

# KONTRACIKLIČNA MONETARNA POLITIKA U HRVATSKOJ

Marijana IVANOV\*

*U otvorenoj ekonomiji nemoguće je istodobno postići: fiksni (stabilni) devizni tečaj, slobodu međunarodnih tijekova kapitala, aktivnu samostalnu monetarnu politiku i financijsku stabilnost. Zemlja može izabrati dvije „ponuđene“ opcije, dok joj istodobno preostale dvije nisu dostupne. Alternativno, monetarna politika može ostvariti nešto niži stupanj ograničenja ako se usmjeri na jednu opciju kao dano ograničenje koje se dugoročno ne mijenja (stabilnost deviznoga tečaja), a preostala tri izbora/varijable kratkoročno optimizira kombinacijom tradicionalnih instrumenata monetarne politike sa simultanim mjerama u domeni prudencijalne politike, monetarnih i kapitalnih kontrola te masivnoga povećanja međunarodnih pričuva radi veće otpornosti u slučaju valutne krize. Radom se istražuje u kojoj mjeri je ovakva praktična kombinacija izbora strana nemogućega trokuta/četverokuta prisutna u monetarnome sustavu Hrvatske te u kojoj mjeri je monetarna politika uspjela djelovati kontraciklično u godinama recesije, a s obzirom na faktore ograničenja na strani ponude i potražnje za kreditima te dugoročnu usmjerenost na stabilnost deviznoga tečaja kao sidra za očuvanje cjenovne i financijske stabilnosti.*

**Ključne riječi:** kontraciklična monetarna politika, makroprudencijalna politika, kvazi valutni odbor.

**JEL klasifikacija:** E3, E4, E5.

---

\* Prof. dr. sc. Marijana Ivanov, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet - Zagreb

## 1. UVOD

Bankovni sustav predstavlja sponu između monetarne politike i ekonomske aktivnosti. Preko bankovnog sustava odvija se glavna kanala monetarnog prijenosa čiji (nominalni) izvor predstavljaju tijekom emisije primarnog novca kojima središnja banka izravno djeluje na likvidnost banaka (njihov kreditni potencijal u domaćoj valuti), a neizravno na promjene količine novca u optjecaju, kretanje kratkoročnih kamatnjaka, deviznog tečaja i stope inflacije te brojne druge varijable. S druge strane, konačni učinci na likvidnost u realnome sektoru ne ovise samo o djelovanju središnje banke i ponudi kredita banaka, već ovise i o potražnji za novcem (kreditima) i nesmetanosti funkcioniranja tijekom optjecaja novca od jednih subjekata drugima vezano uz različite aktivnosti od domaće (privatne i javne) potrošnje i neto-izvoza do štednje i investicija. Mogućnosti djelovanja monetarne politike stoga su određene uvjetima u domaćemu bankovnom sustavu i realnome gospodarstvu (uključujući učinke fiskalne politike), ali i pod utjecajem izazova globalnoga okruženja koji se odražavaju na prekogranične financijske tokove. Kontraciklično djelovanje monetarne politike stoga je nužno, no ne i dovoljan uvjet za očuvanje zdravlja ekonomije (Takáts, 2012.).

U razvijenim zemljama, glavni alat protuciklične monetarne politike predstavljaju (ciljani) kratkoročni kamatnjaci – barem dok bilježe pozitivne vrijednosti i uključuju učinak pozitivne inflacije pa uz veću/manju likvidnost dolazi do pada/rasta realnih kamatnjaka. Alternativno, u okolnostima nultih-kamatnjaka te recesijskoga i deflacijskoga pritiska alat protucikličnog djelovanja može predstavljati ciljanje monetarnih agregata (Iwata i Wu, 2006.), što opravdava korištenje prakse kvantitativnoga labavljenja kroz otkup državnih i drugih vrijednosnica na otvorenome tržištu radi širenja efekta likvidnosti, ne samo na banke, nego i na druge financijske institucije i realnu ekonomiju. Slični učinci mogu se ostvariti i kroz instrumente kolateraliziranoga kreditiranja banaka gdje duža ročnost (do tri godine), niža cijena i prihvatljivi kolaterali determiniraju tijek daljnjega prenošenja likvidnosti iz bankovnog sustava u ostale dijelove gospodarstva, ali pod pretpostavkom da banke „ne zadrže likvidnost za sebe“, što u tome slučaju opravdava korištenje selektivnih kredita bankama uz uvjetovanost njihova korištenja za poželjne namjene financiranja aktivnosti u realnome sektoru.

Međutim, takvi instrumenti rijetko se koriste u malim i otvorenim zemljama koje koriste režim fiksnoga deviznog tečaja ili su općenito usmjerene na očuvanje stabilnosti tečaja pa njihove središnje banke nemaju (ili imaju tek ograničenu) ulogu zajmodavca u krajnjoj nuždi, a u uvjetima recesijskoga

pritiska nisu spremne prihvatiti rizik *ex nihilo* emisije novca (radi mogućega odljeva kapitala u inozemstvo u zone viših kamatnjaka, odnosno izbjegavanja deprecijacijskih učinaka). Takve ekonomije uglavnom funkcioniraju po modelu službenih ili neslužbenih (kvazi) valutnih odbora (Wolf i dr., 2008.) kod kojih su monetarni i financijski uvjeti determinirani neto-deviznim priljevima i transakcijama s inozemstvom, dok je kretanje domaćih kamatnjaka bitno određeno kretanjem kamatnjaka u zemlji sidra (uz koje se veže devizni tečaj), ali uvećano za visinu premije rizika.

U Mundell-Flemingovom okviru otvorene ekonomije nemoguće je istodobno postići: 1) fiksni (stabilni) devizni tečaj, 2) financijsku integraciju uz potpunu slobodu međunarodnih tijekova kapitala i 3) aktivnu samostalnu monetarnu politiku, dok s obzirom na iskustva kretanja prekograničnih financijskih tijekova u pretkriznome i kriznome razdoblju navedenom treba dodati i 4) financijsku stabilnost (Aizenman, 2013.). Teorijski gledano, kao i u slučaju klasičnoga „nemogućeg trokuta“ (bez posebno izdvojene financijske stabilnosti), zemlja može izabrati dvije „ponuđene“ strane trokuta/četverokuta, dok joj istodobno preostale dvije nisu dostupne. Moguće da monetarna politika može ostvariti nešto niži stupanj ograničenja ako se usmjeri na jednu opciju kao cilj koji se dugoročno ne mijenja - stabilan devizni tečaj u režimu „upravljanog i uskog raspona fluktuacije“, a preostala tri izbora/varijable kratkoročno optimizira prema potrebi i okolnostima u aktualnome okruženju ekspanzije ili kontrakcije (ali uz toleranciju prema dijelu nepoželjnih zbivanja na koja središnja banka ne može djelovati, kao što su na primjer: volatilnost investicija u nebankovnome sektoru ovisno o stabilnosti/ dostupnosti prekograničnih tijekova kapitala; kvarenje dijela kreditnoga portfelja banaka i prociklično ponašanje banaka u godinama recesije).

Praktično to znači kombinaciju tradicionalnih instrumenata monetarne politike sa simultanim mjerama:

- 1) makroprudencijalne politike i monetarnih kontrola - pod pretpostavkom da u danom trenutku pojedini makroprudencijalni instrumenti (poput kontracikličnih zahtjeva za kapital i likvidnost banaka, omjera kredita i kolaterala, omjera kredita i depozita, dinamičkih rezerviranja za loše plasmane...) nisu u sukobu s aktualnim nastojanjima monetarne politike (Angelini i dr., 2012.a);
- 2) mikroprudencijalne politike – uključujući zahtjeve za upravljanje valutnim, kamatnim, kreditnim i drugim rizicima na razini pojedinačnih banaka (Hanson i dr., 2011.);
- 3) kapitalnih kontrola – ograničenja prekograničnih financijskih tijekova barem u onome segmentu ekonomije (bankovnome sustavu) na koji sre-

dišnja banka može djelovati (Habermeier i dr., 2011.; Bacchetta i dr., 2012.; Radošević, 2013.);

- 4) te masivnog povećanja međunarodnih pričuva radi veće otpornosti u slučaju valutne krize ili njene kombinacije s bankovnom/dužničkom krizom (Aizenman, 2011.; Obstfeld i dr., 2010.; Maggi i dr., 2012.), kako i radi dugoročnoga smanjenja volatilnosti BDP-a (Aizenman i Ito, 2012.).

