. Naime, sterilizacija smanjuje ponudu novca što može rezultirati višim kamatnim stopama u zemlji, a što bi opet moglo privući nove priljeve kapitala iz inozemstva. Dodatni priljev znači nove aprecijacijske pritiske i potrebu za novim intervencijama, što može otežati upravljanje ponudom novca i ugroziti autonomno djelovanje središnje banke.¹

Slika broj 2 pokazuje da se od kraja 2010. HNB suočava sa ozbiljnim deprecijacijskim pritiscima na Hrvatsku kunu na koje je odgovoreno nizom deviznih intervencija u cilju stabilizacije deviznog tečaja. Jedan od izvora deprecijacijskih pritisaka je znatno smanjenje inozemnih ulaganja i kreditiranja iz inozemstva (radi vanjskih šokova kao što su dužnička kriza, cijena nafte i sl.) i zbog toga Hrvatska doživljava smanjeni priljev pa čak i neto odljev deviza. Primjerice, slika broj 5 pokazuje da su do kraja četvrtog kvartala 2007. inozemna strana ulaganja rasla po prosječnoj godišnjoj stopi od 10,27%, a nakon 2008. imamo negativnu prosječnu stopu rasta direktnih stranih ulaganja od -1,37%. To pokazuje da visoki stupanj euriziranosti domaćega bankovnog sustava i politika stabilnog tečaja uvelike ograničavaju dosege monetarne politike.

¹ Više o sterilizacijskoj politici HNB-a vidi u Ljubaj, I., et.al. (2010.)

PRIMARNI NOVAC I BILANCA HNB-a

Osnova za stvaranje primarnog novca i novčane mase nalazi se u bilanci centralne banke. U tablici br 1 prikazana je skraćena bilanca HNB-a za mart 2012.

Tablica 1.: Bilanca HNB-a

AKTIVA	03.2012.
1. Inozemna aktiva	85.129,0
1.1. Zlato	-
1.2. Posebna prava vučenja	2.658,5
1.3. Pričuvna pozicija kod MMF-a	1,4
1.4. Efektiva i depoziti po viđenju u inozemnim bankama	1.879,9
1.5. Oročeni depoziti u stranim bankama	16.922,9
1.6. Plasmani u vrijednosne papire u devizama	63.666,2
1.7. Nekonvertibilna devizna aktiva	0,0
2. Potraživanja od središnje države	52,8
3. Potraživanja od ostalih domaćih sektora	3,5
4. Potraživanja od banaka	61,9
5. Potraživanja od ostalih bankarskih institucija	-
Ukupno (1+2+3+4+5)	85.247,1
PASIVA	
1. Primarni novac	60.821,7
1.1. Gotov novac izvan banaka	16.171,8
1.2. Blagajne banaka	3.759,6
1.3. Depoziti banaka	40.889,8
1.4. Depoziti ostalih bankarskih institucija	-
1.5. Depoziti ostalih domaćih sektora ²⁾	0,5
2. Ograničeni i blokirani depoziti	5.983,2
3. Inozemna pasiva	0,1
4. Depoziti središnje države	4.593,2
5. Blagajnički zapisi HNB-a	-
6. Kapitalski računi	14.715,2
7. Ostalo (neto)	-866,1
Ukupno (1+2+3+4+5+6+7)	85.247,1

Izvor: Bilten HNB-a 181 (2012), Hrvatska narodna banka

Od proglašenja samostalnosti RH i stvaranja hrvatske kune, najvažnija imovina u bilanci HNB-a su Oročeni depoziti u stranim bankama i Plasmani u vrijednosne papire u devizama koje zapravo predstavljaju glavninu devizne rezerve. Na osnovu deviznih rezervi u aktivni generira se primarni novac (monetarna baza) u pasivi.

