

IZBOR STRATEGIJE I OGRANIČENJA MONETARNE POLITIKE U MALIM I OTVORENIM GOSPODARSTVIMA

Marijana IVANOV*

Prema koncepciji tzv. nemogućeg trojstva (trokuta), u isto vrijeme nije moguće koristiti tri varijable makroekonomske politike: 1) fiksni tečajni režim, 2) slobodne međunarodne tokove kapitala i 3) samostalnu aktivnu monetarnu politiku. Međutim, kako su uvjeti slobode međunarodnih tokova novca i kapitala danas uglavnom globalno prihvaćeni, praktično postoji „nemoguće dvojstvo“, tj. izbor između: 1) fiksnog tečaja i ograničenja u vođenju monetarne politike ili 2) fleksibilnog tečaja i aktivnije monetarne politike, što praktično podržavaju strategije ciljanja monetarnih agregata, ciljanja inflacije i strategije bez eksplicitnog nominalnog sidra monetarne politike. U kontekstu navedenog u radu su analizirane različitosti monetarnih strategija i režima deviznog tečaja te ograničenja manevarskog prostora monetarne politike u malim i otvorenim zemljama, zbog kojih su, posebice visoko euroizirane zemlje sa slabije razvijenim institucijama i financijskom strukturom, izabrale model nominalnog sidra deviznog tečaja. Nasuprot tome zemlje koje ne karakterizira sklonost euroizaciji, koje imaju razvijeniji financijski sustav, dok inflacijska očekivanja javnosti nisu usmjerena na devizni tečaj, radije koriste eksplicitno ciljanje inflacije ili praksu neformalnog implicitnog ciljanje inflacije u srednjem i dugom roku, gdje aktivno vođenje samostalne monetarne politike nije sputano režimom fiksnog deviznog tečaja.

Ključne riječi: monetarna strategija, ciljanje inflacije, nominalno sidro deviznog tečaja

* Prof. dr. sc. Marijana Ivanov, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Hrvatska

1. UVOD

Složenost sustava provođenja monetarne politike očituje se u korištenju intermedijarnih ciljeva i instrumenata kojima se djeluje na ostvarivanje krajnjih ciljeva, što je najčešće stabilnost cijena, a u širem smislu može uključiti visoku zaposlenost, ekonomski rast i financijsku stabilnost. Krajnji ciljevi monetarne politike javno su objavljeni i definirani zakonskom regulativom koja određuje odgovornost središnje banke. Nasuprot tome intermedijarni ciljevi mogu, ali i ne moraju biti javno objavljeni. Intermedijarni ciljevi ugrađuju se u strategiju vođenja monetarne politike zato jer su osjetljiviji na instrumente monetarne politike, služe za povećanje djelotvornosti monetarne politike u ostvarivanju krajnjih ciljeva (stabilnosti cijena ili visoke zaposlenosti), a mogu se koristiti i u svrhu provjere „zbivaju li se promjene u novčanom sustavu u smjeru ostvarenja krajnjeg cilja/ciljeva“ (Lovrinović i Ivanov, 2009).

Javno iskazivanje intermedijarnih ciljeva posebno dolazi do izražaja kod monetarnih strategija koje se oslanjaju na korištenje eksplicitnih nominalnih sidara, kao nominalnih varijabli kojima se sidre inflacijska očekivanja javnosti i promoviraju niske stope inflacije. Navedeno uključuje monetarne strategije: ciljanje monetarnih agregata, ciljanje kratkoročnog nominalnog kamatnjaka, ciljanja deviznog tečaja, ciljanje inflacije, a u teorijskom smislu također i ciljanje razine nominalnog BDP-a (kroz kombinaciju utjecaja na cijene i realni output).

Alternativno središnje banke mogu koristiti monetarnu strategiju bez eksplicitnog nominalnog sidra, u smislu da ne koriste jednu službeno objavljenu varijablu preko koje sidre inflacijska očekivanja javnosti i održavaju stabilnost cijena, nego koriste veći broj informativnih i intermedijarnih varijabla koje predstavljaju implicitna nominalna sidra te ne obvezuju središnje banke na dosljednu strategiju vođenja monetarne politike. Monetarna strategija bez korištenja eksplicitnog nominalnog sidra zastupljena je u praksi Sustava federalnih rezervi, Europske središnje banke, Banke Japana itd., što redom uključuje središnje banke velikih gospodarstava koja imaju određena obilježja samodovoljnosti i obrambene mehanizme zaštite od eksternih šokova, zbog kojih su drugačije ovisna o globalnim tokovima te zbog kojih se na parcijalnim segmentima svjetskog tržišta javljaju u ulozi „kreatora svjetskih cijena i kamatnjaka“ te se bitno razlikuju od malih i otvorenih zemalja koje se javljaju u ulozi „preuzimatelja svjetskih cijena i kamatnjaka“.

U praksi malih i otvorenih zemalja najzastupljenija je primjena monetarne strategije sidra deviznog tečaja. Kod dijela zemalja ona ima obilježja eksplicitnog nominalnog sidra (npr. sustav valutnog odbora i drugi režimi fik-

snog tečaja), a kod dijela zemalja predstavlja svojevrsno implicitno nominalno sidro monetarne politike. Strategiju ciljanja monetarnih agregata koristi tek manji broj uglavnom slabije razvijenih zemalja sa nerazvijenim financijskim sustavom, dok razvijenije te prostorno i ekonomski snažnije male i otvorene zemlje koriste strategiju ciljanja inflacije. Radom se želi istražiti pozitivna i negativna obilježja primjene svake od nabrojanih strategija, vodeći računa o različitosti ekonomija i financijskih sustava zemalja koje su se opredijelile za izbor određene strategije, kao i o izboru režima deviznog tečaja koji može predstavljati važan faktor ograničenja u vođenju monetarne politike u malim i otvorenim zemljama.

2. CILJANJE MONETARNIH AGREGATA

Ciljanje monetarnih agregata uključuje službenu objavu i ciljanje stope rasta (raspona stopa rasta) određenog monetarnog agregata M0, M1, M2 ili M3, a što je tijekom 70-ih godina prošlog stoljeća predstavljalo učestalo korištenu monetarnu strategiju u praksi razvijenih zemalja. Ciljanje monetarnih agregata temelji se na Friedmanovoj tezi da središnja banka može kontrolom ponude novca djelovati na opću razinu cijena i inflacijska očekivanja javnosti, dok se održavanjem konstantnih stopa monetarnog rasta (npr. monetarnog agregata M1 na razini koja prati ekspanziju u realnoj sferi gospodarstva) mogu spriječiti zaokreti prema „čas ekspanzivnoj, čas restriktivnoj“ monetarnoj politici.

Strategija može biti uspješna ako šokovi dolaze iz realne sfere gospodarstva (promjene investicija, potrošnje itd.), ali može biti neprihvatljiva ako šokovi dolaze iz monetarnog i financijskog sustava uzrokujući nestabilnost potražnje za novcem. Naime, prihvaćenjem pravila o ciljanju stope rasta ponude novca, središnja banka gubi kontrolu nad kretanjem kamatnjaka jer se oni mijenjaju pod utjecajem promjena potražnje za novcem na koju središnja banka ne može djelovati. To ujedno znači mogući gubitak kontrole nad kanalima monetarne transmisije koji su ovisni o promjenama kamatnjaka kao cijene novca i kredita, dok volatilnost kamatnjaka može polučiti veću nestabilnost u financijskom sustavu.

Najveći problem strategije ciljanja monetarnih agregata predstavljala je slaba, nekontinuirana i nepouzdana veza između varijable na koju se željelo djelovati (stabilnost cijena, zaposlenost i ekonomski rast) i ciljanog monetarnog agregata (npr. M0, M1 ili M3). Tome su u zadnjih tridesetak godina posebno pridonijeli faktori koji se odražavaju na nestabilnost ili nepredvidivost brzine optjecaja novca i potražnje za novcem, uključujući: različite financijske ino-

vacije koje su naglasile ulogu nebankovnih financijskih institucija i instrumenata; mogućnosti automatskog korištenja okvirnih kredita banaka; promjene potražnja za financijskim i realnim oblicima imovine kao alternative držanju novca; sloboda prekograničnih tokova novca i kapitala; prociklično ponašanje banaka; propisi iz domene nadzora i regulacije banaka koji se odražavaju na kreditne politike banaka itd. Sve navedeno razlog je zbog kojeg središnje banke u razvijenim zemljama i razvijenijim zemljama u razvoju radije koriste druge monetarne strategije, kao što su ciljanje inflacije i nominalno sidro deviznog tečaja ili pak koriste strategiju bez javno objavljenog eksplicitnog sidra (tzv. implicitno nominalno sidro) orijentirajući se na veći broj operativnih varijabla među kojima svakako važno mjesto imaju kamatnjaci na novčanom tržištu i razina viškova likvidnosti banaka.

Prema MMF-ovoj klasifikaciji (IMF, 2011), strategija ciljanja monetarnih agregata danas postoji isključivo u slabije razvijenim zemljama u razvoju i nekim zemljama tržišta u nastajanju, a koje ujedno karakterizira nerazvijen ili slabo razvijen financijski sustav (vidjeti također Hammond et al., 2009). S obzirom na režim deviznog tečaja navedeno konkretno uključuje zemlje s relativno fleksibilnim deviznim tečajem koji je dominantno tržišno određen, iako i u tim zemljama središnje banke ponekad djeluju na tečaj putem deviznih intervencija s ciljem ispravljanja neravnoteža u bilanci plaćanja (Afganistan, Kenija, Madagaskar, Mozambik, Tanzanija i Uganda). Dodatno, strategija ciljanja monetarnih agregata postoji i u manjem broju zemalja sa svojevrsnom praksom upravljanja deviznim tečajem (tzv. rezidualna skupina prema novoj klasifikaciji MMF-a, IMF, 2011) u koje ulaze Nigerija, Gvineja, Paragvaj i Jemen. Pri tome dio zemalja koje formalno navode praksu ciljanja monetarnih agregata praktično koristi sidro deviznog tečaja (IMF, 2011), što je kompatibilno s de facto primjenom relativno fiksnih deviznih tečajeva u aranžmanu stabilne marže fluktuacije do 2% (u slučaju Pakistana i Ukrajine) ili tečaja u režimu puzećeg prilagođavanja (u slučaju Argentine, Bangladeša, Kine, Ruande). Gotovo sve spomenute zemlje karakterizira veća stopa inflacije u odnosu na razvijene zemlje, ali to se ne može vezati uz izbor monetarne strategije nego uz strukturalna obilježja njihovih gospodarstva, uključujući nerazvijenu institucionalnu, ekonomsku i financijsku strukturu.

3. EKSPPLICITNO CILJANJE INFLACIJE

Pri stranost prema inflaciji danas se tipično tretira kao trošak koji se nepovoljno odražava na funkcioniranje tržišta, pogoduje preferenciji kratkog u

odnosu na dugi rok te može pridonijeti donošenju suboptimalnih odluka o investiranju, potrošnji i štednji. U okolnostima kada dugovi nisu indeksirani, inflacija pogoduje dužnicima i ide na štetu vjerovnika, što mogu biti banke kao nositelji potraživanja po danim kreditima (ako oni nisu indeksirani npr. korištenjem indeksa potrošačkih cijena), ali i radnici i umirovljenici kojima se smanjuje realni dohodak, država koja kroz poreze ubire realno manje vrijedne prihode itd., dok se kao kratkoročni „profiteri“ inflacije eventualno javljaju poduzeća i primatelji dohotka od kapitala, jer u kratkom roku prihodi poduzeća rastu brže od „ljepljivih“ rashoda (eksplicitni i implicitni ugovori s dobavljačima i radnicima zbog kojih su prema keynesijanskoj teoriji cijene i nadnice manje fleksibilne), što može pridonijeti rastu profita poduzeća, ali i polučiti neželjene efekte preraspodjele realnog dohotka - na štetu dohotka od rada i u korist dohotka od kapitala.

Iako ekspanzivna monetarna politika može biti djelotvorna u kratkom roku - kada je moguć *trade-off* između nezaposlenosti i inflacije, upitan je smisao vođenja previše ekspanzivne politike ako ona u „dugom roku“ (kada javnost postane racionalna i ugradi inflacijska očekivanja u cijenu proizvoda i faktora proizvodnje) rezultira rastom inflacije bez željenih učinaka na rast realnog outputa. Pri tome, otvorena pitanja predstavljaju: 1) vremensko razgraničenje u smislu kada konkretno počinje dugi rok (za pet godina ili za dvanaest do osamnaest mjeseci); 2) u kojoj mjeri su očekivanja javnosti racionalna (čak i onda kada su usidrena na određene sidrene varijable) te 3) u kojoj mjeri cijene i plaće mogu biti fleksibilne, tj. koliko su one ljepljive zbog različitih administrativnih zakonskih ograničenja i/ili prešutnih sporazuma između nositelja ponude i potražnje za radom, dobavljača i kupaca, banaka i njihovih klijenata itd.