Radom se istražuje u kojoj mjeri je ovakva praktična kombinacija izbora strana nemogućeg trokuta/četverokuta prisutna u monetarnome sustavu Hrvatske te u kojoj mjeri je monetarna politika uspjela djelovati kontraciklično u godinama recesije, a s obzirom na faktore ograničenja na strani ponude i potražnje za kreditima, dugoročnu usmjerenost na očuvanje stabilnosti deviznoga tečaja te važnost očuvanja financijske stabilnosti.

## **2. KONTRACIKLIČNA MONETARNA POLITIKA HNB-a U PRETKRIZNOME RAZDOBLJU**

Specifičnost monetarne politike HNB-a je značajno oslanjanje na devizne aukcije, visoku obveznu pričuvu i minimalno potrebna devizna potraživanja kao temeljne poluge monetarnoga djelovanja. Dodatno, u pretkriznome razdoblju korištene su granične i posebne obvezne pričuve radi ograničenja inozemnoga zaduživanja banaka te obvezni blagajnički zapisi kroz koje je penaliziran prekomjerni rast kredita. Svi spomenuti instrumenti imaju obilježja kontracikličnog djelovanja u funkciji sprječavanja akumulacije sistemskoga rizika u uvjetima ekonomske ekspanzije te ublažavanja kontrakcije kredita u uvjetima recesije, što ih svrstava i u kategoriju markoprudencijalnih (dinamičkih) instrumenata (Angelini, 2012.b).

Važnost kontracikličnog djelovanja posebno je dolazila do izražaja u uvjetima ublaženih financijskih uvjeta od 2002. do 2007. (mjereno indeksom financijskih uvjeta, vidjeti Dumičić i Krznar, 2012.) kada je uz ekspanzivnu monetarnu politiku ECB-a (do 2005.) i nisku premiju rizika dolazilo do značajnoga priljeva kapitala iz inozemstva te posljedično pada domaćih kamatnjaka i snažne kreditne ekspanzije banaka. Korištenje makroprudencijalnih monetarnih instrumenata stoga je bilo primarno usmjereno na sprječavanje pretjeranoga rasta i kasnijega kvarenja kreditnog portfelja banaka, destimuliranje inozemnoga zaduživanja banaka, očuvanje dostatne likvidnosti i kapitaliziranosti banaka, zaštitu bankovnoga sustava od valutne izloženosti proizašle iz neusklađene valutne strukture imovine i obveza banaka, uz istodobno oču-

vanje stabilnosti deviznoga tečaja te održavanje visokih razina međunarodnih pričuva i deviznih rezervi banaka.

Zbog snažnoga zaduživanja ostalih sektora (primarno poduzeća na koje se danas odnosi glavina inozemnoga duga), granična obvezna pričuva korištena od 2004. do listopada 2008. nije uspjela zaustaviti rast ukupnoga inozemnog duga Republike Hrvatske. Međutim, ona je (kao oblik kapitalnih kontrola) pravedno ograničila ovisnost hrvatskih banaka o izravnom (i kratkoročnom) inozemnom zaduživanju zbog čega su hrvatske banke bile više otporne na probleme globalnoga zastoja likvidnosti u 2007. i 2008., kao i kasnije na probleme s kojima su se suočile njihove inozemne banke majke tijekom krize u eurozoni - u uvjetima značajnoga rasta premije osiguranja od kreditnoga rizika (CDS) na obveznice (prije svega talijanskih) banaka od druge polovine 2011. do polovine 2012. godine (uz istodobni rast premije rizika na hrvatske državne obveznice pa posljedično i veće cijene zaduživanja svih domaćih sektora). Dodatno, kroz nastojanja banaka da zaobiđu izdvajanje granične obvezne pričuve, tijekom 2007. i 2008. značajnije je povećan kapital kao dugoročni izvor sredstava banaka (Bokan i dr., 2010.), čime je u cilju očuvanja financijske stabilnosti stvorena veća kapitalna pokrivenost akumuliranih kreditnih rizika te smanjen problem kumuliranoga jaza ročne neusklađenosti imovine i obveza banaka.

Obvezni blagajnički zapisi (kao svojevrsni oblik monetarne kontrole), nisu bili posve djelotvorni u zaustavljanju pozamašne kreditne aktivnosti velikih banaka (posebno tijekom prve polovine 2007.), koja je trajala sve dok su banke unatoč ograničenjima i visokom regulatornom trošku ostvarivale pozitivne učinke na vlastite pokazatelje profitabilnosti. Ipak u njihovoj kombinaciji s ostalim restriktivnim instrumentima postignut je učinak na usporavanje rasta kredita stanovništvu (Ljubaj, 2012.) te sprječavanje rasta loše aktive u okolnostima kada bi ublaženi financijski uvjeti kreditiranja omogućili zaduživanje i niže kreditno sposobnih dužnika. Korištenje makroprudencijalnih monetarnih instrumenata u pretkriznome razdoblju tako predstavlja bitan čimbenik očuvanja stabilnosti bankovnoga sustava od 2009. do danas, kada zbog petogodišnje recesije dolazi do izraženijega kvarenja kreditnog portfelja banaka - krajem ožujka 2014. udio loših kredita banaka iznosio je 16,10 % ukupnoga kreditnog portfelja, a u slučaju kredita poduzećima čak 28,61 % (HNB, 2014/b).

S druge strane, iako su i GOP i OBZ pridonijeli smanjenju vanjske neravnoteže zemlje kojoj su pridonosile banke, središnja banka nije mogla onemogućiti rast ukupnoga vanjskotrgovinskog deficita ni spriječiti zaduživanje poduzeća u inozemstvu koje se značajno povećalo tijekom 2007. i 2008. godine (koristeći pogodnosti globalne prakse liberaliziranih prekograničnih financijskih tijekova i nepostojanja kapitalnih kontrola izvan bankovnoga sektora). Danas u

godinama krize, kumulirani domaći i inozemni dug poduzeća predstavlja jedan od bitnih čimbenika ograničenja djelotvornosti provedenih ekspanzivnih mjera monetarne politike, jer zbog loših financijskih pokazatelja (te problema u otplatama kumuliranih dugova), brojna poduzeća trebaju dodatno vlasničko ulaganje - financiranje kapitalom, a ne kreditima banaka.

Kroz interakciju GOP-a i OBZ-a s deviznim aukcijama, minimalnim deviznim potraživanjima i redovnom obveznom pričuvom, postignuti su učinci na dugoročnu stabilnost deviznoga tečaja, a u smislu ograničenja pretjerane aprecijacije domaće valute do rujna 2008. te potom sprječavanja pretjerane deprecijacije domaće valute od listopada 2008. do danas. Naime, neovisno o glavnoj funkciji svakoga pojedinačnog instrumenta monetarne politike HNB-a, u praktičnoj implementaciji svi se ujedno koriste i u svrhu stabiliziranja deviznoga tečaja. Takav monetarni okvir izravni je rezultat dugogodišnje primjene strategije nominalnog sidra deviznoga tečaja u svrhu očuvanja stabilnosti cijena i ukupne financijske stabilnosti. Vezan je uz izražen problem financijske euroizacije (deviznih depozita i kredita odobrenih s valutnom klauzulom), visok inozemni dug (na razini 105,3 % BDP-a, odnosno 243,5 % izvoza), kao i uz postojanje neslužbenog/kvazi valutnog odbora koji se odražava u emisiji domaćega novca uz potpuno pokriće devizama (što praktično znači da se monetarno-kreditna ekspanzija „automatski“ povećava u razdoblju većega priljeva deviza i smanjuje ako veći devizni priljev izostane).

### **3. KVAZI VALUTNI ODBOR I POLITIKA DEVIZNOGA TEČAJA**

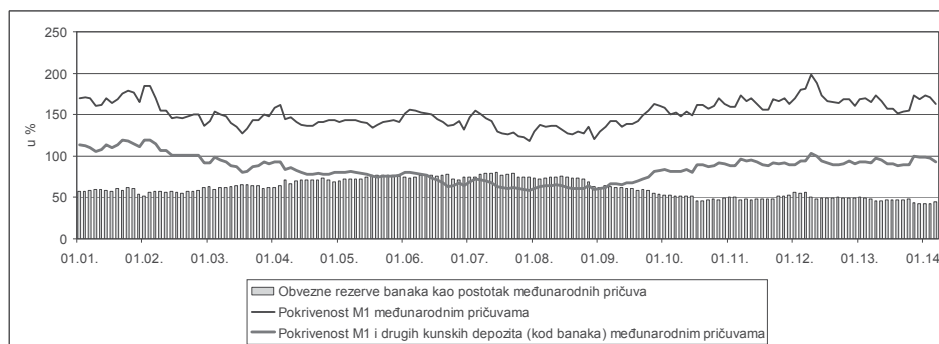
U posljednjih trinaest godina pokrivenost primarnoga novca međunarodnim pričuvama iznosila je prosječno 158 %, a prema podacima za ožujak 2014. oko 145 %, što je povezano uz korištenje transakcija otkupa deviza od banaka kao dominantnoga kanala emisije primarnoga novca, ali uz istodobnu primjenu visoke obvezne pričuve radi postizanja sterilizacijskih učinaka. Danas kumulirane obvezne pričuve predstavljaju svojevrsnu zalihu za očuvanje financijske stabilnosti, a kako ih središnja banka oprezno smanjuje ujedno se izbjegava nekontrolirani neto-odljev deviza banaka i pad međunarodnih pričuva. S druge strane, zbog izostanka većega priljeva kapitala iz inozemstva te zaustavljene kreditne aktivnosti banaka danas izostaju devizne transakcije kao kanal kroz koji je središnja banka ranijih godina djelovala ekspanzivno povećavajući kreditni potencijal banaka u domaćoj valuti.