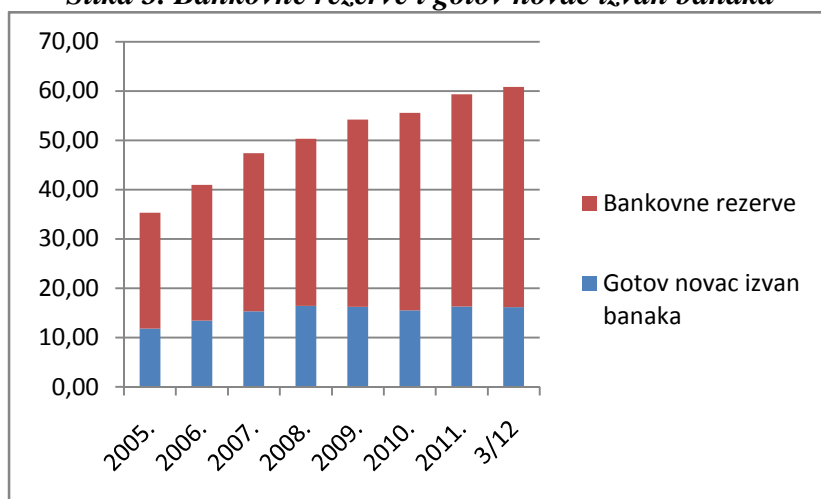
Odnos ovih veličina determiniran je odabranim deviznim režimom, a taj odabir utječe na mogućnosti provedbe samostalne monetarne politike.

Iz bilance HNB-a u tablici 1. vidimo da primarni novac čini u prvom redu gotov novac izvan banaka i depoziti banaka kod HNB-a što su zapravo rezerve banaka. Glavnu bankovnih rezervi čine računi za namiru banaka, izdvojena obvezna pričuvu i prekonoćni depoziti. Jedan od najvažnijih instrumenata monetarne politike je stopa obvezne rezerve. Do lipnja 2005. HNB je plaćao kamatu na izdvojenu obveznu pričuvu u iznosu od 1,25%, a početkom 2011 tu kamatnu stopu spušta prvo na 0,25% da bi je početkom ožujka iste godine potpuno ukinuo.

HNB povećava ili smanjuje monetarnu bazu mijenjanjem razine svoje imovine, u prvom redu na osnovu inozemne aktive i potraživanja od banaka. HNB to radi operacijama na otvorenom tržištu i deviznim intervencijama. Kada monetarne vlasti kupuju vrijednosne papire, povećava

se monetarna baza i obratno. Uloga nebankarskog sustava (domaćinstva i poduzeća) je u tome da se tu donose odluke koliko želi držati gotovog novca u odnosu na žiralni novac. Međutim, to ne utječe na monetarnu bazu jer, ukoliko poraste gotovina u optjecaju istovremeno će se smanjiti rezerve banaka kod HNB-a i M_0 će ostati nepromijenjen. (Hubbard, R. G., O'Brien, A., P., 2012). Iako operacije na otvorenom tržištu i diskontni zajmovi utječu na monetarnu bazu, HNB ima veću kontrolu nad prvim alatom nego nad drugim. HNB u potpunosti kontrolira veličinu operacija na otvorenom tržištu jer inicira kupnje ili prodaje vrijednosnica. S druge strane, kada se banke zadužuju kod centralne banke (koristeći stalno otvorene mogućnosti) one odlučuju da li će posuditi sredstva po navedenim uvjetima ili ne. Centralna banka naravno određuje kamatne stope po kojima će ponuditi svoje kredite i na taj način potiče ili obeshrabruje banke na zaduživanje.