Ciljanje inflacije i nominalno sidro deviznog tečaja pokazali su se kao učinkovitije strategije za promociju očekivanja niske i stabilne stope inflacije jer povećavaju odgovornost središnje banke i smanjuju vjerojatnost vremenski nekonzistentne monetarne politike. Dodatno, radi se o korištenju nominalnih varijabla koje su relativno lako razumljive javnosti te koje transparentno oslikavaju uspješnost središnje banke u postizanju ciljeva. Pri tome primjena obiju monetarnih strategija zahtijeva visok stupanj kredibiliteta i neovisnosti središnjih banaka (neovisnost cilja i neovisnost instrumenata) kako kratkoročni pritisci političara (vlada zainteresiranih za poticanje ekonomskog rasta i zaposlenosti) ne bi ugrozili postizanje stabilnosti cijena u srednjem i dugom roku.

Eksplicitno ciljanje inflacije podrazumijeva monetarnu strategiju kod koje središnja banka javno objavljuje numeričku vrijednost ciljane stope inflacije u narednoj godini (i naredne tri godine) uz eventualno dopušten raspon oscilaci-

je npr. +/-1 postotni poen. Pri tome stabilnost cijena predstavlja glavni cilj monetarne politike, a koji je hijerarhijski nadređen svim drugim ciljevima kao što su održiv ekonomski rast i zaposlenost. Tipično se institucionalizira kroz memorandum između vlade (ministra financija) i središnje banke o obvezivanju središnje banke na postizanje numerički definirane ciljane stope (raspona stopa) inflacije. Navedeno podrazumijeva različite oblike odgovornosti središnje banke ili osobne odgovornosti guvernera u slučajevima kada ciljana vrijednost stope inflacije nije ostvarena.

Radi veće transparentnosti i bolje komunikacije s javnošću središnja banka obvezna je objavljivati „izvještaj o inflaciji“ ili neku drugu publikaciju sličnog sadržaja kako bi javnosti prezentirala niz podataka o potezima i planovima nositelja monetarne politike usmjerenim na očuvanje stabilnosti cijena te objasnila razloge zbog kojih se je dogodilo povremeno odstupanje od ciljanih vrijednosti stope inflacije (npr. u slučaju značajnog rasta cijene nafte na globalnoj razini). Dodatno, kako je sidrenje inflacijskih očekivanja javnosti bitan čimbenik uspješnosti strategije ciljanja inflacije, središnje banke koriste i druge komunikacijske kanale kao što su jednostavno pisane brošure sa široku javnost, slikovnice i animirani filmovi za djecu, organizirani edukativni posjeti središnjim bankama itd.. Na taj način stvara se kredibilitet transparentne monetarne politike i odgovorne središnje banke koja nije inflacijski pristrana, suzbija se razvoj inflacijskih očekivanja, dok se kroz komunikaciju s javnošću povećava svijest građana o koristi očuvanja stabilnosti cijena.

Praksu eksplicitnog ciljanja inflacije danas primjenjuje sve veći broj zemalja, iako tek dio njih zaista predstavlja razvijene ekonomske i financijske sustave u kojima nije naglašen problem financijske dolarizacije/euroizacije i/ili ovisnost financijske stabilnosti o očuvanju stabilnosti tečaja, a o čemu uvelike ovisi kontinuitet i uspješnost primjene strategije ciljanja inflacije. Prema MMF-ovoj klasifikaciji (IMF, 2011) praksa eksplicitnog ciljanja inflacije prisutna je u dvije skupine zemalja:

- u zemljama u razvoju koje se mogu ubrojiti u režim relativno fleksibilnog deviznog tečaja (Albanija – ciljane stope inflacije 3%, Brazil – c.s.i. 4,5%, Filipini – ciljani raspon inflacije 3-5%, Kolumbija – c.r.i. 2-4%, Mađarska 3%, Island 2,5%, Indonezija 4-6%, Izrael 1-3%, Meksiko 2-4%, Rumunjska 2-4%, Srbija 3,5-6,5%, Južnoafrička Republika 3-6%, Tajland 3%, Turska 5,5%, Urugvaj 4-6%),
- u razvijenim i razvijenijim zemljama s režimom slobodno plivajućeg deviznog tečaja (Australija ciljani raspon inflacije 1-3%, Kanada 1-3%, Čile 2-4%, Češka Republika 2%, Novi Zeland 1-3%, Norveška 2,5%, Poljska 2,5%, Švedska 2%, Velika Britanija 2%).

3.1. PREDNOSTI I NEDOSTACI CILJANJA INFLACIJE

Ciljanje inflacije karakterizira niz prednosti u odnosu na alternativno ciljanje deviznog tečaja, uključujući: uspješno suzbijanje inflacijskih očekivanja uz istodobnu relativno fleksibilan devizni tečaja, održiv ekonomski rast te aktivnije vođenje monetarne politike unatoč slobodi međunarodnih tokova roba, novca i kapitala (zbog kojih se male i otvorene zemlje javljaju u ulozi preuzimatelja svjetskih cijena međunarodno utrživih dobara, dok su kretanja domaćih kamatnjaka te tokovi kreacije i poništavanja pod znatnim utjecajem priljeva i odljeva deviza). Ciljanje inflacije daje središnjim bankama širi manevarski prostor da se orijentiraju na širi spektar varijabla i kanala monetarne transmisije, uključujući kanal kamatnjaka, kanale bankovnih kredita, kanal deviznog tečaja i druge imovinske kanale, a preko kojih su mogući pozitivni učinci na postizanje održivog neinflatornog rasta i razvoja gospodarstva (Bernanke et al (2001)). Pri tome središnje banke nisu ograničene mehaničkim pravilima za vođenje monetarne politike (kao npr. u slučaju ciljanja deviznog tečaja ili stopa monetarnih agregata) nego uživaju veći stupanj diskrecije koji im omogućava korištenje tržišnih instrumenata monetarne politike s naglaskom na operacije na otvorenom tržištu. Tako na ostvarivanje ciljane stope inflacije središnje banke tipično djeluju promjenama referentnih kamatnih stopa u provođenju jednotjednih ili dvotjednih repo operacija, što predstavlja glavni instrument monetarne politike. Ostali instrumenti kreacije i poništavanja likvidnosti imaju manju važnost i to kako operacije izravne kupnje i prodaje vrijednosnica na otvorenom tržištu tako i devizne transakcije koje (u slučaju de facto, a ne samo de jure ciljanja inflacije) imaju tek pomoćnu ulogu u očuvanju monetarne i financijske stabilnosti. Upravo ovo posljednje predstavlja najznačajniju prednost ciljanja inflacije nad praksom korištenja nominalnog sidra deviznog tečaja.

Na strani kritika strategije ciljanja inflacije najčešće se naglašava njena prevelika rigidnost i nespecificirana diskrecijska prava središnjih banaka, dok specifičan problem mogu predstavljati niže stope ekonomskog rasta i veće fluktuacije proizvodnje koje se javljaju zbog zaokreta prema restriktivnom ili ekspanzivnom djelovanju monetarne politike - ovisno o kratkoročnom odstupanju tekućih pokazatelja inflacijskog pritiska iznad ili ispod ciljane razine. Ovaj problem djelomično rješavaju: 1) praksa eksplicitnog ciljanja inflacije koja ne podržava nultu-stopu inflacije; 2) praksa eksplicitnog ciljanja inflacije koja definira dozvoljeni raspon fluktuacije npr. +/- 1 postotni poen od ciljane vrijednosti stope inflacije (npr. u praksi Bank of England) te 3) praksa neformalnog ciljanja inflacije kod kojeg se stabilnost cijena i numerički definira-

ne stope inflacije odnose isključivo na srednji i dugi rok, ali ne i na kratak rok (npr. u slučaju srednjoročne ciljane vrijednosti HCPI-a praksi ECB). U protivnom dosljednija orijentacija na očuvanje stabilnosti cijena u kratkom roku može postati faktor nestabilnosti u realnoj sferi gospodarstva (Kolasa i Lombardo, 2011) te posljedično narušiti financijsku stabilnost (bilo u smislu neefikasnog prelijevanja štednje u investicije, bilo u smislu pada kvalitete plasmana banaka na koje se povratno odražavaju nepovoljna zbivanja u realnoj sferi gospodarstva).

Ciljanje inflacije ne ovisi direktno o stabilnosti veze između ponude novca i inflacije, što je jedna od najčešće spominjanih prednosti ove strategije u odnosu na ciljanje monetarnih agregata (Mishkin, 2007). Međutim, nakon izbivanja krize 2007./08. navedeno se nerijetko smatra njenim najvećim nedostatkom (i to ne samo u slučaju eksplicitnog ciljanja inflacije nego i u slučaju tzv. neformalnog ciljanja inflacije). Inflacija se ne mora razviti na tržištu dobara i usluga namijenjenih potrošnji (na koje se odnose indeksi potrošačkih cijena kao mjera inflacije), nego se može pojaviti na tržištu imovine, a njima se sve do 2007. središnje banke uglavnom nisu bavile, dok mnoge i danas zastupaju stav da to prelazi okvire njihove odgovornosti. Navedeno podrazumijeva da monetarna stabilnost može biti očuvana iako istodobno dolazi do stvaranja neravnoteža na tržištu bankovnih kredita te tržištima financijske i realne imovine, a one su u novijoj povijesti glavni čimbenici razvoja financijske nestabilnosti. Iako je monetarna stabilnost važna za očuvanje financijske stabilnosti, očito nije dovoljna da bi se spriječila financijska napuhavanja koja destabiliziraju nacionalna tržišta te globalni ekonomski i financijski sustav.

Stvaranju financijskih mjehura na tržištu imovine uvijek pridonosi obilje novca i likvidnosti (npr. kreirane od 2003. do 2005. godine u SAD-u i eurozoni), jer pretjerana monetarna ekspanzija negdje mora rezultirati inflacijskim učincima. Katkada je to zaista tržište roba i usluga namijenjenih potrošnji, a katkada tržište nekretnina, dionica, zlata, financijskih izvedenica itd. koja ekspandiraju, bilo zbog špekulativnih motiva vođenih zaradom, bilo zbog namjera sudionika da zaštite realnu vrijednost ukupnog bogatstva. Pri tome, razmjeri širenja inflacijskih učinaka na tržištu imovine nisu ograničeni samo na nacionalna gospodarstva nego se prelijevaju i na međunarodnoj razini, posebice ako likvidnost dolazi iz područja emisije vodećih svjetskih rezervnih valuta kao što su američki dolar i euro (koji su ujedno i valute na koje se oslanja praksa nominalnog sidra deviznog tečaja u mnogim malim i otvorenim zemljama). Dodatno, kako strategija ostvarivanja ciljane stope inflacije ne ovisi o stabilnosti veze između ponude novca i cijena, upitno je koliko su povijesno zabilježene niske stope inflacije u razvijenim zemljama rezultat inflacijski ne-

pristrane monetarne politike, a koliko posljedica spleta povoljnih okolnosti na globalnim tržištima, uključujući učinak cijena jeftinijih uvezenih dobara iz Kine i drugih zemalja s nižim troškovima proizvodnje te stabilne cijene nafte do 2006., odnosno pad cijena nafte nakon rujna 2008. godine.

Sve navedeno treba promatrati i u kontekstu druge teoretski često spominjane prednosti ciljanja inflacije: jednostavnost i jasnoća cilja. Cilj je jasan i jednostavno formuliran, a strategija uspješna jer cijene dobara potrošnje ostaju stabilne, dok transparentnost, odgovornost i vremenska konzistentnost monetarne politike suzbijaju racionalna očekivanja zbog kojih bi u protivnom anticipirana monetarna politika bila manje uspješna. Međutim, moguće je da je „veo prekrilo sadržaj“ pa javnost, usmjerena na niska inflacijska očekivanja, zanemaruje druge važne pokazatelje pada realne vrijednosti novca. Osim toga javnost je vrlo često nesvjesno žrtva novčane iluzije – fenomena razmišljanja u nominalnim, a ne realnim okvirima - pa je npr. porast plaća sklona pripisati vlastitim sposobnostima, više plaćenom radnom mjestu i obrazovnim/stručnim kompetencijama, a na sličan način javnost ne razmišlja realno niti kada promatra kamatnjake na depozite banaka, cijene nekretnina (koje mogu biti značajno napuhane), veličinu aktive i profita financijskih institucija itd.

Ciljanje inflacije očito nije idealna monetarna strategija, ali je praktično vrlo uspješna u očuvanju stabilnosti cijena i stvaranju percepcije očekivanja niske inflacije. Međutim, uspješnost ostvarivanja ciljanih stopa inflacije uvijek je determinirana brojnim faktorima koji se odražavaju na cijene roba i usluga mimo usidrenih (ili oslabljenih) inflacijskih očekivanja. Navedeno uključuje doprinos domaćih, ali i inozemnih komponenti formiranja inflacije (ili deflacije) koje posebice dolaze do izražaja kroz prenošenje učinaka cijena međunarodno utrživih dobara te globalnih efekata promjene cijena energenata, neprerađenih i prerađenih prehrambenih sirovina te drugih sirovina, od čega najveći učinak svakako imaju fluktuacije cijena nafte. Kratkoročni pritisak inflacija (kao i deflacije) stoga ne mora biti monetarni fenomen jer poticaji mogu dolaziti sa strane različitih komponenti agregatne potražnje ili se pak javiti kao rezultat promjena u poreznoj politici, općeg porasta troškova proizvođača koje se negativno odražavaju na agregatnu ponudu ili biti rezultat tržišnih promjena deviznog tečaja. Ciljanje inflacije u kratkom roku stoga može biti nedjelotvorno u očuvanju stabilnosti cijena jer monetarna politika ne može korigirati inflacijske pritiske koje prvotno nije sama izazvala kroz ekspanziju novca i kredita, dok isto tako inflacija može ostati prikrivena ispod različitih strukturalnih neravnoteža koje karakteriziraju pojedina gospodarstva.