Pokrivenost novčane mase (M1) službenim međunarodnim pričuvama zaobilježila je prosječnu vrijednost 151 % u razdoblju 2001. do 2013., a u ožujku

2014. bilježi vrijednost 162 % (slika 1.). Najniži stupanj pokrivenosti ostvaren je u ekonomski i financijski stabilnome razdoblju od 2004. do rujna 2008., kada je sustav ujedno zabilježio i manje izražen fenomen euroizacije depozita, a uz stalan dotok stranoga kapitala/deviza ujedno i manju vjerojatnost mo- žebitne deprecijacije kune. Prisutnost sustava koji nalikuju na valutni odbor još više dolazi do izražaja u omjeru međunarodnih pričuva u odnosu na M1 uvećan za štedne i oročene kunske depozite, koji se posljednjih trinaest godina kretao na prosječnoj razini od 85 %, a od 2011. oscilira oko vrijednosti 100 % (povremeno i niže), što odgovara teorijskoj granici za očuvanje stabilnosti te- čaja u uvjetima valutnoga odbora.

Kumuliranje visokih razina međunarodnih pričuva kao sigurnosne baze za zaštitu od valutne (i bankovne) financijske krize, tipično je za male i otvo- rene zemlje u razvoju s većim omjerom ukupnih likvidnih sredstava (M4) u BDP-u (Obstfeld i dr., 2010.), kao i u slučaju zemalja ovisnih o inozemnome zaduživanju (Maggi i dr., 2012.), a tim više ako su zemlje visoko osjetljive na promjene deviznoga tečaja te iznenadne priljeve ili odljeve stranoga kapitala (deviza). Ujedno tipično se radi o zemljama s ograničenim mogućnostima ak- tivne monetarne politike, što rezultira ne-funkcioniranjem kanala kamatnja- ka nacionalne središnje banke, odnosno kanal kamatnjaka i kanal bankovnih kredita u tome slučaju praktično funkcioniraju pod utjecajem opsega i smjera financijskih transakcija s inozemstvom.

*Slika 1. Kvazi valutni odbor - pokrivenost novčane mase međunarodnim pričuvama*



\* Transakcije otkupa deviza od banaka predstavljale su godinama dominantan tijek kreiranja primarnoga novca, dok se dio monetarnih učinaka sterilizirao kroz visoku obveznu pričuvu. Ob- vezne pričuve u pasivi bilance HNB-a ujedno su najveća protustavka inozemnoj aktivni (među- narodnim pričuvama RH) na koju se odnosi gotovo stopostotna ukupna aktiva bilance HNB-a.

Izvor podataka: HNB.



Visoka razina međunarodnih pričuva Republike Hrvatske kumulirana je nakon 2000. godine kao posljedica snažnog priljeva deviza od vlasničkih ulaganja, inozemnoga zaduživanja banaka i poduzeća, deviznih priljeva od turizma i drugih izvora, što je do listopada 2008. (i početka globalne financijske krize), stvaralo tipične pritiske u vidu jačanja domaće valute i uvjetovalo nužnost intervencija otkupa deviza od banaka u cilju očuvanja stabilnosti tečaja (sprječavanja aprecijacijskih pritisaka). Nasuprot tome, u novijoj povijesti rast službenih međunarodnih pričuva određen je i otkupom deviza od države (od 2011. do danas država se sve češće dugoročno zadužuje na inozemnim tržištima - zbog mogućnosti realizacije niže cijene zaduživanja), što kroz akumulaciju deviza kod središnje banke pridonosi visokoj vanjskoj likvidnosti zemlje, sprječava deprecijaciju domaće valute i povećava otpornost na možebitnu valutnu krizu. Ujedno time se smanjuje i rizik provođenja intervencija prodaje deviza bankama (koje se učestalije provode od listopada 2008.), dok uz dostatne međunarodne pričuve središnja banka može bez posljedičnih šokova otpustiti dio kumuliranih obveznih pričuva banaka (posebno u uvjetima razduživanja banaka i većega odljeva deviza u inozemstvo prema roditeljskim bankama koje je tijekom 2012. godine zabilježeno u Hrvatskoj i brojnim drugim SIE zemljama). Dodatno, sve dok stabilnost tečaja nije ugrožena središnja banka „tolerira“ visoke kunske viškove likvidnosti banaka koji pridonose niskim kamatnjacima na međubankovnome tržištu (ali što opet pogoduje i nižoj cijeni domaćega zaduživanja države kroz emisiju trezorskih zapisa na domaćem tržištu).

S druge strane, uz sve veće i kontinuirano zaduživanje države, Hrvatska izbjegava nužnost smanjenja javnih rashoda i provođenja strukturnih reformi, a zbog novoga izvora priljeva deviza (od inozemnoga zaduživanja države, depozita nerezidenata kojima pogoduju viši pasivni kamatnjaci domaćih banaka i sl.), Hrvatska izbjegava i nužnost korekcije tečaja koji već dvadeset godina nepovoljno djeluje na izvoz i konkurentnost domaće proizvodnje te podržava visok uvoz roba i usluga. Prema Izviješću članova Misije MMF-a iz travnja 2014., hrvatska kuna precijenjena je oko 10 % (gledano kroz realni efektivni tečaj deflacioniran jediničnim troškovima rada), ali unatoč tome MMF, slično kao i HNB, smatra da je nastavak politike stabilnoga tečaja opravdan zbog izbjegavanja kvarenja portfelja kredita banaka odobrenih s valutnom klauzulom u eurima, radi lakše otplate visokoga inozemnog duga, kao i radi izbjegavanja situacije u kojoj bi veća deprecijacija uzrokovala značajniji pad kupovne moći dohodaka građana i svih sektora zbog prelijevanja uvoznih cijena na domaću inflaciju (HNB, 2014/c).

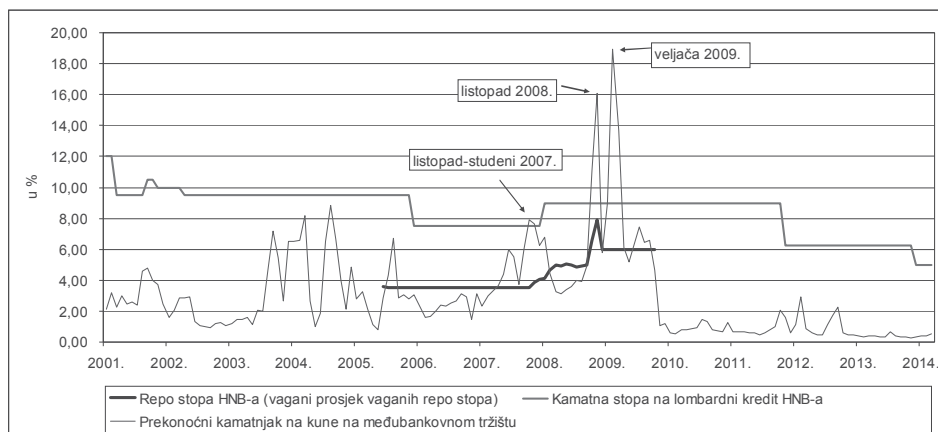
Dosljednost korištenja strategije sidra deviznoga tečaja, uključujući i toleranciju prema precijenjenoj domaćoj valuti radi očuvanja cjenovne i financijske



stabilnosti, predstavlja značajno ograničenje manevarskoga prostora monetarne politike. Uz korištenje sidra deviznoga tečaja, središnja banka može tolerirati snažniju monetarno-kreditnu ekspanziju u razdoblju većeg neto-priljeva deviza, ali monetarna politika postaje restriktivna kada se neto-priljev deviza smanjuje (neovisno bilježi li u isto vrijeme realna ekonomija rizik ekonomske kontrakcije uz veću vjerojatnost skorog razvoja recesije).