Slika 3. Bankovne rezerve i gotov novac izvan banaka

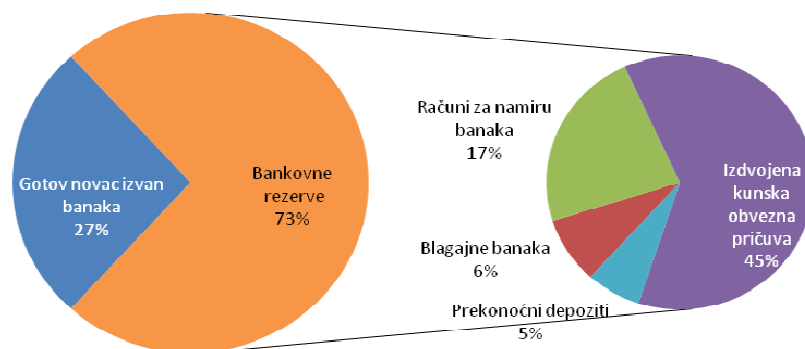


Izvor: Obrada podataka HNB-a

Slika 3. pokazuje udio gotovog novca i rezervi banaka (koje uključuju novac u blagajni banaka, stanje na računu za namiru banaka, prekonoćne depozite i izdvojenu obveznu kunsku pričuvu) u primarnom novcu. Od 2005. pa sve do eskalacije

financijske krize tj. do 2008. raste gotov novac u optjecaju, nakon čega gotovi novac u optjecaju stagnira. Nadalje, što se tiče bankovnih rezervi, one u cijelom analiziranom razdoblju rastu tako da im se udio u primarnom novcu povećao na 73%.

Slika 4. Struktura primarnog novca u ožujku 2012



Izvor: Obrada podataka HNB-a

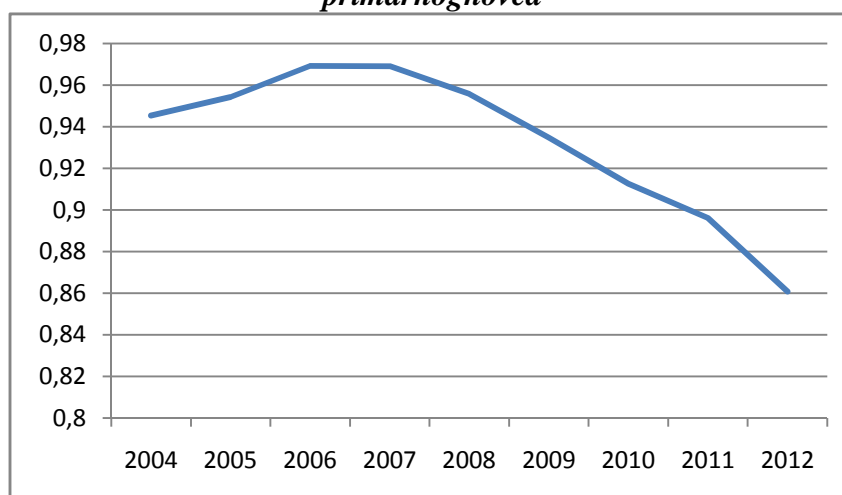
Ukoliko je monetarna vlast ograničena u emisiji primarnog novca s deviznim rezervama može se zaključiti da ona nije suverena u smislu da može po volji i bez ograničenja emitirati primarni novac. Polazeći od navedenog može se pretpostaviti da je razina monetarne suverenosti obrnuto proporcionalna jačini veze između monetarne baze (primarnog novca) i razine deviznih rezervi u bilanci centralne banke.

Na osnovu podataka iz bilance HNB-a upotrebom programa EVIEWS 5.0 izračunat je koeficijent linearne korelacije između varijable „Inozemna aktiva“ i varijable „primarni novac“ metodom kotrljajućeg prozora (rolling window) kako bi se utvrdila dinamika promjene razine

veze između navedenih varijabli. Ukupni ulazni podatci čine mjesečna stanja inozemne aktive i primarnog novca na kraju mjeseca od januara 1998. pa do septembra 2012. što čini ukupno 177 opservacija. Izvor podataka su službena izvješća HNB-a (bilteni za više godina). U analizi je odabran prozor od 84 opservacija što znači da je izračunat koeficijent korelacije za period januar 1998. do decembar 2004., a zatim se pomićući formirani prozor za po 12 opservacija (osim u zadnjem pomicanju

u kojem se prozor pomaknuo za 9 opservacija) izračunao niz koeficijenta korelacije koji su prikazani su na sljedećem grafičkom prikazu.