3.2. OKRUŽENJE STRATEGIJE CILJANJA INFLACIJE U SRBIJI

Iako strategiju ciljanja inflacije danas koristi velik broj zemalja to nipošto ne znači da se njena primjena odvija u svim zemljama na isti način pa je tako ona bitno različita npr. u Velikoj Britaniji i Srbiji. Velika Britanija je zemlja s izuzetno razvijenim financijskim sustavom, djelotvornim kanalom kamatn-jaka i razvijenim drugim kanalima monetarne transmisije, zemlja sa slobodnim međunarodnim tokovima kapitala, nesklonošću ka uvođenju kapitalnih restrikcija, slobodno plivajućim deviznim tečajem te duboko ukorijenjenim povjerenjem u domaću valutu koja je ujedno i jedna od najvažnijih svjetskih valuta. S druge strane, Srbija je visoko euroizirana mala i otvorena zemlja sa višegodišnjom poviješću visokih stopa inflacije u novijoj povijesti, dok je posljednjih godina sve atraktivnija priljevu inozemnog kapitala zahvaljujući čemu domaća valuta (prirodno sklona deprecijaciji) zadnjih godina bilježi tržišne učinke aprecijacije. Visok razmjer euroizacije vidljiv je u udjelu deviznih depozita u monetarnom agregatu M3 na razini oko 70%, dok su npr. krediti s valutnom klauzulom činili čak 70,19% ukupnih kredita odobrenih sektoru stanovništvo u ožujku 2011., odnosno 67,19% u svibnju 2012. Pri tome visok udio kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita također postoji i u slučaju kredita odobrenih poduzećima, a sa učešćem 66,84% ukupnih kredita poduzećima u ožujku 2011., odnosno 74,92% u svibnju 2012. godine. Inozemni dug Srbije je relativno manji nego u slučaju Hrvatske pa je tako u travnju 2012. omjer inozemnog duga i BDP-a iznosio 77,4%, a omjer inozemnog duga i izvoza roba i usluga 210% (NBS, 2012). Sve navedeno razlog je zbog kojeg je financijska stabilnost u Srbiji ovisna o deviznom tečaju.

Prije nešto više od tri godine Srbija je hrabro usvojila strategiju ciljanja inflacije, sa planom postupnog smanjivanja ciljanog raspona stope inflacije od 8-12% na početku 2009. na 2,5-5,5% na kraju 2014. godine. (Slični elementi postupnog smanjivanja inflacije praktično su zabilježeni u svim zemljama koje su uvele strategiju ciljanja inflacije.) Iako je nakon usvajanja strategije Srbija relativno brzo zabilježila pad stope inflacije, već tijekom 2010. došlo je do ponovnog jačeg inflacijskog pritiska, koji je u na kraju ožujka 2011. kulminirao s međugodišnjom stopom inflacije 14,1%, a čemu je poglavito pridonio rast cijena poljoprivrednih proizvoda na nacionalnom i svjetskom tržištu, dok su monetarni impulsi u isto vrijeme djelovali posve suprotno jer su već od 2010. zabilježene niske, a ponekad i negativne stope rasta monetarnih agregata M1 i M2 (NBS, 2012). Temeljni cilj očuvanja stabilnosti cijena tako je postao ugrožen, a posljedično i drugi hijerarhijski podređen cilj očuvanja financijske stabilnosti. NBS je stoga bila primorana povećavati referentni kamatnjak za

dvotjedne operacije tipa obratni repo pa je on u ožujku 2011. povećan na visokih 12,5%, dok je kamatnjak na prekonoćne mogućnosti zaduživanja banaka kod središnje banke povećan na 15%. Stopa inflacije danas je bitno niža te je u svibnju 2012. iznosila 3,9%. Referentni kamatnjak na dvotjedne repo operacije NBS-a i dalje je vrlo visok i iznosi 10%, ali su kamatnjaci na prekonoćnom međubankovnom tržištu tipično niži i kreću se između 8% i 9,4% (NBS, 2012). Pri tome, monetarnu politiku NBS-a karakteriziraju relativno česte promjene referentnih kamatnjaka, a za razliku od Hrvatske u Srbiji funkcionira koridor kretanja prekonoćnih kamatnjaka na novčanom tržištu, dok središnja banka kontinuirano djeluje u pravcu povećanja afirmacije monetarne transmisije putem kanala kamatnjaka, jer unatoč visokom stupnju euroizacije nije vezana strategijom bezuvjetnog očuvanja stabilnosti deviznog tečaja.

Međutim, kako kamatnjaci banaka na dinarske kredite poduzećima i stanovništvu prosječno iznose 18%, dok su znatno niži kamatnjaci na kredite s valutnom klauzulom gdje prosječni kamatnjak iznosi 8% (niži je od referentnog kamatnjaka središnje banke), stupanj euroizacije kredita u Srbiji se vrlo sporo smanjuje unatoč poduzetim mjerama usmjerenim na deeuroizaciju (dinarizaciju) sustava. U takvom okruženju također je upitno hoće li strategija monetarne politike u budućnosti biti de facto orijentirana na eksplicitno ciljanje inflacije i korištenje dvotjednih repo operacija kao glavnog instrumenta finog podešavanja likvidnosti (trenutno uz referentnu kamatnu stopu 10%) ili će radi veće učinkovitosti u očuvanju stabilnosti cijena praktično ponovno koristiti sidro deviznog tečaja.

4. MONETARNA STRATEGIJA BEZ EKSPLICITNOG NOMINALNOG SIDRA

Postizanje stabilnosti cijena predstavlja dugoročni cilj djelovanja monetarne politike neovisno o tome sidre li se inflacijska očekivanja preko javno promovirane strategije ciljanja inflacije i modela konzervativnog središnjeg bankara ili se koriste druga eksplicitna ili implicitna sidra, uključujući različite neformalne oblike ciljanja inflacije te monetarne strategije bez eksplicitnog nominalnog sidra. Strategija implicitnog nominalnog sidra (odnosno vođenje monetarne politike bez eksplicitnog nominalnog sidra) postoji kada središnje banke ne koriste jednu službeno objavljenu varijablu preko koje sidre inflacijska očekivanja javnosti i održavaju stabilnost cijena, nego koriste veći broj informativnih, intermedijarnih i operativnih varijabla putem kojih usmjeravaju transmisiju novca i likvidnosti iz monetarnog sustava na ukupni financijski

sustav i realnu ekonomiju. Pri tome nisu definirana „pravila“ koja bi obvezala središnje banke na dosljednu strategiju vođenja monetarne politike pa ona uživa najveći stupanj diskrecije u odnosu na druge monetarne strategije. Monetarna politika tako nije ograničena tehničkim pravilima i zahtjevima za očuvanje stabilnog rasta monetarnih agregata ili deviznog tečaja, nego na kretanja u gospodarstvu prvenstveno djeluje promjenama referentnih kamatnjaka središnje banke, odnosno korištenjem operacija na otvorenom tržištu djeluje na kretanje kratkoročnih kamatnjaka na međubankovnom tržištu. Kratkoročni kamatnjaci pri tome se tipično javljaju kao operativni cilj monetarne politike, bez obzira jesu li kao takvi službeno objavljeni u strategiji središnje banke.

4.1. MONETARNA POLITIKA SUSTAVA FEDERALNIH REZERVI – MONETARNI UZOR ILI POGREŠAN PRIMJER IZ SVJETSKIH UDŽBENIKA

Kako kod strategije implicitnog nominalnog sidra inflacijska očekivanja nisu usidrena na jednu varijablu, nego se vode očekivanjima koje determinira niz promjena u monetarnoj i realnoj sferi gospodarstva, monetarna politika ima veći manevarski prostor djelovanja u kratkom roku kada može postojati trade-off između inflacije i nezaposlenosti. S druge strane takva monetarna strategija može biti netransparentna i vremenski nekonzistentna u smislu da nisu usklađeni kratkoročni i dugoročni ciljevi monetarne politike, kao npr. u slučaju SAD-a gdje se kao glavni kratkoročni cilj javlja maksimalna zaposlenost, dok stabilnost cijena predstavlja tek dugoročni cilj. Sustav federalnih rezervi (FED) ujedno je i primjer središnje banke koja tolerira veći stupanj inflacijske pristranosti, ali to za sobom povlači i niz negativnih učinaka na realnu vrijednost dohodaka stanovništva, povećanje socijalnih razlika, stvaranje razlika u kretanju realne vrijednosti dohotka od kapitala u odnosu na dohodak od rada (posebice u slučaju siromašnijih i slabije obrazovanih građana), a uključuje i monetarni doprinos svojevremenog obilja likvidnosti do 2006. godine na stvaranje mjehura na tržištu nekretnina. Pri tome učinci monetarne politike Fed-a nisu ograničeni samo na unutarnja kretanja nego se odražavaju i na ponašanje sudionika međunarodnog tržišta roba, novca i kapitala (učinci na cijenu nafte i zlata, rast vrijednosti drugih konvertibilnih valuta, prekogranično prelijevanje viškova likvidnosti, prekogranična zaraza financijskom krizom, špekulativna potražnja za obveznicama europskih zemalja itd.) pa se kao takvi odražavaju i na male i otvorene zemlje (Elwell, 2012).

Na sličan se način na globalna zbivanja odražavaju promjene i očekivanja promjena u strategiji vođenja monetarne politike Fed-a. Dok je u dosadašnjoj praksi Fed koristio monetarnu strategiju bez eksplicitnog nominalnog sidra još od 2006. godine i izbora Bena Bernankea za predsjednika Federalnih rezervi, aktualna su očekivanja da će (sukladno njegovoj najavi sa predavanja održanog 2004. u Banci federalnih rezervi St. Louisa) SAD krenuti putem eksplicitnog ciljanja inflacije, uključujući i moguću promjenu temeljnog cilja „maksimalne zaposlenosti“ sa ciljem očuvanja stabilnosti cijena. Praktično gledajući, ciljanje inflacije u SAD-u nije aktualno ni danas, unatoč formalnim najavama iz veljače 2012. o dugoročnom ciljanju inflacije 2% godišnje mjereno indeksom osobnih izdataka za potrošnju PCE.

Monetarna politika Fed-a predstavlja najčešće spominjani primjer vođenja monetarne politike u brojnim svjetskim udžbenicima pa zbog prijevoda znanstvene i stručne literature predstavlja tipičan teoretski model kojim se vode znanja, kritike i prijedlozi koji zagovaraju aktivno korištenje monetarne politike, i to ne samo u svrhu očuvanja stabilnosti cijena, nego daleko više u svrhu poticanja gospodarskog rasta i povećanja zaposlenosti. Iako je na globalnoj razini postignut svojevrsni konsenzus stavova o dugoročnoj neutralnosti novca, predmet vječne rasprave predstavlja kratak rok u kojem racionalna očekivanja smanjuju ili čak poništavaju anticipirano ekspanzivno djelovanje monetarne politike, a što eventualno može biti ublaženo faktorima rigidnosti koji povećavaju ljepljivost cijena roba i usluga te ljepljivost plaća radnika. Pri tome, dok se SAD najčešće spominje u kontekstu oličenja neoliberalne struje, monetarna politika Fed-a nerijetko ima obilježja keynesijanskog modela jer je definirana specifičnim okvirom zakonske regulative koji od središnje banke zahtjeva održavanje „dugoročnog rasta monetarnih i kreditnih agregata u skladu s dugoročnim potencijalom gospodarstva da poveća proizvodnju, kako bi učinkovito poticali ciljeve maksimalne zaposlenosti, stabilnih cijena i umjerenih dugoročnih kamatnjaka“ (Mishkin, 2007., prijevod 2010). S obzirom da umjereni dugoročni kamatnjaci korespondiraju s niskim inflacijskim očekivanjima, dok je postizanje stabilnosti cijena dugoročno, a ne kratkoročni cilj monetarne politike, Fed ima manevarski prostor korištenja ekspanzivne monetarne politike, kanala kamatnjaka i kanala bankovnih kredita (pa i kanala deviznog tečaja kroz deprecijaciju američkog dolara) u svrhu ublažavanja fluktuacija proizvodnje i zaposlenosti u kratkom roku, a posebice u svrhu eliminiranja deflacijskih pritisaka koje izaziva razvoj recesije i nezaposlenost.