Neupitnu usmjerenost HNB-a na stabilnost tečaja, potvrđuju akcije tijekom veljače 2009. kada su (zbog umjetno stvorene oskudice kunske likvidnosti banaka), kamatnjaci na novčanome tržištu dosegli svoju povijesnu vrijednost 37,29 % godišnje za prekonoćne kunske pozajmice, odnosno 31,21 % godišnje za tjedne kunske pozajmice (prema podacima Tržišta novca Zagreb za 25. i 26. veljače 2009.), dok je na razini mjeseca ostvaren prosječni kamatnjak 18,63 % godišnje (slika 2.). Slične situacije žrtvovanja kamatnjaka u cilju očuvanja stabilnosti tečaja zabilježene su i kasnije, gdje je znakovito povećanje stope obvezne rezerve u dva navrata od listopada 2011. do siječnja 2012. (radi očuvanja stabilnosti tečaja), i to unatoč okolnostima prisutne recesije i već znatno izražene „oskudice“ te negativnih stopa rasta plasmana banaka.

Slika 2. Aktivni kamatnjaci HNB-a i prekonoćni kamatnjaci na međubankovnome tržištu



\* Početkom listopada 2008., nakon propasti Lehman Brothersa u Hrvatskoj i brojnim drugim zemljama zabilježene su nestabilnosti i rast kamatnjaka na međubankovnome tržištu kao i rast pasivnih kamatnjaka na oročene depozite građana i drugih subjekata. Situacija u Hrvatskoj se stabilizirala nakon što je država povećala iznos osiguranih depozita građana. U istome mjesecu HNB je ukinuo graničnu obveznu rezervu.

Izvor podataka: HNB.

Takva iskustva odražavaju se i na spekulacije banaka o mogućim „nenadanim“ restriktivnim zaokretima u monetarnoj politici HNB-a pa banke pored nastojanja da većom likvidnošću zaštite vlastitu stabilnost u godinama krize (upitno stabilnih domaćih i inozemnih izvora financiranja; mogućega rasta cijene novca na međunarodnim tržištima kada Fed i/ili ECB promijene stav o nastavku vođenja politika nultih-kamatnjaka), dodatno drže i određeni dio viškova likvidnosti kako bi izbjegle skupo zaduživanje u slučaju nekoga novog vala oskudice kunske likvidnosti, a što može ukazivati i na njihova očekivanja jačanja domaće valute.

#### **4. POLUGE KONTRACIKLIČNE MONETARNE POLITIKE U GODINAMA RECESIJE**

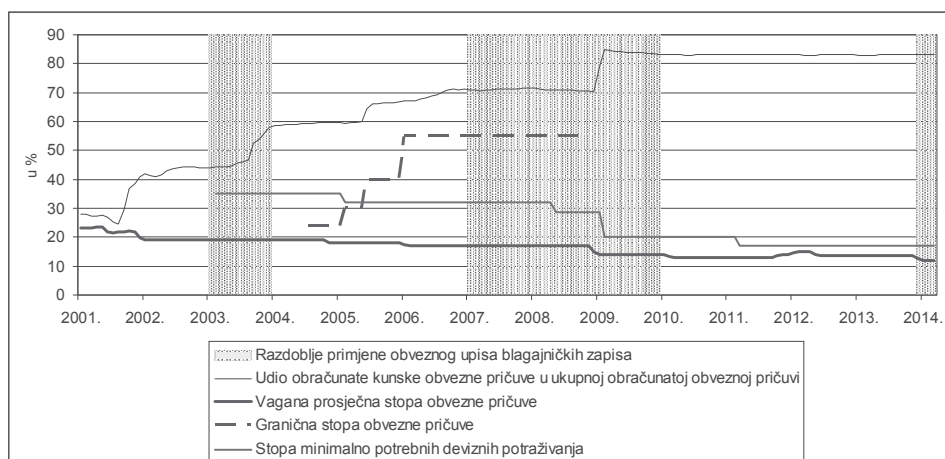
Za razliku od Fed-a koji je tijekom krize u značajnoj mjeri kupovao državne, hipotekarne i druge vrijednosnice od banaka, kao i ECB-a koji je pozamašno kreditirao banke s uobičajenim rokovima 7 dana, 3 mjeseca pa do neuobičajenih rokova do 3 godine, repertoar ekspanzivnih mjera HNB-a bitno je drugačiji. Od listopada 2008. do danas najveći učinci povećanja likvidnosti u hrvatskome bankovnom sustavu ostvareni su kroz snižavanje stope obvezne rezerve u više navrata (slika 3.), ukidanje granične obvezne pričuve u listopadu 2008., kroz snižavanje stope minimalno potrebnih deviznih potraživanja, povremene otkupe deviza od banaka (u koordiniranim akcijama s promjenama u ostalim instrumentima) te ukidanjem obveznoga upisa blagajničkih zapisa kojime je od 2007. do 2009. penaliziran nedopušten rast plasmana banaka.

Valja primijetiti da se na popisu instrumenata ekspanzivnoga djelovanja HNB-a u godinama recesije ne spominju krediti bankama jer se oni tek iznimno koriste. Međutim, oslobađanje likvidnosti kroz nižu obveznu rezervu djelomično se može poistovjetiti s učincima „beskamatnog“ kreditiranja banaka, ali pod pretpostavkom da se naknadno drugim instrumentom (mjerom) monetarne ili prudencijalne politike ne postigne (djelomične ili potpune) efekte suprotnog učinka – na primjer kroz povećanje postotka devizne obvezne pričuve koja se izvršava u kunama – konkretno s 50 % na 75 % krajem 2008. i početkom 2009. godine (slika 3.).

Izraženo u brojkama, banke su uz stopu obvezne rezerve 14 % na kraju veljače 2009. trebale obračunati 1,5 milijardi kuna kunske obvezne rezerve više nego u rujnu 2008. uz stopu obvezne rezerve 17 % (iako se ukupni iznos obračunate obvezne pričuve u istome razdoblju smanjio za oko 6 milijardi kuna), dok se manjim iznosom obračunate devizne obvezne pričuve u iznosu 7,5 mili-

jardi kuna nadopunio prostor za sprječavanje nešto izraženije deprecijacije domaće valute (u siječnju i veljači 2009.), kako bi se u što manjoj mjeri koristile devizne aukcije izravne prodaje deviza bankama, zbog negativnih posljedičnih učinaka na visinu međunarodnih pričuva. Međutim, u sustavu u kojemu su sve varijable podređene stabilnosti tečaja, kolateralne žrtve sprječavanja deprecijacije bili su kamatnjaci na kunske pozajmice na međubankovnome tržištu (u veljači 2009.) te kamatnjaci na kunske kratkoročne depozite i kredite koji su se na višoj razini zadržali do drugog/trećeg kvartala 2009., dok je u istome razdoblju zbog posljedica globalne financijske krize došlo i do većega usporavanja kreditne aktivnosti banaka (kako u Hrvatskoj, tako i u brojnim drugim europskim zemljama).

Slika 3. Instrumenti kontraciklične monetarne politike



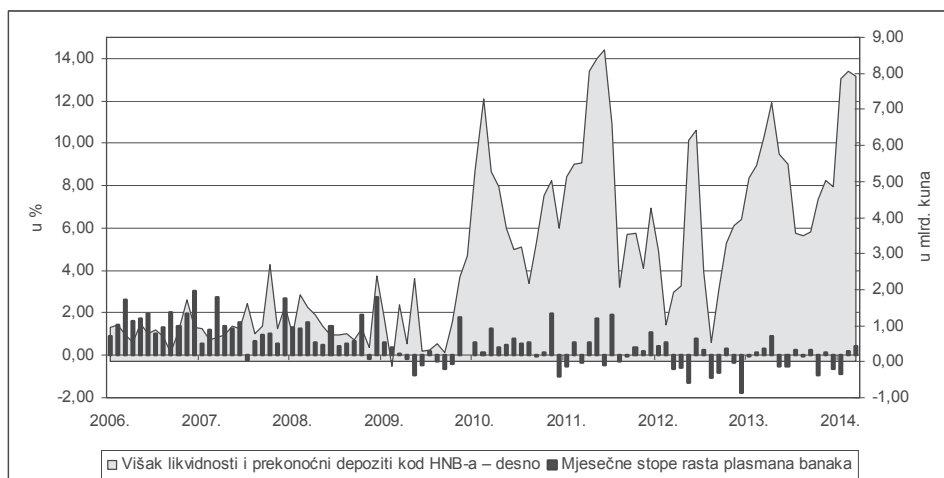
\* Rast plasmana banaka po stopi većoj od maksimalno propisane (4 % kvartalno, odnosno 16 % godišnje) tijekom 2003. penaliziran je obveznim upisom blagajničkih zapisa. Instrument je ponovno implementiran od 2007. godine uz nepenalizirajuću stopu rasta plasmana 1 % mjesečno (12 % godišnje), odnosno svega 0,5 % mjesečno tijekom srpnja/kolovoza 2007. Potreba za korištenjem ovoga instrumenta postupno je prestala krajem 2008. tako da se instrument prestaje koristiti po isteku dospijeca zapisa krajem 2009. godine. U studenome 2013. nakon što je snižena stopa obvezne rezerve s ranijih 13,5 % na 12 %, razlika „oslobođenih“ obveznih rezervi konvertirana je u obvezne blagajničke zapise koje HNB otkupljuje od banaka uz uvjet da banke u dvostruko većem iznosu odobre kredite nefinancijskim poduzećima.