Slika 5. Dinamika promjene koeficijenta korelacije između deviznih rezervi HNB-a i primarnog novca



Izvor: Vlastiti izračun

Iz grafičkog prikaza možemo očitati nekoliko elemenata. Vidimo da je koeficijent linearne korelacije između varijable „inozemna aktiva“ i varijable „primarni novac“ u cijelom analiziranom periodu vrlo visok. Od 2004. pa do 2007. on je na razini od preko 0,95, nakon čega od 2008. taj koeficijent stagnira i pada na 0,86 za 2012. Navedeno se poklapa s promjenom u monetarne politike ulaskom Hrvatske u gospodarsku krizu o čemu će više biti riječi u nastavku. Međutim, unatoč tome što se koeficijent spušta on je i dalje na vrlo visokoj razini, a kada se uzme u obzir da je pokrivenost primarnog novca inozemnom aktivom u ožujku 2012. iznosio 1,4 to nam ukazuje da je i dalje primarna emisija strogo uvjetovana deviznim rezervama. Inače u cijelom analiziranom razdoblju odnos inozemne aktive i primarnog novca kreće se od rekordnih 2,8 u augustu 2001., pa do 1,12 u januaru 2009.

MONETARNA POLITIKA HNB-A TIJEKOM GOSPODARSKE KRIZE U RH

Prije krize, monetarna politika bila je usmjerena na destimuliranje intencije inozemnog zaduživanja hrvatskih banaka

kćeri kod svojih banaka majki u inozemstvu i plasiranja tako pribavljenih sredstava u domaću kredite. Takvu relativno restriktivnu monetarnu politiku HNB je odabrao zbog brzog rasta deficita platne bilance i inozemnog duga, te zbog formiranja balona na tržištima vrijednosnica i nekretnina i iluzije o mogućnostima permanentnog rasta potrošnje i standarda na osnovi relativno povoljnih i lako dostupnih inozemnih kredita. Takva politika vodila je do formiranja deviznih rezervi kojima je u uvjetima opće krize zadržana financijska stabilnost, likvidnost u plaćanjima prema inozemstvu te je izbjegnuto kreditni slom.

U drugoj polovini 2008. godine monetarna vlast je primijetila da Hrvatska postupno ulazi u fazu recesije te se smatrala odgovornom da adekvatno odgovori na novonastale financijske i gospodarske unutrašnje i vanjske uvjete. U cilju osiguranja stabilnosti i likvidnosti bankarskog sustava, monetarna politika postaje ekspanzivna i HNB donosi niz odluka od kojih treba istaknuti slijedeće. Prva je odluka donesena u oktobru 2008. To je bila Odluka o prestanku važenja Odluke o graničnoj obveznoj pričuv² kako

² HNB je tijekom 2006. uvela instrument granične obvezne pričuve na prirast inozemne pasive. Krajem te godine HNB je donio Odluku o upisu obveznih blagajničkih zapisa HNB-a (koja je ukinuta u novembru 2009.).

bi se bankama povećala devizna likvidnost. Zatim je u novembru iste godine stopa obvezne pričuve smanjena sa 17% na 14% čime je oslobođeno 8,4 milijarde kuna likvidnosti. U februaru 2010. ta stopa je dodatno smanjena na 13% čime je oslobođeno još 2,9 milijardi kuna za financiranje Vladinog i HBOR-ovog programa poticanja bankarske kreditne aktivnosti.

U januaru a potom i u februaru 2009. HNB donosi Odluke o smanjivanju stope minimalne pokrivenosti deviznih obveza banaka likvidnim deviznim potraživanjima, prvo sa 28,5 na 25 posto (u januaru), odnosno sa 25 na 20 posto (u februaru), čime se bankovnom sustavu omogućilo slobodno raspolaganje s ukupno 18,25 mlrd. kuna. U martu 2011. guverner HNB-a donosi odluku o dodatnom popuštanju stope minimalne pokrivenosti deviznih obveza banaka likvidnim deviznim potraživanjima sa 20 na 17%, što je značilo za bankare dodatnih 6,3 mlrd. kuna slobodnih sredstava.