Kreditno labavljenje u praksi Fed-a od 2007. do danas znatno je povećalo globalna inflacijska očekivanja u pogledu buduće vrijednosti američkog dola-

ra, ali su stvarni učinci na razvoj inflacije u SAD-u vrlo ograničeni (uključujući i 2008. godinu kada je u SAD-u i drugim zemljama zabilježena znatno veća stopa inflacije čemu je svakako pridonio i rast cijene nafte koji se tipično javlja nakon ili usporedo s padom vrijednosti dolara na svjetskom tržištu). Promatrano iz kuta monetarističke teorije i odnosa između primarne i sekundarne emisije novca, izostanak većeg razmjera inflacije moguće je tumačiti u sklopu činjenice da su banke u SAD-u (slično kao i u drugim zemljama pogođenim recesijom) tek manji dio kreiranih viškova likvidnosti iskoristile za povećanje kredita pa je nasuprot drastičnom povećanju primarnog novca (a posebice stavke depoziti banaka kod središnje banke), došlo do relativno malo povećanja ponuda novca u optjecaju (u rukama nemonetarnih subjekata) mjereno transakcijskim agregatima M1 i M2. Nasuprot tome kroz sprječavanje deflacije (posebice aktualne tijekom 2009.) izbjegnuto je dodatni pad neto-vrijednosti poduzeća, deflacija dugova i daljnje pogoršanje kreditne sposobnosti dužnika koji bi u protivnom još više produbili razmjer kako ekonomske krize tako i financijske krize u bankovnom sektoru.

Iako gospodarstvo SAD-a ostvaruje pozitivne stope rasta BDP-a već od 2009., ekspanzivna monetarna politika tek je u manjoj mjeri uspjela smanjiti stopu nezaposlenosti, dok je vanjskotrgovinski deficit i dalje velik problem gospodarstva. U proteklim desetljećima SAD je izgubio značajan dio vlastite proizvodnje, dok je sukladno interesima privatnog kapitala došlo do značajnog odljeva proizvodnje u azijske zemlje i zemlje Latinske Amerike u kojima su niži troškovi proizvodnje pa postoje veći potencijali za rast dobiti i oplođivanje uloženog kapitala. SAD kao tipičan svjetski predvodnik procesa globalizacije i eksterne liberalizacije tako na vlastitom gospodarstvu bilježi negativne učinke slobodne međunarodne razmjene i tokova kapitala, zbog kojih je svojedobno najavljivao i protekcionističke mjere usmjerene prvenstveno na zaustavljanje rasta uvoza robe iz Kine, dok se danas to sve više očituje u javnim prozivkama poduzeća i vlasnika kapitala koji su svoju proizvodnju izmjestili iz SAD-a. Dugoročnom padu vanjsko-trgovinskog deficita nije pridonijelo niti značajno slabljenje američkog dolara na svjetskom deviznom tržištu, kao niti prozivke Kine zbog politike podcijenjenog juana (i politike vezivanja juana za tečaj dolara).

Očito da ni velika otvorena gospodarstva poput SAD-a nisu imuna na zamke eksterne financijske liberalizacije, bilo u kontekstu ograničenja monetarne strategije usmjerene na postizanje maksimalne zaposlenosti i rast gospodarstva, bilo u kontekstu nepovoljnih učinaka na vanjsko-trgovinsku bilancu i rast inozemne zaduženosti. Međutim, i u ovom slučaju SAD se nalazi u specifičnoj situaciji, koja je bitno različita od stanja u malim i otvorenim

zemljama. Iako SAD tipično ostvaruje visok vanjskotrgovinski deficit uz istovremen visok inozemni i javni dug, eksterna likvidnost SAD-a nije upitna sve dok dolar predstavlja glavnu svjetsku rezervnu valutu pa uživa privilegiju da je američki dolar istodobno domaća valuta, ali i valuta uvoza SAD-a i valuta inozemnog duga SAD-a. Navedeno potvrđuje i tek neznatno smanjenje kreditnog rejtinga SAD-a zahvaljujući čemu SAD i dalje uživa pogodnosti povoljnih uvjeta zaduživanja na globalnom tržištu, a tome pridonosi i svojevrsni „bijeg u kvalitetu“ u uvjetima krize u eurozoni. Situacija u SAD-u stoga je bitno različita u odnosu na male i otvorene zemlje koje su ovisne o stabilnosti deviznog tečaja zbog utjecaja na cijene uvoznih dobara i teret inozemne zaduženosti u stranim valutama, dok u slučaju visoko euroiziranih ekonomija dodatno ograničenje predstavlja valutna indeksacija dugova i štednja u devizama. Monetarna politika i strategija Fed-a tako ne može biti uzor i primjer idealnog vođenja aktivne monetarne politike u malim, otvorenim ekonomija, a posebice ne u slučaju visoko euroiziranih ekonomija.

4.2. NEFORMALNO CILJANJE INFLACIJE I IMPLICITNO SIDRO MONETARNE POLITIKE

Prema MMF-ovoj klasifikaciji (IMF, 2011) u skupinu zemalja bez eksplicitnog nominalnog sidra ulaze:

- zemlje s praksom slobodno plivajućeg deviznog tečaja i emitenti vodećih svjetskih valuta (ujedno tzv. velike zemlje - SAD, Japan, Njemačka i 16 drugih članica europske Ekonomske i monetarne unije - kod kojih je tečaj eura slobodno plivajući prema ostalim valutama, ali je fiksiran između članica EMU),
- zemlje s praksom relativno fleksibilnog deviznog tečaja (Indija, Mauricijus),
- zemlje rezidualne skupine svojevrsnog upravljano tečaja („velika“ Rуска Federacija, Malezija, Kostarika) te
- „srednje velika“ Švicarska s praksom vezane gornje granice tečaja švicarskog franka za euro.

Iako u spomenutim zemljama nije definirano eksplicitno nominalno sidro, u slučaju nekoliko zemalja monetarna politika ima obilježja tzv. fleksibilnog (neformalnog) ciljanja inflacije u srednjem i dugom roku - ali bez objavljivanja numeričkih smjernica ciljane stope inflacije u kratkom roku, bez modela konzervativnog središnjeg bankara, gdje ciljanja vrijednost stope inflacije nije definirana odlukom vlade/ministarstva financija niti regulirana memorandumom

između središnje banke i vlade, nego predstavlja indikator prema kojem se orijentira monetarna politika središnje banke. Pri tome središnje banke koriste nekoliko različitih intermedijarnih i operativnih varijabla za postizanje stabilnosti cijena kao krajnjeg cilja, gdje se u funkciji operativne varijable (cilja) najčešće nalaze kratkoročni kamatnjaci na međubankovnom tržištu neosiguranih kredita. Neformalno ciljanje inflacije konkretno se odnosi na EMU gdje je cilj ECB-a i Eurosustava ostvarivanje srednjoročne stabilnosti cijena mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena na razini ispod, ali blizu 2% (pri čemu ECB izričito navodi da ne koristi strategiju ciljanja inflacije). Slična situacija postoji i u slučaju Švicarske (srednjoročna stabilnost cijena mjerena indeksom potrošačkih cijena CPI na razini manjoj od 2% godišnje), Japana (srednjoročna i dugoročna stabilnost cijena mjerena indeksom potrošačkih cijena CPI na razini do 2% godišnje, odnosno trenutno 1%), SAD od veljače 2012. (dugoročna stabilnost cijena mjerena osobnih izdataka za potrošnju (PCE) na razini 2% godišnje) te u Ruskoj Federaciji (cilj središnje banke je smanjiti stopu inflacije na 4,5% do 2014., dok je za 2012. definiran cilj smanjenja stope inflacije na 5-6% godišnje).

Među spomenutim zemljama specifično mjesto ima Švicarska - zemlja koja formalno ne koristi niti jedno eksplicitno sidro, katkada se veže uz režim neformalnog ciljanja inflacije, dok se od polovice 2011. javlja kao specifičan slučaj zemlje s praksom jednostrano fiksnog i vezanog tečaja švicarskog franka za euro (minimalni tečaj 1,2 CHF za 1 euro) pri čemu vezivanje minimalne vrijednosti domaće valute praktično služi za zaštitu od deflacije i pogoršanja vanjskotrgovinske bilance. Švicarska središnja banka nalazi se pred teškim izazovima kako se oduprijeti trenutnim tržišnim pritiscima koje na globalnoj razini izaziva rast potražnje za švicarskim frankom i priljev inozemnog kapitala u Švicarsku (unatoč vrlo niskim referentnim kamatnjacima gdje se ciljana vrijednost tromjesečnog Libora na švicarski franak nalazi na razini 0,0–0,25%), dok istodobno dolazi do usporavanja domaće ekonomske aktivnosti posebice u sferi domaće proizvodnje. Već više od godinu dana Švicarsku karakterizira negativna stopa inflacije (prema podacima za svibanj 2012. stopa inflacije iznosi -1,0%) koja je uvelike povezana uz rast vanjsko-trgovinske neravnoteže, gdje upravo niže cijene uvezenih dobara i usluga imaju najznačajniji efekt na razvoj deflacije - stopa promjene cijena uvezenih potrošnih dobara i usluga iznosi -3,8%, dok je za domaća dobra i usluge na razini 0.0% (SNB, 2012). Istodobno dolazi do sve većeg napuhavanja cijena na tržištu imovine, snažne ekspanzije kredita banaka kojoj posebice pridonose niske kamatne stope te do rasta svih monetarnih agregata po vrlo visokim stopama (M1 po stopi 9,9%, M3 po stopi 6,2%). Zbog neizvjesne budućnosti eurozone upitno je do kada će

SNB otkupom „neograničene“ količine deviza i kreiranjem viškova domaće likvidnosti na računima banaka uspijevati obraniti švicarski franak od daljnjeg jačanja. Isto tako je neizvjesno što će se dogoditi u budućnosti kada se tržišni trendovi preokrenu pa precijenjeni švicarski franak postane valuta koje se rješavaju trgovci i špekulanti na globalnom deviznom tržištu.

Švicarska je suvremeni primjer male i otvorene zemlje koja nije uspjela opstati u režimu slobodno plivajućeg deviznog tečaja te slobode međunarodnih tokova roba, novca i kapitala. S druge je strane upitno, je li postojeći vezani devizni tečaj na minimalnoj razini 1,2 CHF za 1 euro dostatan za sprječavanje daljnjih negativnih učinaka eksterne financijske liberalizacije te je vrlo izvjesno da će Švicarska morati povećati stupanj restrikcija i to kako po pitanju stvaranja kapitalnog *buffera* banaka za sprječavanje pretjerane kreditne ekspanzije (i daljnjeg rasta cijena nekretnina) tako i glede uvođenja određenih restrikcija na priljev inozemnog novca i kapitala s obilježjima makro-prudencijalne regulacije kakva vrlo često postoji u praksi zemalja sa strategijom nominalnog sidra deviznog tečaja. Drugi je problem pitanje tzv. nemogućeg trojstva (trokuta) koji podrazumijeva da nije moguće istovremeno koristiti tri varijable makroekonomske politike: 1) fiksni tečajni režim (u slučaju Švicarske je fiksna samo u jednom smjeru), 2) slobodne međunarodne tokove kapitala i 3) samostalnu aktivnu monetarnu politiku – što sve zajedno predstavlja važno ograničenje s kojim se suočava monetarna politika SNB-a.

5. MALE I VELIKE ZEMLJE: POSTAJU LI MALA GOSPODARSTVA ULASKOM U MONETARNU UNIJU VELIKA?

Od 80-ih godina prošlog stoljeća do danas temeljito su se promijenila obilježja financijskih i ekonomskih sustava gotovo svih zemalja. Tome su posebno pridonijeli sljedeći faktori: prelazak na sustav čiste papirnate valute (bez zlatnog ili drugog realnog pokrića), plivajući devizni tečajevi u praksi razvijanih zemalja (posebno američkog dolara), ovisnost malih i otvorenih zemalja o izgladivanju prevelikih fluktuacija tečaja ili čak nužnosti primjene fiksnog deviznog tečaja, procesi interne financijske liberalizacije (deregulacija u financijskom ustavu), ukidanja barijera međunarodne razmjene roba i usluga, a posebice provedba eksterne financijske liberalizacije kroz postupno, a danas i potpuno ukidanje barijera međunarodnih tokova novca i kapitala itd.. Male i otvorene zemlje tako su se našle u bitno drugačijoj poziciji od „velikih“ zemalja poput SAD-a i Njemačke - u kojima postoji (relativno) djelotvorni kanal kamatnjaka, slobodno plivajući devizni tečaj te (posebice važno) dugovi dominantno ugo-

voreni u domaćoj valuti pa monetarna politika može djelovati kontraciklički, a to, kada stabilnost cijena nije ugrožena, poprima obilježja razvojne politike.

SAD su veliko gospodarstvo, teorijski i praktični model dobrog funkcioniranja optimalnog valutnog područja te emitent vodeće svjetske valute (koja predstavlja oko 61% svjetskih financijskih rezervi). Kredibilitet američkog dolara sačuvan je (iako umjetno) unatoč Fed-ovoj praksi kreditnog labavljenja, globalnim očekivanjima deprecijacije dolara, kontinuiranom problemu visokog vanjsko-trgovinskog deficita SAD-a, visokom javnom i inozemnom dugu te nastojanjima međunarodnih ulagača da smanje svoju pojedinačnu izloženost prema američkom dolaru (diversificirajući portfelj strane imovine u korist drugih valuta, uključujući i euro neovisno o svim problemima dužničke krize koja pogađa eurozonu). Unatoč visokom stupnju sudjelovanja u međunarodnoj razmjeni i međunarodnim financijskim tokovima SAD je manje osjetljiv na eksterne šokove i promjene deviznog tečaja. Američki je dolar valuta uvoza SAD-a, dok je istodobno glavina inozemnog duga SAD-a također vezana uz dolar. Sve to daje mu privilegiju vođenja samostalne i aktivne monetarne politike u uvjetima slobodno plivajućeg deviznog tečaja, koja je dodatno specifična s obzirom na ciljeve koji se u kratkom roku odnose na ekonomski rast i zaposlenost, a u (nedefiniranom) dugom roku na stabilnost cijena.