Izvor podataka: HNB.

Iako bankovni sustav od 2010. obiluje viškovima likvidnosti (slika 4.), oni se vrlo oprezno i u manjem obujmu koriste za novu kreditnu aktivnost - ne uk-

ljučujući reprogramme starih kredita kojima banke „drže na životu“ perspektivne, ali trenutno problematične dužnike (sprječavajući daljnji pad cijena nekretnina) ili moguća preuzeta kreditna potraživanja inozemnih matrica od domaćih poduzeća. Novoodobreni krediti su dominantno kratkoročni, dok se smanjuje udio dugoročnih, zbog čega sve akcije povećanja likvidnosti banaka od strane HNB-a (ali i drugih središnjih banaka poput Fed-a i ECB-a), treba promatrati i u kontekstu „neplodnog tla na koje likvidnost pada“, a koje se može objasniti u kontekstu teorijski i praktično dobro poznatoga fenomena procikličnog ponašanja kredita i financijske poluge banaka, odnosno averzije banaka prema dodatnom preuzimanju rizika u razdoblju ekonomske i/ili financijske krize - za razliku od visoke sklonosti banaka odobravanju novih kredita u godinama ekspanzije (Mishkin, 2009.).

Slika 4. Stope rasta plasmana banaka u usporedbi s kretanjem viškova likvidnosti banaka



\* Plasmani banaka nisu korigirani za učinke promjene deviznoga tečaja, što može dovesti do krive interpretacije dijela pozitivnih stopa rasta plasmana. Primjera radi, dok su se ukupni plasmani privatnome sektoru u prvih osam mjeseci 2010. povećali oko 4 %, kada se isključi učinak deviznoga tečaja stvarno povećanje bilo je oko 2,5 %.

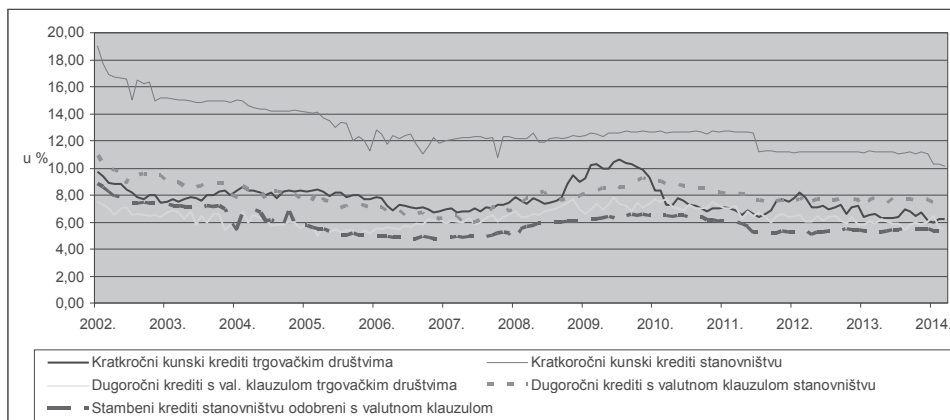
Izvor podataka: HNB.

Ponašanje banaka u uvjetima krize je više konzervativno; one rijetko ulaze u konkurencijske bitke za osvajanje većega udjela na tržištu; spremne su žrtvovati profitabilnost u cilju povećanja vlastite stabilnosti i likvidnosti kako bi preživjele nestabilna vremena te bile spremne uhvatiti val pozitivnog vje-

tra kada kriza završi. Mikroekonomski gledajući, pri tome je posve jasno da banke ne razmišljaju o općim interesima gospodarstva (o njima trebaju voditi računa makroekonomske politike u smislu da potiču pozitivne aktivnosti i de-stimuliraju negativne), jer i banke kao i svi ostali pojedinačni subjekti nastoje uz dana ograničenja maksimalizirati vlastito blagostanje. Sve navedeno znači da je ponašanje banaka defenzivno upravo u vrijeme kada su krediti više nego potrebni (kako bi se kroz veći optjecaj novca i veću poslovnu aktivnost ubrzao proces izlaska iz krize), dok napori kontracikličnog djelovanja monetarne politike imaju tek djelomični učinak. Dodatno, u ekspanzivnome djelovanju monetarne politike, pozicija HNB-a je bitno drugačija od pozicije Fed-a, BoE ili ECB-a koji djeluju u okruženju većega povjerenja javnosti u domaću valutu i sposobnost središnje banke da se nosi s možebitnim izazovima većega inflacijskog pritiska, dok s druge strane takvo povjerenje u Hrvatskoj ne postoji - barem ne u terminima spekulacija javnosti o možebitnoj deprecijaciji domaće valute. Stoga uvijek postoje dvojbe o mogućnosti korištenja ekspanzivne kontraciklične politike u Hrvatskoj, kao i dvojbe o samome karakteru monetarne politike HNB-a, a u smislu koliko je ona „vidljivim“ instrumentima ekspanzivna, a usporedno s drugim manje vidljivim promjenama i dalje prilično restriktivna.

Nižem iznosu novoodobrenih kredita u godinama recesije pridonijeli su i čimbenici koji se odražavaju na pad potražnje za kreditima, uključujući: pad i nestabilnost prihoda (zaposlenosti) potencijalnih novih dužnika; nedostatak dobrih investicijskih projekata koji bi opravdali troškove zaduživanja; odgađanje donošenja odluka o investicijama/zaduživanju u uvjetima dugotrajne nestabilnosti; te više kamatnjake na kredite (posebno tijekom 2009., slika 5.) vezano uz rast premije rizika koja je povećala razliku između kamatnjaka na nerizične plasmane i kamatnjaka uz koje se može zadužiti privatni sektor. Na smanjenje ponude i potražnje za kreditima privatnome sektoru djelovao je i pad tržišnih cijena nekretnina (kao tipičnih kreditnih kolaterala) te činjenica da je kapacitet novoga zaduživanja značajno iskorišten u pretkriznome razdoblju - dug poduzeća danas je na razini 90 % BDP-a, a dug građana 40 % BDP-a (HNB, 2014.). Stoga, uzimajući u obzir brojne čimbenike ograničenja, realno je pretpostaviti da se značajnija kreditna ekspanzija neće dogoditi sve dok ekonomija ne pokaže siguran i stabilan ekonomski rast, a koji je osim domaćim čimbenicima određen i budućom ekonomskom aktivnošću u eurozoni.

Slika 5. Kamatnjaci na izdvojene kategorije kredita banaka, na kraju mjeseca



Izvor podataka: HNB.

Nabrojani čimbenici umanjuju djelotvornost kontraciklične monetarne politike u poticanju ekonomskoga rasta u razdoblju recesije pa kanali monetarnoga prijenosa ne djeluju, ili funkcioniraju tek u ograničenoj mjeri, a što posebno vrijedi za kreditni kanal u interakciji banaka s privatnim sektorom. Međutim, čimbenici koji na navedeno djeluju su i promjene u (mikro) prudencijalnoj politici koja zahtijeva od banaka sve konzervativnije upravljanje kreditnim i drugim rizicima, povećava kapitalne zahtjeve i zahtjeve za očuvanje kratkoročne i dugoročne likvidnosti banaka, nastoji smanjiti korištenje financijske poluge od strane banaka itd., dok kroz pondere rizičnosti favorizira plasmane državi, a destimulira plasmane poslovnome sektoru. Pritom svakako treba spomenuti i učinke straha od regulative Basel III te aktualne prakse restriktivnoga propitkivanja zdravlja europskih banaka koji iako doprinose budućoj financijskoj stabilnosti, danas praktično onemogućavaju veću kreditnu aktivnost banaka.