Uz navedeno, jedna od mjera u 2011. koja ide u smjeru smanjivanja aktivnih kamatnih stopa je Odluka HNB-a o smanjenju eskontne (diskontne) stope sa 9 na 7 % čime se, prema Zakonu o obveznim odnosima, smanjuje zakonska zatezna kamata u poslovnim odnosima na 15%, a u odnosima između pravnih i fizičkih osoba na 12%. Tom odlukom najviša ugovorna kamatna stopa u poslovima između pravnih osoba može iznositi 22,5%, a između pravnih i fizičkih osoba 12%.

Povećana likvidnost u sustavu prvenstveno je korištena u cilju održanja eksterne likvidnosti zemlje u uvjetima kada su otplate glavnice i kamata na inozemni dug postale veće od korištenja novih kredita, te također u cilju poticanja kreditne aktivnosti banaka.

Međutim, takav rast monetarnih agregata, nažalost nije imao značajan utjecaj na proizvodnju. Razlozi za to mogu se naći u ponašanju države, bankarskog i nebankarskog sektora. Naime, u vrijeme krize i neizvjesnosti banke državu vide kao

bitno poželjnijeg klijenta u odnosu na poduzeća i domaćinstva. U razdoblju od 2009. do 2011. godine veliki dio (37%) plasmana koje su ostvarile banke bio je usmjeren financiranju države odnosno povećanog proračunskog deficita što je bilo tipično istiskivanje (crowding-out efekt). Uz to, zbog rastuće nezaposlenosti i straha od gubitka radnog mjesta potražnja za kreditima sektora stanovništva stagnira. Što se tiče plasmana u gospodarstvo, oni rastu tijekom 2011. po stopi od 7,1%. Ipak taj relativno dobar rast nije dostatan da supstituiraju izostanak priljeva inozemnog kapitala. HNB pokušava potaknuti brži rast upravo tih kredita uz smanjivanje kamatnih stopa kroz programe A, B i C, ali su dosadašnji rezultati relativno skromni.³ Averzija prema riziku od strane banaka i njenih komitenata i nedostatak kvalitetnih proizvodnih programa koji bi se financirali iz takvih kredita rezultiralo je, kao što je to pokazano u drugom dijelu rada s monetarnim multiplikatorom manjim od 1. To indicira da je suština problema leži u kanalima prijenosa ekspanzivne monetarne politike prema realnom sektoru.

Danas (2012.) Hrvatska se nalazi i dalje u recesiji, a monetarna politika se suočava sa brojnim poteškoćama kao što su recesija u EZ, problemi u Europskom bankarskom sustavu zbog njegove nedovoljne kapitaliziranosti, smanjena investicijska aktivnost u zemlji, daljnja stagnacija priljeva kapitala iz inozemstva, visoke potrebe inozemnog financiranja države i poduzeća. Zbog svega navedenog prognoze za hrvatski BDP i nezaposlenost su negativne (pad BDP-a od oko 1-2% i daljnji rast nezaposlenosti). Nažalost zbog visoke euriziranosti hrvatskog gospodarstva radikalni zaokret u monetarnoj politici nije moguć.

³Više o rastu kredita vidi Svilokos, T., Bank Credit Activity and Economic Growth in The Republic of Croatia, Journal of International Scientific Publications: Economy & Business, Vol. 5, part 2, Info Invest, Bulgaria, 2011, pp. 460.-474., ISSN: 1313-2555

ZAKLJUČAK

U procesu stvaranja novca sudjeluju tri faktora. To su: Centralna banka koja je odgovorna za kontrolu ponude novca i nadzor bankarskog sustava, bankarski sustav koji stvara depozite koji su najvažnija komponenta M1 monetarnog agregata, i nebankarski sektor koji uključuje sva kućanstva, poduzeća i državu. Ne bankarski sektor donosi odluku o obliku u kojem želi držati novac (primjerice kao gotovinu ili kao sredstva na tekućem računu), da li će uzeti kredit ili će štediti i sl.