Njemačka, kao drugi primjer velikog gospodarstva, ipak je specifična jer svoju valutu zajednički dijeli s još 16 država članica monetarne unije (uglavnom malih i otvorenih zemalja s izuzetkom Francuske i Italije koje se mogu okarakterizirati kao srednje velike otvorene zemlje), koje su kroz zajedničku monetarnu politiku povezane u režimu fiksnog deviznog tečaja, dok se nasuproto tome vrijednost eura kao svjetske valute tržišno formira na globalnom deviznom tržištu. Pristupanjem monetarnoj uniji sve zemlje članice EMU pa tako i Njemačka odrekle su se vlastite monetarne suverenosti i prenijele je na ECB, ali to nipošto ne znači da su ulaskom u monetarnu uniju mala i otvorena gospodarstva eurozone postala „velika“. Dodatno, uvijek je upitno koliko je politika Eurosustava orijentirana na promjene u cijeloj eurozoni, a koliko odražava reakcije monetarne politike na promjene u Njemačkoj, Francuskoj, Italiji i eventualno drugim većim zemljama EMU (npr. onima koje imaju veći postotni udio u izračunu HICP-a eurozone u odnosu na primjerice jednu malu Sloveniju). Iako se unutar eurozone formalno koristi ista strategija monetarne politike, njeni učinci nisu isti u svim zemljama, a posebice ne u onima koje su proteklih godina divergirale i imaju različiti individualni poslovni ciklus u odnosu na onaj koji slijedi jedinstvena monetarna politika. (Mnogi će reći: „Tko je tim zemljama kriv što nisu konvergirale i prilagodile se ciklusu vodećeg go-

spodarstva?“, iako glasačko tijelo iz takvih divergentnih zemalja govori sasvim suprotno: „Neka lider bude malo fleksibilniji i prilagodi se njima“.).

Preko režima „unutarnjeg“ fiksnog tečaja oslonjenog na kredibilitet bivše njemačke marke i prakse neformalnog targetiranja inflacije (na prosječnoj razini) povećana je otpornost slabijih članica EMU u borbi s inflacijskim očekivanjima i drugim šokovima koji mogu narušiti monetarnu stabilnost. Ujedno male i otvorene članice EMU uživaju koristi aktivne monetarne politike Eurosustava po čemu se bitno razlikuju od Hrvatske (gdje zbog korištenja sidra deviznog tečaja HNB postoji vrlo mali manevarski prostor). Međutim, problemi koje unatrag dvije do tri godine pokazuje značajan dio slabijih (divergentnih) gospodarstava eurozone (tzv. periferne zemlje) govore o slabostima organizacije i funkcioniranja EMU koja nije optimalno valutno područje, gdje postoje velike strukturne razlike između zemalja te faktori ograničenja slobode tržišta koje je razvoj krize još više naglasio.

S obzirom da EMU nije optimalno valutno područje, upitno je koliko su današnji fiksni i nepovratno uspostavljeni devizni tečajevi realni s obzirom na razlike u produktivnosti, tehnološkom napretku, nacionalnim stopama inflacije i drugim individualnim obilježjima, a čije učinke ne može korigirati tržište jer još uvijek postoji vrlo nizak stupanj mobilnosti na tržištu rada, kvote na proizvodnju prehrambenih i drugih strateških sirovina koje ograničavaju proizvodnju i izvoz u pojedinim članicama, a zbog razmjera financijske krize u eurozoni u novijoj povijesti, neke od članica naglašavaju i mogućnost uvođenja određenih restrikcija u međunarodnom kretanju novca i kapitala.

Zbog različitih individualnih obilježja nacionalnih ekonomija i njihovih tržišta, nepovratno utvrđeni fiksni tečajevi između članica EMU mogu biti „netočni“. Tako npr. valuta Grčke može biti višestruko precijenjena, a valuta Njemačke podcijenjena, što grčku privredu čini nekonkurentnom na nacionalnom i europskom tržištu, ali podržava jeftinije inozemno zaduživanje te olakšava otplatu glavnica i kamata na kredite. U isto vrijeme ekspanziraju njemačka proizvodnja i izvoz, dok fiksni tečaj podržava jeftiniji njemački uvoz sirovina i poluproizvoda iz ostalih članica eurozone pa se njemačka ekonomija i financijska industrija ne moraju štititi od valutnog rizika kojem bi bili izloženi kada tečaj članica ne bi bio međusobno fiksni. S obzirom da je značajan broj članica eurozone trenutno pogođen nekim od oblika financijske krize pa je vrijednost eura na svjetskom tržištu destabilizirana, Njemačka se unatoč snažnoj ekspanziji gospodarstva ne suočava s problemima rasta potražnje za njenom valutom (koji bi prirodno trebao rezultirati aprecijacijom njene valute) zbog čega se nalazi u bitno različitom položaju od npr. Švicarske koju pogađa prekomjerna potražnja za švicarskim frankom.

Uključivanje u EMU nije optimalan izbor monetarne strategija za europske male i otvorene zemlje. Nasuprot tome izlazak bilo koje članice iz EMU može biti rizičan za očuvanje stabilnosti eurozone, a u slučaju problematičnih država (koje su kroz povijest pokazivale slabost nacionalnih valuta te sklonost visokim stopama inflacije i deprecijaciji/devalvaciji izlazak iz eurozone posebno je rizičan za njih same. Ekstreman je slučaj problema eurozone Grčka i to kako u scenariju njenog ostanka u EMU (a koje nije optimalno valutno područje), tako i u potencijalnom scenariju njenog izlaska iz EMU i uvođenja drahme kao domaće valute ili pak bonova (kao dopunskog sredstva razmjene) uz opravdani strah razvoja nekontrolirane deprecijacije na službenom ili neslužbenom (neinstitucionaliziranom) domaćem deviznom tržištu. Ako napusti EMU (ili iz njega bude protjerana) Grčka će radi očuvanja monetarne i financijske stabilnosti (sprječavanja bankrota banaka, vanjske likvidnosti i špekulativne potražnje domaće javnosti za stabilnim stranim valutama) biti primorana zadržati neki oblik vezivanja svoje valute za euro, američki dolar ili neku drugu svjetsku valutu, što znači da zbog „straha od plivanja“ još duže vrijeme neće moći voditi samostalnu aktivnu monetarnu politiku.

Problemi funkcioniranja EMU danas su posebno bitni za slabije (periferne) članice monetarne unije koje su u koncepciji „nemogućeg trojstva“ izabrale fiksni tečaj (kupovinu monetarnog kredibiliteta kroz sidro tečaja) i odrekle se monetarne suverenosti (uz prevelika očekivanja da se dužničkim financiranjem neproduktivne državne potrošnje može anulirati zastoj gospodarstva u doba recesije), dok se istovremeno nisu strukturno prilagodile kako bi njihovi ciklusi i prijenos šokova odgovarao onom prema kojem se orijentira zajednička monetarna politika i koja zahtijevaju nastojanja za očuvanje stabilnosti eurozone. Problemi u funkcioniranju EMU važni su i za Hrvatsku koja je svoj monetarni i tečajni sustav već odavno vezala za euro (njemačku marku) koristeći strategiju očuvanja monetarne i financijske stabilnosti kroz nominalno sidro deviznog tečaja te se danas u očekivanju ulaska u EU nalazi pred izborom: 1) vođenja aktivnije monetarne politike uz veću toleranciju prema fluktuacijama tečaja (što predstavlja malo vjerojatan scenarij) ili 2) nastavljanja pasivne monetarne politike kroz praksu još većeg integriranja u sustav eurozone kako bi gospodarstvo bilo što spremnije prihvatiti očekivani režim fiksnog deviznog tečaja za euro neovisno o stupnju vanjsko-trgovinske neravnoteže i višegodišnjem stagniranju domaćeg gospodarstva.

6. EKSPPLICITNO I IMPLICITNO NOMINALNO SIDRO DEVIZNOG TEČAJA

Korištenje eksplicitnog sidra deviznog tečaja predstavlja monetarnu strategiju koju danas koriste male i otvorene zemlje u monetarnim i deviznim sustavima koji podržavaju: 1) režim fiksnog deviznog tečaja ili 2) središnja banka brani određenu stabilnu razinu deviznog tečaja i definira prihvatljive granice fluktuacije npr. $\pm 2\%$ u razdoblju od šest mjeseci i više, gdje i u jednom i drugom slučaju stabilan devizni tečaja predstavlja službeno i javno objavljeni intermedijarni cilj za postizanje stabilnosti cijena u kratkom, srednjem i dugom roku. Povijesno porijeklo današnjih strategija eksplicitnog sidra deviznog tečaja predstavljaju sustav čistog zlatnog standarda (ali u bitno različitim uvjetima sloboda međunarodnih tokova novca i kapitala u odnosu na one koje prevladavaju danas), Bretton-Woodski sustav, europski sustav „zmije u tunelu“ itd. koji su sprječavali slobodno fluktuiranje tečaja između članica regionalnog tečajnog režima.

Osim eksplicitnog nominalnog sidra deviznog tečaja kod pojedinih zemalja postoji implicitno sidro tečaja, što znači da stabilnost tečaja nije definirana kao pravilo vođenja monetarne politike niti je takvo pravilo službenim kanalima ikada reprezentirano kao obvezujući intermedijarni cilj. Međutim, središnja se banka u praktičnom vođenju monetarne politike značajno oslanja na očuvanje stabilnosti deviznog tečaja za potrebe očuvanja stabilnosti cijena te koristi stabilan (najčešće upravljano plivajući ili relativno fiksni) devizni tečaj kao važan komunikacijski kanal u odnosima s javnošću pa su inflacijska očekivanja javnosti determinirana prvenstveno fluktuacijama tečaja, a manje osjetljiva ili neosjetljiva na kretanje kamatnjaka, ponude novca, stupanj iskorištenosti kapaciteta itd.

Nominalno sidro deviznog tečaja danas koriste brojne male i otvorene zemlje. Među njima je tek nekoliko europskih zemalja koje sidro tečaja najčešće koriste zbog očekivanog i možebitnog ulaska u EMU nakon pridruživanja EU, iako razlog tome mogu biti i drugi faktori. S druge strane sidro tečaja daleko se više koristi u zemljama Azije, Latinske Amerike i Afrike, uključujući male otočne države te je čest slučaj u bivšim kolonijama. Prema MMF-ovoj klasifikaciji (IMF, 2011) navedeno uključuje:

- države koje nemaju domaću valutu u optjecaju (koriste euro: San Marino, Kosovo, Crna Gora; koriste američki dolar: Ekvador, Panama, Zimbabve, El Salvador, Maršalovi otoci, Timor-Leste; koriste druge valute: Kiribati, Tuvalu);
- države u režimu valutnog odbora (za euro: Bugarska, Bosna i Hercegovina i Litva; za američki dolar: Hong Kong SAR, Antigva i Barbuda, Gre-

- nada, Sveti Vincent i Grenadini, Sveta Lucija, Sveti Kristofor i Nevis; za druge valute: Brunej Darussalam);
- države koje sudjeluju u europskom Tečajnom mehanizmu ERM II (Latvija, Danska) ili iz drugih razloga koriste praksu konvencionalno vezanog fiksnog deviznog tečaja (za američki dolar: Barbados, Jordan, Oman, Katar, Saudijska Arabija, Turkmenistan, Ujedinjeni Arapski Emirati, Venezuela; za euro: Zelenortska Republika, Komori, Senegal, Togo, nekoliko zemalja Zapadnoafričke ekonomske i monetarne unije te nekoliko zemalja Srednjeafričke ekonomske i monetarne zajednice; za veći broj valuta: Libija, Maroko, Lesoto, Nepal, Butan, Namibija);
 - države koje formalno koriste targetiranje monetarnih agregata dok praktično koriste sidro tečaja (za američki dolar: Ukrajina, Kina, Argentina, Tadžikistan, Pakistan, Ruanda, Šri Lanka), kao i države koje formalno koriste ciljanje inflacije dok praktično koriste sidro tečaja (Armenija);
 - države koje formalno ne koriste niti jedno eksplicitno sidro, ali se praktično oslanjaju na sidro deviznog tečaja (za američki dolar: Azerbejdžan, Bolivija, Haiti; za veći broj valuta: Egipat)
 - države koje ograničavaju fluktuacije deviznog tečaja npr. uz stabilnu maržu fluktuacije do 2% u razdoblju šest ili više mjeseci (za euro: Makedonija; za američki dolar: Kambodža, Honduras, Irak, Jamajka, Libanon, Vijetnam, Malavi, Maldivi; za veći broj valuta: Bjelorusija, Iran, Sirija, Tunis)
 - države koje su vezale tečaj, ali dopuštaju puzeće prilagođavanje s uskom marginom od 2% u odnosu na statistički identificiran trend za šest ili više mjeseci (za američki dolar: Etiopija, Kazahstan; za euro: Hrvatska – pri čemu je još nedavno npr. 2009. MMF svrstavao Hrvatsku u režim upravljano plivajućeg deviznog tečaja).