U Hrvatskoj je prisutno opće stajalište da kanal kamatnjaka HNB-a tipično ne djeluje, jer nije djelovao u pretkriznome razdoblju tipičnom po značajnom uvozu jeftine likvidnosti iz inozemstva. Međutim, snižavanje stope obvezne rezerve, spuštanje eskontne stope (a time i visine stope zakonske zatezne kamatne od lipnja 2011.) te praksa aktualne nulte-kamatne stope na prekonocne depozite banaka kod središnje banke, ipak pridonose niskoj cijeni zaduživanja na novčanom/međubankovnom tržištu, kao i određenim učincima na smanjenje kratkoročnih i dugoročnih kamatnjaka na kredite poduzećima i stanovništvu. S druge strane, zbog sidra tečaja i tradicionalne ovisnosti hrvatskoga bankovnog sektora o inozemnome financiranju, domaći kamatnjaci su bitno

određeni niskom cijenom zaduživanja i stabiliziranjem financijske situacije u eurozoni, odnosno likvidnosnim učincima spuštanja referentnih kamatnjaka ECB-a (te posljedično vrlo niskim EURIBOR-om kao referentne kamatne stope za brojne domaće banke u većinskome stranom vlasništvu, ali i dužnike banaka kod kojih je visina kamatnjaka tržišno indeksirana kretanjem EURIBOR-a). Istodobno mogućnosti zaduživanja banaka kod HNB-a tradicionalno su ograničene, izrazito kratkoročne (uglavnom prekonodne, s izuzetkom problematičnih banaka koje moguće koriste olakšice u izvršavanju obvezne pričuve) te skupe (5 % godišnje u travnju 2014., a ranijih godina daleko više) pa kamatna stopa na lombardni kredit HNB-a ne predstavlja referentnu stopu za zaduživanje bankovnoga sustava (slika 2.).

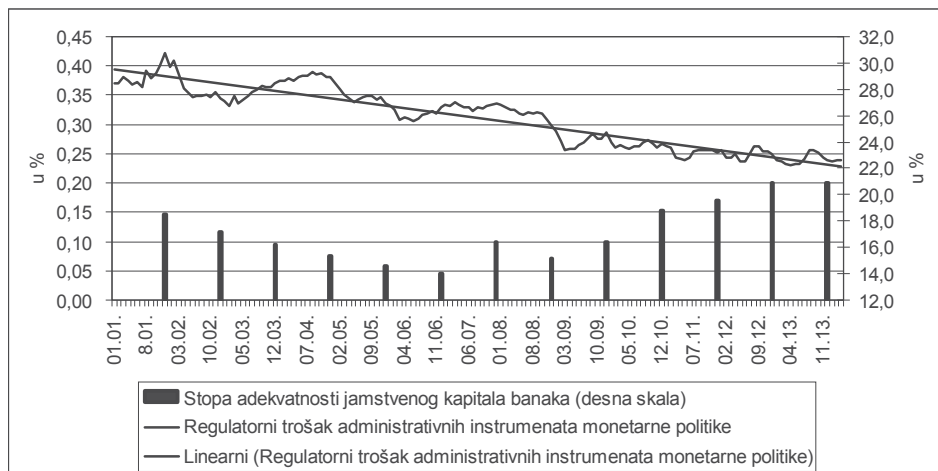
Operacije kreditiranja banaka putem tjednih obratnih repo operacija HNB ne koristi od listopada 2009. (jer zbog visoke likvidnosti za njima nema potrebe), dok središnja banka smatra da ne postoji opravdanje za korištenje operacija na otvorenome tržištu kroz izravnu kupnju (otkup) državnih ili drugih vrijednosnica od banaka (zbog rizika gubitka neovisnosti središnje banke, neželjenih učinaka na deprecijacijske pritiske i straha javnosti od inflacije, radi sprječavanja okolnosti za daljnji rast proračunskoga deficita i javnoga duga, kao i neizvjesnih učinaka takvih mjera kvantitativnoga labavljenja na prenošenje likvidnosti iz bilanca banaka u bilance drugih financijskih institucija i realnu ekonomiju). Dodatno, središnja banka je tijekom većega dijela razdoblja recesije odbijala korištenje izravnih mjera selektivnoga (namjenskoga) kreditiranja banaka, odnosno usmjeravanja likvidnosti prema poduzećima i izvoznicima kao poslovnim aktivnostima koje mogu pridonijeti gospodarskome rastu, dok ranije neizravno usmjeravanje likvidnosti preko poslovnih banaka i HBOR-a zbog otežanih birokratskih procedura (i nedovoljne zainteresiranosti banaka) nije rezultiralo bitnim učincima. Međutim, određeni pomak ostvaren je u studenome 2013. kada je uz sniženu stopu obvezne rezerve dio obveznih rezervi konvertiran u obvezne blagajničke zapise koje je HNB spreman postupno otkupiti od banaka pod uvjetom da one u dvostrukome iznosu kreditiraju nefinancijska poduzeća. Za očekivati je da će spomenuti instrument polučiti barem dijelom željenih rezultata, ali pod pretpostavkom da se ne radi o kreditiranju neefikasnih javnih poduzeća i uvoznika, nego izvoznika i poduzetnika u prosperitetnim djelatnostima ponajprije privatnoga sektora.



## 5. IZOSTANAK MONETARNE MULTIPLIKACIJE U UVJETIMA NIŽEGA REGULATORNOG TROŠKA

Niža stopa obvezne rezerve i minimalno potrebnih deviznih potraživanja te ukidanje granične obvezne pričuve bitno su smanjili regulacijski trošak administrativnih instrumenata monetarne politike od listopada 2008. do danas (slika 6.). S druge strane, nasuprot nižem trošku monetarne regulacije koji bi trebao potaknuti kreditnu aktivnost, kroz povećanje minimalne stope adekvatnosti kapitala banaka s 10 % na 12 % u ožujku 2010., usporedno je povećan regulatorni trošak prudencijalnih mjera HNB-a, što pak ima destimulativne učinke na rast plasmana banaka, a čemu su dodatno pridonijela i druga prilagođavanja za primjenu regulative Basel III i konzervativniji okviri za upravljanje kreditnim rizikom banaka, likvidnosnim rizikom (održavanje minimalnoga koeficijenta likvidnosti od 2010.) i različite druge prudencijalne mjere. Takve prudencijalne mjere poželjne su s aspekta očuvanja financijske stabilnosti te ublažavanja negativnih učinaka materijalizacije ranije akumuliranih sistemskih rizika u bankovnome sustavu, ali u postojećim okolnostima ograničavaju domet utjecaja monetarne politike, zbog čega popisu procikličnoga ponašanja

Slika 6. Regulatorni trošak monetarnih i prudencijalnih instrumenata



\* Regulatorni trošak administrativnih instrumenata monetarne politike uključuje obračunatu obveznu pričuvu, dodatne obvezne depozite banaka kod HNB-a (graničnu obveznu pričuvu, obvezno upisane blagajničke zapise i sl.) i inozemnu aktivu banaka (koja se odnosi na održavanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja).

Izvor podataka: HNB.

kredita banaka, financijske poluge (inozemnoga zaduživanja) i cijena nekretnina, svakako treba dodati i procikličnost ponašanja prudencijalne regulacije (iako ona za buduću krizu danas želi stvoriti okvir za protuciklično djelovanje).