Najveći dio primarnog novca (M_0) HNB kreira otkupom deviza na deviznom tržištu, dok se operacijama na otvorenom tržištu primarno služi za kratkoročno upravljanje likvidnošću. Transmisijski mehanizam monetarne politike preko kamatnoga kanala u Hrvatskoj je relativno slab, zbog čega središnja banka utječe na monetarna kretanja pomoću obvezne pričuve i drugih administrativnih mjera. Vrlo visok koeficijent linearne korelacije između varijable „inozemna aktiva“ i varijable „primarni novac“ u cijelom analiziranom periodu (preko 0,85) i visoka pokrivenost primarnog novca inozemnom aktivom (preko 1,12) ukazuje na vrlo nizak monetarni suverenitet Republike Hrvatske

Od kraja 2010. HNB se suočava sa ozbiljnim deprecijacijskim pritiscima na Hrvatsku kunu na koje je odgovoreno nizom deviznih intervencija u cilju stabilizacije deviznog tečaja. Jedan od izvora deprecijacijskih pritisaka je znatno smanjenje inozemnih ulaganja i kreditiranja iz inozemstva. Visoki stupanj euriziranosti domaćega bankovnog sustava i provođenje monetarne politike zasnovane na stabilnom tečaju uvelike ograničavaju dosege monetarne politike. Pojavom gospodarske krize u Hrvatskoj, monetarna politika se suštinski mijenja od relativno restriktivne u jednu ekspanzivnu politiku, međutim zbog problema u kanalima prijenosa monetarne politike prema realnom sektoru ta promjena

nije imala veći utjecaj na proizvodnju i zaposlenost.

LITERATURA

1. Berg, A., Borenztein, E., (2000) The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies, *Journal of Applied Economics*, vol. III, No. 2, Universidad del CEMA, pp. 285-324
2. Bilten HNB-a 181 (2012), Hrvatska narodna banka
3. Friedman, M., (1956), *The Quantity Theory of Money: A Restatement, Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago, Chicago
4. Galvin, W., T., *More Money: Understanding Recent Changes in the Monetary Base, Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 91, No. 2, March/April 2009
5. Gianviti, F., (2004), *Current Legal Aspects of Monetary Sovereignty*, General Counsel, IMF
6. Hubbard, R. G., O'Brien, A., P., (2012), *Money, Banking and Financial System*, Prentice Hall, pp. 412-422
7. Kaldor, N., (1970), *The New Monetarism, Lloyds Bank Review*, pp. 1-17
8. Konjhodžić, H., (red.) (2004), *Monetarna ekonomija*, Ekonomski i pravni fakultet univerziteta u Bihaću, Bihać
9. Ljubaj, I., Martinis, A., Mrkalj, M., (2010), *Priljev kapitala i učinkovitost sterilizacije – ocjena koeficijenta sterilizacije i ofset koeficijenta, Istraživanja, Hrvatska narodna banka*, pp. 3-7
10. Nikić, G. (2000), *Kontroverze tečajne politike, Ekonomski pregled*, 51 (9-10) pp. 1102-1122
11. Ötker-Robe, I., Polański, Z., Topf, B. i Vávra, D. (2007.): *Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries, MMF*, paper br. wp/07/190

12. Palley, T. I., (1991), Competing views of the money supply: theory and evidence. *Metroeconomica*, 45. pp.67–88.
13. Palley, T. I., (1994), The endogenous money supply: consensus and disagreement, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 13, No. 3 pp. 397–403.
14. Svilokos, T., Bank Credit Activity and Economic Growth in The Republic of Croatia, *Journal of International Scientific Publications: Economy & Business*, Vol. 5, part 2, Info Invest, Bulgaria, 2011, pp. 460.-474., ISSN: 1313-2555