Korištenje nominalnog sidra deviznog tečaja kao strategije za očuvanje stabilnosti cijena i kontrolu inflacijskih očekivanja tipično je za zemlje s niskim institucionalnim i financijskim razvojem uz istovremeno veliku vanjsko-trgovinsku otvorenost koju podržava sloboda međunarodnih tokova novca i kapitala. Navedeno posebno dolazi do izražaja u uvozno zavisnim zemljama sa apreciranom domaćom valutom (poput Hrvatske) gdje razina tečaja bitno djeluje na cijenu uvoznih proizvoda i posljedično utječe na stopu inflacije. S druge strane stabilnost tečaja smanjuje visinu premije rizika koja se ugrađuje u kretanje domaćih kamatnjaka, dok u visoko euroiziranim ekonomijama stabilni tečaj ima specifičnu ulogu zaštite svih sudionika od valutnog rizika (prevenstveno u slučaju pada vrijednosti domaće valute), zaštite banaka od valut-

no-induciranog kreditnog rizika (kod kredita odobrenih uz valutnu klauzulu), smanjuje teret vraćanja inozemnih dugova denominiranih u stranim valutama itd., zbog čega stabilan devizni tečaj predstavlja važan instrument za očuvanje stabilnosti bankovnog sustava.

Sidro tečaja predstavlja učinkovit instrument za suzbijanje inflacijskih očekivanja u uvjetima neizgrađenog povjerenja u domaću valutu te povijesnih iskustava višegodišnjih i snažnih inflacijskih pritisaka pa ne čudi što je najčešće korištena strategija u zemljama sa sklonošću valutnoj supstituciji, euroizaciji depozita i kredita te realnoj euroizaciji. Očuvanje stabilnosti deviznog tečaja i vezanje inflacijskih očekivanja za stopu inflacije zemlje sidra tada predstavlja važan kanal za povećanje kredibiliteta nacionalne središnje banke i monetarne politike, a posebice jer se intermedijarni cilj odnosi i na kratak i na dugi rok, što smanjuje mogućnost pojava vremenske nekonzistentnosti monetarne politike. Dodatno, sve navedeno vrijedi i u uvjetima snažnog priljeva deviza iz inozemstva, snažne kreditne ekspanzije, rasta monetarnih agregata te rasta cijena nekretnina, što slično kao kod strategije ciljanja inflacije podrazumijeva slabiju povezanost između monetarnog rasta i stabilnosti cijena, ali otvara prostor za povećanje osjetljivosti na druge oblike financijske nestabilnosti koje može polučiti neujednačena ekspanzija monetarnog i realnog sektora gospodarstva te rast osjetljivosti domaćih subjekata na nepovoljne učinke potencijalne deprecijacije.

Sidro tečaja donosi i brojna ograničenja u vođenju monetarne politike. Kretanje domaćih kamatnjaka determinirano je kretanjem kamatnjaka u zemlji sidra, dok razliku u vidu većih domaćih kamatnjaka predstavlja premija rizika, koja je tipično veća u sustavima koji koriste sidro tečaja jer postoji kontinuirana izloženost takvih zemalja špekulativnom napadu na valutu. Kako središnja banka može odgovoriti na špekulativne napade na deviznom tržištu samo u razmjerima akumuliranih deviznih pričuva, vođenje strategije sidra tečaja tipično se oslanja na kumuliranje visoke razine deviznih pričuva koje središnja banka može koristiti za sprječavanje pretjeranih deprecijacijskih pritisaka kao i za očuvanje dostatne vanjske likvidnosti zemlje u slučajevima neto odljeva kapitala. Zbog dominacije deviznih transakcija kao kanala emisije primarnog novca, izostaje potreba korištenja drugih instrumenata monetarne politike, zbog čega korištenje nominalnog sidra deviznog tečaja bitno slabi transmisijski mehanizam monetarnog prijenosa kroz kanal kamatnjaka, a posljedično i druge iz njega izvedene kanale monetarne transmisije. Istovremeno središnja banka ima vrlo ograničene mogućnosti reagiranja na domaće šokove koji se javljaju neovisno od događanja u zemlji sidra. Sve navedeno razlog je zbog čega središnja banka ne može (u režimu fiksnog deviznog tečaja) ili može tek

u ograničenoj mjeri (u režimu upravljano plivajućeg deviznog tečaja) reagirati na fluktuacije investicija, domaćeg outputa i zaposlenosti.

Kako su uvjeti slobode međunarodnih tokova novca i kapitala danas realnost u kojoj funkcionira većina malih i otvorenih zemalja, korištenje sidra deviznog tečaja povećava inozemno zaduživanje financijskih institucija, poduzeća i drugih domaćih ekonomskih subjekata, gdje stabilan tečaj istodobno povećava osjećaj zaštićenost domaćih dužnika i inozemnih kreditora od valutnog rizika. U uvjetima opće globalne ekspanzije i obilja globalnih viškova likvidnosti navedeno povećava dotok kapitala iz inozemstva te rezultira pretjeranim rastom kredita banaka, što (u odsustvu makro-prudencijalnih mjera kontrole monetarnog i kreditnog rasta te kontrole priljeva inozemnog kapitala) može prouzročiti kvarenje kvalitete kreditnog portfelja banka te rezultirati učincima napuhavanja cijena na tržištu nekretnina, dionica ili druge imovine. Na razini financijskog sustava tako se povećava kreditni rizik pa su potrebne različite mjere za povećanje kapitaliziranosti bankovnog sustava i stvaranje *buffera* za eventualna razdoblja pada gospodarske aktivnosti kada tipično dolazi do otežane otplate kredita bankama. Dodatno u visoko euroiziranim zemljama gdje banke koriste praksu kreditiranja uz valutnu klauzulu praktično dolazi do povećanja izloženosti dužnika prema valutnom riziku odnosno potencijalnim učincima veće deprecijacije koju središnja banka ne može kontrolirati, dok se kod banaka razvija specifičan valutno-inducirani kreditni rizik od kojeg se banke ne mogu zaštititi adekvatnim instrumentima zaštite (niti ga hedgirati korištenjem financijskih izvedenica jer se tipično radi o zemljama s interno konvertibilnom domaćom valutom), a ne mogu ga eliminirati niti kolateralizirani stambeni krediti, jamstveni depoziti dužnika itd. pa je uvijek upitno u kojoj su mjeri stope adekvatnosti kapitala banaka dostatne za očuvanje financijske stabilnosti zemlje (ukoliko npr. dođe do kombinacije izbijanja valutne i bankovne krize). Sve navedeno stavlja pred središnju banku kontinuiran zahtjev za očuvanjem stabilnosti deviznog tečaja neovisno o negativnim makroekonomskim učincima koje npr. može polučiti precijenjena domaća valuta, dok se istodobno povećava broj moralnih hazardera koji vjerujući u stabilnost deviznog tečaja olako prihvaćaju izloženost valutnom riziku.

Monetarnu politiku u strategiji sidra deviznog tečaja karakterizira svojevrsni automatizam. Ona je ekspanzivna, a domaći kamatnjaci na kredite banaka relativno niži kada postoje aprecijacijski pritisci na domaću valutu uzrokovani priljevom deviza iz inozemstva. (Pri tome se domaći kamatnjaci nikada ne spuštaju na razinu zemlje sidra jer unatoč uvezenoj likvidnosti uvijek odražavaju domaći stupanj rizika, dok dodatno banke prakticiraju promjenjive kamatne stope na kredite i depozite kako bi pravovremeno mogle korigirati učinke jaza likvidnosti i jaza kamatnjaka koji se mogu nepovoljno odraziti na

njihovu profitabilnost.) S druge strane, kada postoje deprecijacijski pritisci na domaću valutu (uzrokovani bilo odljevom deviza zbog uvoza roba i usluga ili neto-odljeva kapitala domaćih ili inozemnih vlasnika) monetarna je politika restriktivna jer na stabilnost cijena djeluje stvaranjem oskudica domaćeg novca što pridonosi rastu kamatnjaka.

Opisani automatizam promjena kamatnih stopa bitno se odražava na neto-novčane tokove dužnika te izloženost banaka kreditnom, ali i kamatnom riziku. Kreditni rizik tako može biti podcijenjen u doba priljeva inozemnog kapitala koji proizvodi aprecijacijske učinke, a središnja banka ih korigira otkupom deviza i kreacijom domaće likvidnosti. S druge strane realna izloženost banaka kreditnom riziku postaje veća u uvjetima rasta domaćih kamatnjaka i deprecijacije domaće valute (u odnosu na valutu indeksacije kredita banaka) jer se posljedično smanjuju neto-novčani tokovi dužnika i otežava otplata kredita. Sve navedeno razlog je zbog kojeg politika obveznih rezervi ima veliku važnost u sterilizaciji prekomjerne likvidnosti u doba ekonomske ekspanzije i priljeva deviza iz inozemstva, odnosno predstavlja instrument monetarnog labavljenja u uvjetima oskudice novca i likvidnosti kada stabilnost tečaja nije ugrožena. Istodobno središnje banke često koriste i druge instrumente i mjere monetarnog djelovanja izdajući vlastite vrijednosnice kojima ograničavaju prekomjernu kreditnu ekspanziju ili uvode dodatne oblike kvazi obveznih pričuva kojima se ograničava inozemno zaduživanje, pretjerani rast bankovnih kredita, neželjena sektorska struktura bankovnih kredita itd., što i u jednom i drugom slučaju ulazi u spektar makro-prudencijalnih mjera i monetarnih kontrola kojima se nastoji korigirati negativne učinke interne i/ili eksterne financijske liberalizacije koji mogu narušiti financijsku stabilnost zemlje. Nasuprot tome operacije na otvorenom tržištu i kreditiranje banaka imaju tek minorno značenje pa ne djeluje domaći kanal kamatnjaka, dok se djelovanje ostalih kanala monetarne transmisije (uključujući kanal bankovnih kredita, kanal bilance poduzeća, imovinske kanale na tržištu dionica i nekretnina te kanal bogatstva stanovništva) temelji na jačini efekta uvezene likvidnosti.

7. ADEKVATNOST IZBORA MONETARNE STRATEGIJE SIDRA DEVIZNOG TEČAJA U HRVATSKOJ

Kako je Hrvatska već više od trideset godina visoko euroizirana zemlja koja je u razdoblju bivše Jugoslavije osjetila niz nedaća nekontrolirane visoke inflacije, kao i hiperinflaciju zabilježenu u prvim godinama političke i monetarne neovisnosti, korištenje strategije nominalnog sidra deviznog tečaja imalo

je uporište u vrijeme i nakon provedbe Stabilizacijskog programa iz listopada 1993. kada je uspješno iskorijenjena inflacija. Međutim rasprave kontinuirano i danas traju u smislu: koliko je i je li takva strategija bila dobra nakon 1995., a posebice od početka novog tisućljeća nakon što se Hrvatska dodatno otvorila prema uvozu međunarodnih tokova robe, novca i kapitala. Od tada do danas nije se niti jednom mjerom ekonomske politike pokušalo smanjiti razmjer neslužbene euroizacije, nego se upravo suprotno, u očekivanju ulaska u EU (i EMU kada se za to ispune uvjeti), tolerirala rastuća euroizacija depozita i euroizacija kredita (odobrenih s valutnom klauzulom) što je dodatno zbog visoke razine inozemnog duga povećalo osjetljivost ukupnog financijskog i ekonomskog sustava na potencijalnu deprecijaciju kune.

Iako je nakon kratkog razdoblja fiksnog deviznog tečaja Hrvatska relativno brzo usvojila režim upravljano plivajućeg deviznog tečaja, monetarna politika ostala je vječno oslonjena na korištenje nominalnog sidra deviznog tečaja i to kako u razdoblju 2001. do 2007. kada su prevladavali aprecijacijski pritisci, tako i od 2008. do danas kada prevladavaju deprecijacijski pritisci. Formalno gledajući radi se o praksi implicitnog nominalnog sidra deviznog tečaja, što je moguće zaključiti iz svih službenih publikacija Hrvatska narodne banke, gdje se (danas) niti jednom riječju eksplicitno ne navodi da središnja banka koristi nominalno sidro deviznog tečaja, kao što se niti ne navodi strategija monetarne politike koju HNB koristi. Kako se na stranicama HNB-a nalazi reprezentativan popis od čak šest instrumenta monetarne politike s operacijama na otvorenom tržištu kao prvo navedenim te potom također tržišnim instrumentom pod nazivom „stalno raspoložive mogućnosti“, dok se svega nekoliko redaka odnosi na najčešće (dominantno) korišteni instrument devizne aukcije, čitatelj bi mogao zaključiti da se praktično radi o strategiji vođenja monetarne politike bez eksplicitnog sidra monetarne politike kakvu npr. koriste razvijene zemlje poput SAD-a, Japana, Švicarske ili EMU.