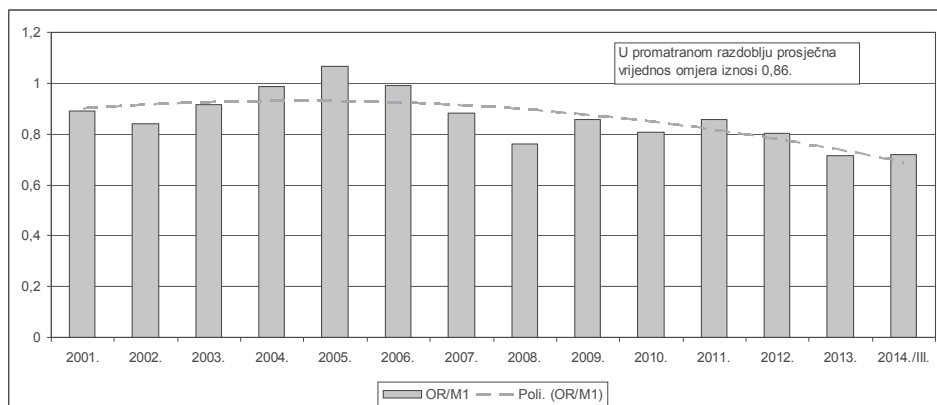
Uz nižu kreditnu aktivnost banaka nakon 2009. godine i istodobni daljnji rast međunarodnih pričuva (uključujući učinke inozemnoga zaduživanja države i poduzeća), smanjena je ovisnost stabilnosti monetarnoga sustava (deviznoga tečaja) o visokim obveznim pričuvama banaka, što je omogućilo smanjenje tradicionalno visoke pokrivenosti novčane mase ukupnom obveznom rezervom, koja se u razdoblju od 2004. do 2006. kretala na razini oko 100 % (slika 7.). Međutim, gledano kroz pokazatelj monetarnoga multiplikatora  $M1/M0$ , čija se vrijednost od 2009. godine do danas nalazi na razini nižoj od 1, sustav u pojedinim kanalima bilježi obilježje monetarne redukcije (slika 8.) pa se teško oduprijeti utisku da je monetarna politika i dalje u određenoj mjeri restriktivna (barem onoliko koliko je potrebno za očuvanje stabilnosti deviznoga tečaja). S druge strane, zbog specifičnih obilježja hrvatskoga monetarnog sustava, visina monetarnoga multiplikatora (reduktora) nije dobar pokazatelj karaktera monetarne politike (može dovesti do krivih zaključaka), a osim toga dijelom je i pod utjecajem autonomnih monetarnih tijekova na koje središnja banka ne može djelovati (smanjenje transakcijskoga novca u optjecaju mjerjenoga agregatom  $M1$ , posebno u razdoblju od 2009. do 2012.).

Među čimbenicima koji posebno pridonose pojavi monetarnoga reduktora treba izdvojiti:

- 1) veći dio devizne obvezne pričuve koja se od siječnja 2009. izvršava u kunama (te stoga ulazi u primarni novac, za razliku od izdvojene devizne obvezne pričuve koja nije dio primarnoga novca), a čime središnja banka korigira „neželjene“ učinke oslobođene obvezne pričuve na slabljenje domaće valute
- 2) iako sniženu i dalje visoku obveznu pričuvu koja se obračunava na glavninu izvora sredstava banaka (praktično sve osim kapitala te pojedinih stavaka koje su izuzete)
- 3) rast depozita nebankarskih subjekata koji ne ulaze u novčanu masu (posebno u razdoblju stimulativnih pasivnih kamatnjaka tijekom 2009. i 2010., ali i kasnije) - vezano uz promjene u obrascima ponašanja građana i drugih nebankarskih subjekata u pogledu štednje i držanja oročenih (deviznih) depozita u godinama neizvjesnosti (neizvjesnost koja odgađa odluke o potrošnji i investicijama i uzrokuje „čekanje“ kroz držanje neaktivne štednje)
- 4) te smanjenu kreditnu aktivnost banaka zbog čimbenika ograničenja na strani ponude i potražnje za kreditima - a na koje u uvjetima krize sre-

dišnja banka može tek djelomično utjecati, odnosno potrebne su daleko agresivnije mjere kako bi se ostvario željeni rast kreditnih i monetarnih agregata (dok zbog izloženosti banka majki, ali i banka kćeri, rastu kreditne aktivnosti u Hrvatskoj dovoljno ne pridonosi niti mogućnost jeftinoga kreditiranja banaka u eurozoni).

Slika 7. Pokrivenost novčane mase M1 obračunatom obveznom rezervom, na kraju godine



\* Iznos ukupne obvezne rezerve uključuje obračunatu obveznu rezervu i druge obvezne depozite banaka kod HNB-a. Drugi obvezni depoziti banaka kod HNB-a uključuju graničnu obveznu pričuvu, posebnu obveznu pričuvu, obvezne blagajničke zapise i slično.

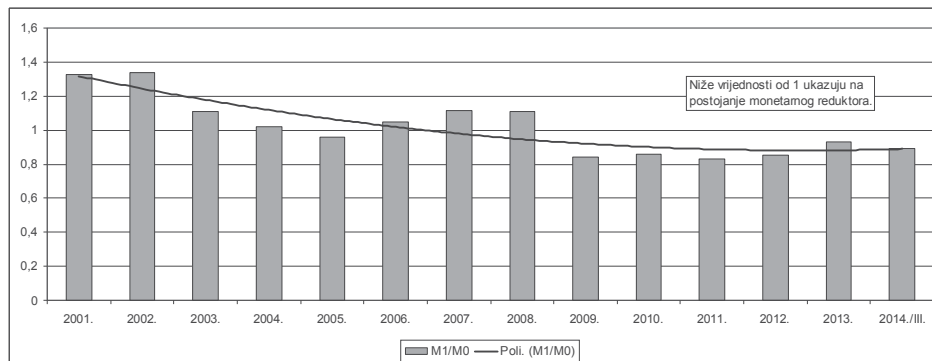
\*\* Mjereno omjerom OR/M1, restriktivniji monetarni uvjeti vidljivi su od 2004. do 2006. (najznačajnije tijekom 2005. kada je iznos ukupnih obveznih rezervi prešao više od 100 % novčane mase) te u 2009. (zbog značajnoga smanjenja novčane mase) i 2011. godini.

Izvor podataka: HNB.

S obzirom da Hrvatska već šestu godinu prolazi kroz razdoblje recesije, od HNB-a se očekuje odlučna i agresivna kontraciklična monetarna politika (umjesto politike otpuštanja na jednoj strani i zatezanja na drugoj strani) te formiranje stabilnih i izvjesnih okvira kroz koje bi veća likvidnost banaka pridonijela i boljim financijskim uvjetima realnoga sektora. To je moguće postići klasičnim kanalima dodatne emisije primarnoga novca kroz operacije otkupa vrijednosnica od banaka, uključujući otkupe kratkoročnih vrijednosnica poduzeća pokrivena potraživanjima od izvoza te državne vrijednosnice koje dospijevaju u roku tri godine (a gdje cilj takvih intervencija može biti znatno širi – od restrukturiranja i smanjenja tereta otplate javnoga duga do posredničke uloge banaka u motiviranju mirovinskih fondova da svoja postojeća ulaganja u državne obveznice zamijene većim ulaganjima u vlasničke vrijednosnice

poduzeća te alternativne investicijske fondove kao mogući izvor vlasničkoga financiranja novih poduzetničkih pothvata).

Slika 8. Monetarni multiplikator  $M1/M0$ , na kraju godine



Izvor podataka: HNB.

Dodatno, ekspanzivni učinci mogu se postići kroz cjenovno vrlo povoljno i dugoročnije kreditiranje banaka (do tri godine, uključujući i selektivne kredite), ali gdje bi postojao smisao takvih operacija jedino ako se istodobno uvjetuje korištenje viškova likvidnosti banaka za poželjne namjene - prije svega kreditiranje novih investicija, veće zapošljavanje i rast izvoza poduzeća. (S obzirom na neminovnost precijenjenosti domaće valute, izvoznici bi trebali imati mogućnost zaduživanja uz „negativne kamatne stope“, a gdje bi trošak takvih transakcija pokrili prihodi središnje banke kojoj bi trebalo biti važno da Hrvatska veći priljev deviza ostvari kroz izvoz, a ne inozemno zaduživanje.) Međutim, opisani kanali *ex nihilo* emisije primarnoga novca i dalje će biti ograničeno primjenjivi u slučaju nastavka politike stabilnoga (gotovo fiksnoga) deviznog tečaja i raspoloženje javnosti koja takvo stanje podržava. Raspoloživ instrumentarij monetarne politike u Hrvatskoj stoga se i dalje svodi na upravljanje obveznim pričuvama banaka - iako su one dosad već prilično iskorišten mehanizam i manje raspoložive za kontraciklično djelovanje uz istodobno sprječavanje deprecijacijskih pritisaka u slučaju produženoga trajanja recesije.

Kako hrvatsko gospodarstvo ne pokazuje znakove skoroga oporavka, a upitno je koliko će njemu pridonijeti i članstvo u EU te budući ekonomski rast eurozone, mogućnosti daljnjeg kontracikličnoga djelovanja određene su nužnim strukturnim promjenama koje će smanjiti pritisak previsokih javnih rashoda (na središnjoj i lokalnoj razini), povećati učinkovitost korištenja svih resursa te onemogućiti postojanje administrativnih zapreka investicijskim

i poduzetničkim aktivnostima. S druge strane mogućnosti kontracikličnoga djelovanja definirane su i pronalaskom optimalne ravnoteže u izboru (trade off-u) između:

- 1) odlučnoga i jasnoga monetarnog labavljenja uz ciljanje snažnijega rasta monetarnog agregata M1 te toleranciju nešto veće kratkoročne inflacije (vezane uz kratkoročne deprecijacijske učinke) kako bi krediti i restrukturiranja imovine banaka i drugih financijskih institucija potakli „stvaralačko razaranje“ postojećih loših struktura i pokrenuli nove poslovne kombinacije (Ivanov i Santini, 2011.), a uz nominalne efekte veće likvidnosti (pa i novčane iluzije) djelovali na rast pozitivnih poslovnih očekivanja
- 2) te alternativno interne devalvacije – kroz snižavanje prosječne cijene rada te deflacijski pritisak na tržištu roba i usluga, nekretnina i slično uz zadržavanje stabilnosti nominalnog deviznoga tečaja.