S druge strane u Hrvatskoj je „opće poznato da središnja banka brani tečaj“. Praksu korištenja nominalnog sidra deviznog tečaja potvrđuju relativno česte devizne intervencije kojima HNB sprječava pretjeranu deprecijaciju ili aprecijaciju kune - ali (kako službeno iskazuje) središnja banka pri tome ne brani određenu razinu tečaja. S druge strane s obzirom da se ne radi o strategiji ciljanja tečaja, središnja banka ima određeni manevarski prostor za korištenje aktivne monetarne politike, što ponekada i čini, ali isključivo kada stabilnost tečaja nje ugrožena. (Navedeno vrijedi unatoč činjenici da aktivu bilance HNB-a cca 99% čini inozemna aktiva kao da se radi o sustavu valutnog odbora, dok s druge strane u pasivi bilance glavninu čine obvezne rezerve banaka.)

Inflacijska očekivanja javnosti u Hrvatskoj uglavnom su usidrena na tečaj kuna - euro. Javnost je gotovo u potpunosti sigurna da središnja banka (odnosno guverner) brani tečaj te nerijetko vjeruje da središnja banka brani tečaj kune pod svaku cijenu i u odnosu na sve valute (što u novijoj povijesti potvrđuju negativna iskustva dužnika zaduženih s valutnom klauzulom u švicarskim francima, a koji su nespontano usidrili na očekivanje stabilnog tečaja ne vodeći računa da HNB brani jedino tečaj kuna - euro). S druge strane glavnina dužnika, posebice stanovništvo, zaduženi su uz valutnu klauzulu u eurima, što s obzirom na iznose dugovanja također govori u prilog tome da domaća javnost olako prihvaća (kroz medije često publiciranu) tezu o stabilnosti deviznog tečaja kao glavnom (ali nigdje službeno spominjanom) cilju monetarne politike.

Zbog visokog stupnja euroizacije čitav niz pokazatelja iz financijske i realne sfere gospodarstva visoko je osjetljiv na promjene tečaja (konkretno šokove deprecijacije kune), što je zasigurno najvažniji razlog zbog kojeg središnja banka zaista brani tečaj. Istodobno se na policama trgovina i zelenih tržnica nalaze brojni uvezeni proizvodi pa stabilnost cijena u Hrvatskoj primarno ovisi o snazi domaće valute u odnosu na euro kao valuti sidra, dok zbog uvozne zavisnosti pri proizvodnji domaćih proizvoda i njihova cijena također ovisi o tečaju. Pri tome niti jedna ekonomska politika ne nastoji promovirati učinak supstitucije inozemnih proizvoda domaćim proizvodima kako bi se aktivirala domaća industrija i poljoprivreda.

Hrvatska praktično predstavlja primjer zemlje s kvazi valutnim odborom koji se bitno ne razlikuje od službenog valutnog odbora s „čvrstim“ oblikom valute vezane za euro i emisijom domaćeg novca pokrivenom međunarodnim pričuvama (u Hrvatskoj je takvo pokriće čak i veće od 100%), odnosno bitno se ne razlikuje od sustava koji koriste eksplicitno nominalno sidro fiksnog deviznog tečaja, iako u Hrvatskoj formalno postoji upravljano plivajući devizni tečaj koji MMF od 2009. opisuje režimom de facto puzajućeg prilagođavanja.

Karakter monetarne politike dosljedno poštuje pravila korištenja automatizma u vođenju monetarne politike kod primjene strategije nominalnog sidra deviznog tečaja. Navedeno podrazumijeva da središnja banka vodi restriktivniju monetarnu politiku u slučaju većeg odljeva deviza i deprecijacijskih pritisaka na domaću valutu, odnosno ekspanzivniju politiku u slučaju većeg priljeva deviza i aprecijacijskih pritisaka na valutu. Tako uz slobodne međunarodne tokove novca i kapitala te politiku usmjerenu na očuvanje stabilnosti deviznog tečaja, monetarna politika nema i ne može imati razvojni karakter pa se praktično ukupni domet utjecaja ekonomske politike svodi na fiskalnu politiku i stvaranje povoljnijeg ili (trenutno) nepovoljnijeg okruženja

za priljev inozemnih direktnih ulaganja, što znači da je budući ekonomski rast određen interesom stranih investitora za ulaganje u Hrvatsku, gdje će se razvijati one poslovne aktivnosti koje će stranom kapitalu biti zanimljive s aspekta njihovog individualnog interesa, a ne nužno i s aspekta interesa gospodarstva Hrvatske.

Devizne transakcije središnje banke predstavljaju glavni instrument kreacije i poništavanja primarnog novca i direktnog uplitanja središnje banke na domaćem deviznom tržištu, što rezultira udjelom inozemne aktive od čak 99% u ukupnoj aktivi bilance HNB. Dodatno, za potrebe očuvanja stabilnosti deviznog tečaja središnja banka nerijetko koristi i druge instrumente monetarne politike pa je tako npr. povećavala stopu obvezne rezerve u uvjetima špekulativnih deprecijacijskog pritiska na domaću valutu, uvela graničnu obveznu pričuvu u uvjetima pretjerane aprecijacije domaće valute koja se javljala kao posljedica inozemnog zaduživanja banaka, ograničila rast plasmana banaka kroz uvođenje obveznog upisa blagajničkih zapisa, a na devizni tečaj djeluju i druge mjere uključujući minimalno potrebna devizna potraživanja, strukturu izdvajanja kuskog i deviznog dijela obvezne pričuve, visinu stope na lombardni prekonoćni kredit, raspoloživost (odnosno od listopada 2009. praktična nedostupnost) jednotjednog zaduživanja banaka po principu obratnih repo transakcija itd., a u širem smislu učinci se ostvaruju i kroz mjere supervizije i regulacije banaka npr. kroz promjene u sustavu održavanja minimalnog koeficijenta likvidnosti, toleriranu izloženost valutnom riziku itd. Dodatno, stabilnosti tečaja pridonose i medijska obraćanja guvernera, gdje ovisno o stupnju nestabilnosti tečaja guverner iznosi odlučnost središnje banke u obrani tečaja.

Hrvatska je danas visoko uvozno zavisna i visoko zadužena zemlja u kojoj je stabilnost tečaja primarna čak i po cijenu slabijeg ekonomskog rasta, jer su i domaći i inozemni dugovi indeksirani stranom valutom, a svi sektori prezaduženi. U isto vrijeme domaća proizvodnja je zapostavljena. Umjesto ulaganja u tehnološki napredak domaće industrije i poljoprivrede poslovna aktivnost vezana je uz trgovinu, poslove s nekretninama, financije i funkcioniranje silne administracije zaposlene u javnoj upravi (čiju opstojnost s jedne strane podržavaju kolektivni ugovori i rigidno tržište rada, a s druge strane silne birokratske procedure i zakonska regulativa pa je cijeli sustav zarobljen u moru silnih propisa i procedura stvarajući loš ambijent za razvoj poduzetništva – birokracija očito smišlja načine kako zadržati svoju brojnost i moć u sustavu). U trgovinama domaćih i inozemnih vlasnika dominiraju jeftiniji uvozni proizvodi (prehrambeni proizvodi stranih brendova, prehrambeni proizvodi domaćih brendova od kojih je većina proizvedena u inozemstvu, domaći prehrambe-

ni proizvodi u čijoj proizvodnji se koriste sirovine uvoznog porijekla, strana odjeća i obuća, u inozemstvu proizvedeni školski pribor, bijela tehnika itd.), dok u strukturi izvoznih proizvoda i izvozno-orijentiranih poduzeća značajan dio čine oni u čijoj se proizvodnji finalnog proizvoda koriste sirovine i poluproizvodi uvoznog porijekla - u tom slučaju deprecijacija kune zaista ima negativne efekte na izvoz jer povećava troškove proizvodnje najvećih domaćih izvoznika. (Tako i ne čudi da su s vremenom ~~su~~ utihnuli glasovi izvoznika koji zagovaraju deprecijaciju valute, odnosno postali sve izraženiji glasovi svih onih kojima deprecijacija šteti.)

Iako je u Hrvatskoj danas vrlo popularno govoriti o nužnosti pokretanja novog vala investicija, oživljavanju poduzetničke aktivnosti ili programima razvoja poljoprivrede sve lijepe želje više izgledaju kao nada s obilježjima kvazimagičnog razmišljanja, dok stvarnost više odgovara narodnom tumačenju „u Hrvatskoj se ništa ne isplati“ (osim trgovine, kreditiranja i uvoza) – domaći poljoprivredni, prehrambeni i tekstilni proizvodi daleko su skuplji od uvoznih (čemu osim niže produktivnosti i troškovne efikasnosti svakako pridonosi i tečaj koji stranu robu čini konkurentnijom, dok istovremeno ne postoje nikakva ograničenja prekomjernog uvoza iz inozemstva zbog čega je nerealno očekivati zainteresiranost domaćih subjekata za strukturnim promjenama i novim investicijama kada će ionako uz postojeći tečaj strana roba ostati jeftinija); ponuda hotela i restorana u značajnoj mjeri uključuje uvozne proizvode jer su jeftiniji od domaćih pa je upitno koliko turizam predstavlja naš neto-izvozni proizvod; suveniri iz Hrvatske su proizvedeni u inozemstvu (što nije specifičnost samo Hrvatske nego gotovo svih turistički orijentiranih zemalja); povoljniju prodajnu cijenu ima maslinovo ulje, poljoprivredni proizvod i vino iz inozemstva itd. Kada se jedinični trošak rada preračuna u eure (uz postojeći tečaj kojim je domaća valuta precijenjena), trošak rada u Hrvatskoj značajno je veći nego u drugim europskim bivšim tranzicijskim zemljama što je itekako važan faktor za poticanje/destimuliranje stranih investicija u proizvodnoj sferi gospodarstva.

Na prosječnu cijenu rada u Hrvatskoj bitno se odražavaju visoka davanja za poreze, prireze i doprinose, kao i progresivno oporezivanje viših dohodaka - osoba koje obavljaju visokostručne/menadžerske poslove koji se tipično vežu uz više dohodovne razrede te pridonose nereprezentativnosti podataka o visini plaća u Hrvatskoj, dok se upravo značajan dio dodane vrijednosti stvara u djelatnostima koje zapošljavaju višekvalificiran rad koji država nemilosrdno oporezuje visokim stopama, a porez snose i plaćaju poslovni subjekti. Međutim, na komparativnu nekonkurentnost cijene rada u Hrvatskoj djeluje i tečaj koji u nepovoljni položaj stavlja domaće resurse i rad kao faktor proizvodnje, a

navedeno posebice dolazi do izražaja kod nižih dohodovnih razreda koji se tipično vežu uz rad u proizvodnji, a gdje su osnove za obračun poreza i doprinosa relativno niske i zahvaća ih najniža porezna stopa pa u tom slučaju nema smisla prenaplaćivati utjecaj porezne presije na trošak rada. U takvom okruženju ne iznenađuje interes poduzeća za preseljenjem proizvodnje u druge države i kasnijim uvozom te robe u Hrvatsku, što nije povezano uz vlasništvo domaćeg i inozemnog kapitala nego uz jednostavnu ekonomsku računicu na koju, osim deviznog tečaja (koji domaću valutu održava precijenjenom), djeluju i porezi, birokracija, tehnološko zaostajanje koje smanjuje produktivnost rada, rigidnost plaća, socijalna i radna prava te neizgrađeno tržišno gospodarstvo – gospodarstvo koje je od „Zapada“ preuzelo stil života usmjeren na individualno bogaćenje pojedinaca (koji su se na vrijeme prilagodili uvjetima precijenjene valute, uvozu, trgovini i svojedobnom rastu cijena nekretnina), dok su od socijalizma zadržani vlast birokracije i zahtjevi za socijalnim pravima koje već odavno država ne može financirati, a uskoro će se naći i pred zidom nemogućnosti daljnjeg zaduživanja države i plaćanja visokih kamata. (Navedeno se spominje kako bi se izbjeglo neutemeljeno ekstremno razmišljanje u smjeru da su monetarna politika i tečaj jedini čimbenici koji su nas doveli na rub propasti.)

Kada se govori o adekvatnosti monetarne strategije implicitnog nominalnog sidra deviznog tečaja kao indirektnog cilja za očuvanje stabilnosti cijena u Hrvatskoj, problem je s jedne strane izbor monetarne strategije, a s druge strane neadekvatnost razine deviznog tečaja uz koji je uvozna roba uvijek konkurentnija i ne daje prostora za povećanje tržišnog udjela domaće robe i usluga na domaćem tržištu. Najveći problem nije izbor strategije, jer osim usmene medijske predaje ona praktično nije službeno objavljena (pa se niti ne mora vezivati za stabilnost deviznog tečaja), nego je najveći problem nerealni (ali tržišno određen) devizni tečaj koji je već u listopadu 1993. domaću valutu učinio precijenjenom, dok su u ovom tisućljeću tome pridonijeli sloboda ulaska inozemnog kapitala te kamatnjaci znatno veći od inozemnih, zahvaljujući čemu je cvjetalo tržište bankovnih kredita, a danas ostao teret vraćanja dugova i plaćanja kamata.