Ekonomski gledano, kroz nizak udio izvoza u BDP-u te teret euroiziranih dugoročnih dugova uvećanih za kamate, kao i učinke deprecijacije/uvoznih cijena na realnu kupovnu moć dohodaka građana, optimalno rješenje je više na strani strukturnih reformi i interne devalvacije, a znatno manje na strani tolerancije prema snažnoj monetarnoj ekspanziji i slabljenju (iako precijenjene) domaće valute. Međutim, takav izbor je opravdan jedino pod pretpostavkom da se strukturne reforme i interna devalvacija mogu provesti u dogledno vrijeme - skoro, ali što je vrlo teško postići s obzirom na postojeću „snagu otpora“ utjelovljenu u: visokome stupnju pregovaračke moći sindikata i „socijalne osviještenosti“ građana, rigidnosti radnog i drugog zakonodavstva, interesima političkih stranaka i državne birokracije te „nemogućnosti“ smanjenja većega dijela javnih rashoda. Zbog toga, rješenja treba tražiti i u domeni agresivnije i odlučne kontraciklične monetarne politike, a kako bi se monetarnim šokom sustav izbacio iz postojećega stanja mrtvila, čekanja i neizvjesnosti u kojemu se nalazimo već duže vrijeme.

## 6. ZAKLJUČAK

Iako se s pravom može reći da je tijekom krize monetarna politika HNB-a bila kontraciklična i time dijelom ublažila negativne učinke dugogodišnje recesije, njen manevarski prostor uvijek je bio i ostao ograničen strategijom očuvanja stabilnosti deviznoga tečaja i kvazi valutnoga odbora, kao polugama za postizanje stabilnosti cijena i ukupne financijske stabilnosti u maloj, otvorenoj i visoko euroiziranoj zemlji. Navedeno je posebno dolazilo do izražaja na sa-

mome početku globalne financijske krize i prvoj polovini 2009. godine kada je (unatoč razvoju recesije, zaustavljanju kreditne aktivnosti te snažnome padu BDP-a) monetarna politika imala restriktivna obilježja, a slične iako daleko blaže situacije restriktivnoga djelovanja zabilježene su i kasnije kroz kratka razdoblja izraženijega deprecijacijskog pritiska, a koji je u oba slučaja bio vezan uz nepovoljne promjene neto-priljeva deviza u transakcijama s inozemstvom.

Od 2010. godine monetarna politika ima više vidljiva obilježja ekspanzivnoga djelovanja, koje se odražava u stvaranju visokih viškova likvidnosti banaka i održavanju niskih kamatnjaka na novčanome tržištu, a za kreditne politike banaka znači bitno smanjen regulacijski trošak administrativnih monetarnih instrumenata poput obvezne pričuve i minimalno potrebnih potraživanja. Međutim, slično kao i u brojnim drugim zemljama, domet utjecaja kontraciklične monetarne politike HNB-a ostao je sužen čimbenicima ograničenja na strani ponude i potražnje za kreditima, a koji se u oba slučaja javljaju kao posljedica nepovoljnoga makroekonomskog okruženja za domaće i strane investicije, kao i stanja neizvjesnosti koje odgađa donošenje odluka o kreditiranju/zaduživanju, potrošnji i investicijama, a stimulira rast štednje i kumuliranje zaliha „rezervi za crne dane“.

Pred monetarnom politikom se stoga nalazi izazov odlučnijega i agresivnijega monetarnog djelovanja uz uvjetovanu namjenu korištenja stvorenih viškova likvidnosti banaka za one aktivnosti koje mogu pridonijeti većem korištenju razvojnih potencijala hrvatske ekonomije te istodobno kroz izveznu aktivnost pridonijeti zdravome izvoru deviza, a ne kao u dosadašnjoj povijesti kumuliranju međunarodnih pričuva na temelju rasta inozemnoga duga banaka, poduzeća i države.

## LITERATURA

- Aizenman, J. (2013): „The Impossible Trinity - from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma”, *Global Journal of Economics*, Vol. 2, Issue 1, March; dostupno na: <http://economics.ucsc.edu/research/downloads/quadrilemma-aizenman-11.pdf> (1. 3. 2011.).
- Aizenman, J.; Ito, H. (2012): „Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility“, *NBER Working Paper Series*, No. 17806, dostupno na: <http://www.nber.org/papers/w17806> (2. 6. 2014.).
- Angelini, P.; Nicoletti-Altamari, S., Visco, I. (2012a): „Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade offs, Banka d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza/Occasional Papers*, November.

- Angelini, P.; Neri, S.; Panetta, F. (2012/b): „Monetary and macroprudential policies“, ECB, *Working Paper Series*, No 1449, July.
- Bokan, N.; Gregurić, L.; Krznar, I.; Lang, M. (2010.): „Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj“, *Istraživanja*, I-25, veljača.
- Bacchetta, P.; Benhima, K.; Kalantzis, Y., (2012): „Capital Controls with International Reserve Accumulation: Can this Be Optimal?“, *Banco Central de Reserva del Perú*.
- Dumičić, M.; Krznar, I.: (2012.): „Financijski uvjeti i gospodarska aktivnost“, *Istraživanja*, I-35, ožujak.
- Habermeier, K.; Kokenyne, A.; Baba, Ch., (2011): „The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows“, *IMF*, 2011.
- Hanson, S. G.; Kashyap, A.; Stein, J. C., (2011): “Macroprudential Approach to Financial Regulation”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 25, Number 1, pp. 3–28.
- HNB (2014/a): Statistički pregled, *Bilten*, br. 203, Hrvatska narodna banka, svibanj.
- HNB (2014/b): „Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija“, dostupno na: [http://www.hnb.hr/supervizija/pokazatelji/kvaliteta\\_aktivne/h-kvaliteta-kredita-po-sektorima.xls](http://www.hnb.hr/supervizija/pokazatelji/kvaliteta_aktivne/h-kvaliteta-kredita-po-sektorima.xls) (1. 7. 2014.).
- HNB (2014/c): „Izvyješće članova Misije MMF-a o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a“, dostupno na: <http://www.hnb.hr/mmf/clanak-iv/2014/h-Article-IV-23-04-14.pdf> (2. 6. 2014.).
- Ivanov, M.; Santini, G. (2011.): „Uloga dopunskog kredita u poticanju poduzetničke aktivnosti i ekonomskog razvoja“, *Ekonomija/Economic*, god.18, br. 2, Rifin, Zagreb, str. 233.-269.
- Iwata, S.; Wu, S. (2006): “Estimating monetary policy effects when interest rates are close to zero”, *Journal of Monetary Economics*, 53 (2006), pp. 1395-1408.
- Ljubaj, I. (2012.): „Ocjena utjecaja monetarne politike na kredite stanovništvu i poduzećima: FAVEC pristup“, *Istraživanja*, I-35, HNB, siječanj.
- Maggi, B.; Cavallaro, E.; Mulino, M. (2012): “The Macrodynamics of External Overborrowing and Systemic Instability in a Small Open Economy”, *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, Volume 16, Issue 2, April, pp. 1558-3708.
- Mishkin F. S. (2009): “Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis?”, *NBER Working Paper*, No. 14678, January.
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C.; Taylor, A. M. (2010): “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, April, pp. 57-94.
- Radošević, D. (2013.): “Financijalizacija periferije Evropske unije, kapitalne kontrole i platna bilanca”, *Ekonomija/Economics*, god. 20, br. 1, Rifin, Zagreb, str. 131.-153.
- Takáts, E. (2012): “Countercyclical policies in emerging markets”, *BIS Quarterly Review* June, pp. 25-31.
- Tržište novca Zagreb (2009.): „Kamatne stope u veljači 2009.“; dostupno na: <http://www.trzistenovca.hr/Home/TrgovanjeMjesecRokTrzisteKamatneStope?godina=2009&mjesec=2> (1. 7. 2014.).
- Wolf, H. C.; Ghosh, A. R.; Berger, H.; Gulde, A. (2008): „*Currency Boards in Retrospect and Prospect*“, MIT Press, 2008.