Dosadašnja monetarna strategija bila je zadovoljavajuća s aspekta održavanja niskih stopa inflacije i sprječavanja špekulativne deprecijacije koju bi proizveli domaći subjekti u nastojanjima da zaštite realnu vrijednost svoje imovine. Isto je tako bila učinkovita i glede očuvanja povjerenja domaće javnosti u bankovni sustav kojem je na čuvanje/upravljanje povjerenja glavna štednje građana, poduzeća i drugih subjekata. Pri tome se upravo stabilnost deviznog tečaja referira kao ključni faktor očuvanja stabilnosti u bankovnom sustavu jer

su se ukorijenila (ali i svakodnevno kontinuirano promovirala) vjerovanja da bi hrvatski građani povukli svoju štednju iz banaka ako bi im se onemogućilo da u njima glavninu štednje drže u deviznim depozitima. Pri tome nikada nije postojao konsenzus o opravdanosti i nužnosti provođenja deeuroizacije štednje, a što je bilo daleko lakše postići u dobrim vremenima kada je Hrvatska bilježila rast gospodarstva i kada je trebalo promovirati ulogu domaće valute.

Važnost stabilnosti deviznog tečaja danas je još više izražena s aspekta euroizacije kredita gdje su domaći subjekti poglavito zaduženi uz valutnu klauzulu pa jasno zagovaraju nastavak iste tečajne politike jer bi u protivnom mogli postati žrtve rasta tereta otplate kredita (dok praksa indeksacije kredita sa domaćom stopom inflacije nikada nije bila shvaćena kao ozbiljan prijedlog kako bi se smanjila osjetljivost na nestabilnost deviznog tečaja). Od središnje se banke tako očekuje da i u nastavku brani stabilnost deviznog tečaja kao intermedijarni cilj za očuvanje monetarne i financijske stabilnosti pa je u Hrvatskoj teško naći sugovornike koji bi se priklonili promjeni monetarne strategije u korist ciljanja inflacije i fleksibilnog deviznog tečaja.

S druge strane, pitanje je, bi li Hrvatska uopće mogla formalno koristiti ciljanje inflacije. Kao mala, otvorena i visoko euroizirana zemlja teško može dopustiti značajne fluktuacije domaće valute sa razmjerom deprecijacije preko 10%, a da zbog toga ne postane novi primjer zemlje s problemom valutne i bankovne krize, gdje scenarij može biti i nepovoljniji ako zbog visokog inozemnog duga dođe do rasplamsavanja dužničke krize, a zbog gubitka sidra inflacijskih očekivanja do razvoja inflacije. Deeuroizacija je u današnjim okolnostima visoko rizična (iako je više nego poželjna) pa su nositelji monetarne politike očito zaključili da je najbolje „ne raditi ništa“, odnosno preživljavati na „*bufferima*“ financijske stabilnosti koje su ranijih godina stvorili politika kumuliranja visokih deviznih pričuva, visoka stopa adekvatnosti kapitala banaka te različite makro-prudencijalne mjere usmjerene na korigiranje nepoželjnih učinaka interne i eksterne financijske liberalizacije.

Sve navedeno moglo bi ići u prilog tezi da je monetarna strategija HNB-a bila uspješna, tim što više jer se ne radi o eksplicitnom ciljanju deviznog tečaja (uz nadu da se to neće raditi ni u budućnosti u mandatu novog guvernera jer ne bi bio poželjan povratak na monetarni režim iz 90-ih), nego o korištenju sidra deviznog tečaja kao implicitne intermedijarne varijable uz koju je monetarna politika ipak zadržala određeni manevarski prostor i može u manjoj mjeri reagirati na domaće šokove. Nemoguće trojstvo tako je postalo manje nemoguće, jer je finim podešavanjem te makro-prudencijalnim mjerama i monetarnim kontrolama anuliran dio negativnih učinaka sloboda međunarodnih tokova novca i kapitala, anuliran učinak mogućih i većih aprecijacijskih pritisaka na

valutu između 2003. i 2007. te je povremeno vođena nešto aktivnija monetarna politika.

Međutim, propusti monetarne strategije ipak postoje, uključujući provedbu Stabilizacijskog programa iz listopada 1993., kasniju praksu fiksnog/stabilnog deviznog tečaja kojim je domaća valuta uvijek precijenjena, dok se najveće zamjerke upućuju restriktivnosti monetarne politike koja je provođena u naj-nepovoljnije vrijeme tranzicije domaćeg gospodarstva. Tako je trajno izazvan efekt supstitucije domaćih proizvoda sa jeftinijim inozemnim proizvodima, podržavajući destrukciju domaćeg proizvodnje. Pogreške su učinjene i u komunikacijskim kanalima s javnošću jer je nepotrebno proklamirana teza o spasonosnom mehanizmu stabilnog deviznog tečaja, umjesto da je uz praksu implicitnog nominalnog sidra korišten kanal komuniciranja koji bi ukazivao na nisku stopu domaćeg inflacije i postignutu stabilnost cijena te odmakao svakodnevna razmišljanja građana s teme „stabilnosti tečaja“ i špekulativne neograničene kupovine deviznih depozita građana. Praktično je to trebao biti osnovni instrument stvaranja okruženja za promjenu monetarne strategije u pravcu ciljanja inflacije.

Umjesto toga nepotrebno je podržana euroizacija depozita i kredita gdje domaća javnost može na temelju ponašanja banaka suditi o krhkosti dugoročne stabilnosti deviznog tečaja. Ako bankarski stručnjaci ne vjeruju u stabilnost domaćeg valute zašto bi vjerovali „obični građani“? Na deeuroizaciju depozita nije se pokušalo djelovati kroz praksu različitih stopa obvezne rezerve (nižih za depozite u domaćoj valuti i većih za depozite u stranim valutama), nego se upravo suprotno tolerirala špekulativna potražnja za devizama domaćih građana zbog čega je upitno u kojoj mjeri su „velike“ devizne pričuve kod središnje banke i banaka zaista dostatne za pokriće svih deviznih obveza prema inozemstvu i domaćim subjektima. Na sličan način kroz sustav obvezne rezerve ili na drugi način nije se pokušalo promijeniti sektorsku i valutnu strukturu kredita banaka, a što je bilo moguće kroz uvođenje dodatne obvezne rezerve temeljene na aktivima bilance banaka (Galac, 2011). Umjesto toga tolerirano je snažno zaduživanje stanovništva uz valutnu klauzulu, a upravo je ono sektor koji najviše može pogoditi potencijalna veća deprecijacija kune u odnosu na euro. Također je tolerirano obilno kreditiranje onih poslovnih subjekata koji nisu izvoznici pa nemaju devizne priljeve kojima bi smanjili valutni rizik po kreditima domaćih banaka i inozemnim deviznim kreditima, dok su krediti u obilju plasirani i uvoznicima. Naposljetku, nije se u dovoljnoj mjeri nastojalo suzbijati inozemno zaduživanje, iako je upravo domaća kreacija primarnog novca kroz ex nihilo emisiju i odobravanje kratkoročnih kredita bankama mogla odigrati važan faktor emisije domaćeg novca i likvidnosti uz manju

ovisnost o inozemnom zaduživanju te dovesti do afirmacije domaćeg kanala kamatnjaka (čak i po cijenu nešto veće stopa inflacije od 3 do 4%).

To bi u najmanju ruku omogućilo da se nominalna i realna deprecijacija dogode daleko prije (koncem 90-ih) i/ili od 2003. do 2007. kada je Hrvatska bilježila veće stope ekonomskog rasta, rast životnog standarda građana i procvat tržišta nekretnina te stoga bila manje osjetljiva na potencijalne negativne učinke deprecijacije, sposobnija prihvatiti deeuroizaciju sustava te promjenu monetarne strategije prema eksplicitnom ciljanju inflacije. Iz današnje perspektive sve je to daleko teže provesti, a posebice s aspekta veće osjetljivosti financijskog sustava na različite poremećaje, okruženje domaće recesije i prelijevanje učinaka krize iz eurozone na domaće gospodarstvo. S druge strane, unatoč ograničenjima za promjenu monetarne strategije i aktivnije vođenje monetarne politike, neodgovorno je čekati 2018. ili neku drugu godinu kada bi Hrvatska eventualno mogla ući u EMU i koristiti blagodati ex nihilo emisije primarnog novca ECB-a. Hrvatska mora pronaći svoj put izlaska iz strukturne neravnoteže te postojećih zamka pasivne monetarne politike, precijenjene valute te euroizacije jer je to jedini način da izbjegnemo ponavljanje propalog desetljeća iz 90-ih.

8. ZAKLJUČAK

Izbor monetarne strategije malih i otvorenih zemalja determiniran je obilježjima ekonomskog i financijskog sustava, gdje posebno mjesto zauzima osjetljivost zemlje na promjene deviznog tečaja. Strategija ciljanja inflacije dobro funkcionira u zemljama koje nisu euroizirane, koje imaju razvijen financijski sustav, visok kredibilitet monetarne politike te izgrađeno povjerenje u domaću valutu pa nisu ovisne o nužnosti očuvanja stabilnosti deviznog tečaja.

S obzirom da je sloboda međunarodnih tokova roba, novca i kapitala okruženje u kojem funkcioniraju male i otvorene zemlje, ciljanje inflacije nameće se kao optimalna strategija koja ne sputava aktivno korištenje monetarne politike jer financijska stabilnost nije determinirana stabilnošću deviznog tečaja, nego je u daleko većoj mjeri određena monetarnom stabilnošću, kvalitetom plasmana banaka te kretanjem kamatnjaka. S druge strane sidro deviznog tečaja može predstavljati efikasnu monetarnu strategiju za očuvanje monetarne i financijske stabilnosti u zemljama koje su uvozno zavisne, visoko euroizirane i inozemno zadužene, ali na dugi rok nameće niz ograničenja u provođenju monetarne politike gdje zagovaranje fiksnog deviznog tečaja koji domaću valutu čini precijenjenom može postati kočnica održivog ekonomskog rasta i razvoja.

Zagovaranje strategije sidra deviznog tečaja tipično je u zemljama gdje se građani javljaju kao nositelji špekulativne potražnje za devizama te gdje banke i drugi vjerovnici prakticiraju valutnu indeksaciju kredita i drugih potraživanja, kakav slučaj predstavlja Hrvatska. U takvom okruženju postoji veliki otpor eventualnim promjenama monetarne strategije, čak i neovisno o negativnim učincima koje stabilan tečaja izaziva, jer prevladava vjerovanje da bi razmjer drugih negativnih učinaka bio veći ako bi se dopustile oscilacije deviznog tečaja, provela deeuroizacija i uvela strategija ciljanja inflacije.

Konkretno, u slučaju Hrvatske promjena strategije malo je vjerojatna, ne samo zbog očuvanja monetarne i financijske stabilnosti, nego i zbog očekivanog ulaska u EU te težnje središnje banke ka što bržem uvođenju eura kao domaće valute, zbog čega domaći poduzetnici imaju sve manje vremena za prilagodbu poslovnim ciklusima eurozone i režimu posve fiksnog deviznog tečaja. S druge strane, vrijeme i uvjeti ulaska u EMU za Hrvatsku su još prilično neizvjesni i udaljeni možda više od šest godina pa bi iz te perspektive bilo opravdano stvoriti uvjete u kojima bi se mogla više afirmirati aktivna monetarna politika i dopustiti nešto veća fleksibilnost deviznog tečaja, kao npr. u slučaju Češke i Poljske koje uspješno provode politiku eksplicitnog ciljanja inflacije uz niske referentne kamatne stope (posebice u Češkoj) i niske stope obvezne rezerve (2 do 3,5%) te unatoč slobodi međunarodnih tokova roba, novca i kapitala (uz istodobno relativno niže troškove rada izražene u eurima a ne domaće kupovne moći realnog dohotka stanovništva, uz veću produktivnost, manju poreznu presiju, te manji stupanj financijske euroizacije) bilježe održiv ekonomski rast i relativno niske stope inflacije.

9. LITERATURA

1. Bernanke B.S., Laubach, T., Mishkin F.S, Posen, A.S. (2001), *Inflation targeting: Lessons from the international experience*, Princeton University Press
2. Elwell C.K. (2012), The Depreciating Dollar: Economic Effects and Policy Response, CRS Report for Congress, February 23, dostupan na: <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1895> (pristupljeno 19.6.2012.)
3. Galac, T. (2011), *Globalna kriza i kreditna euroizacija u Hrvatskoj*, Hrvatska narodna banka, Istraživanja I-33, listopad
4. Hammond, G., Kanbur, R., Prasad, E. (ed by) (2009.), *Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets*, Edward Elgar, Cheltenham, UK
5. Houben A. C.F.J. (2000.), *The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Netherlands

6. IMF (2011), *De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*, dostupan na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a2.pdf> (pristupljeno 19.5.2012.)
7. Kolasa, M., Lombardo, G. (2011), *Financial frictions and optimal monetary policy in an open economy*, National Bank of Poland, Working Paper 91, 2011
8. Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), *Monetarna politika*, RRiF Plus d.o.o., Zagreb
9. Mishkin, F.S. (2007, prijevod 2010), *Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta*, Mate, Zagreb
10. National Bank of Serbia (2012), Inflation Report, May
11. National Bank of Serbia (2011), Inflation Report, May
12. Swiss National Bank (2012), Quarterly Bulletin, June, Volume 30, dostupan na: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/quartbul_2012_2_komplett/source/quartbul_2012_2_komplett.en.pdf (pristupljeno 28.6.2012)