

*Dubravko Radošević**

Neven Vidaković¹
MONETARNO-KREDITNA ANALIZA,
Effectus, Zagreb, 2016., str. 545

U hrvatskoj literaturi iz područja monetarne ekonomike, odnosno moderne monetarne teorije i monetarne politike nedostaju novi radovi hrvatskih monetarnih ekonomista, koji se temelje na analizama konkretnih monetarnih kretanja u Hrvatskoj, ili monetarnih teorija koje su nastale nakon globalne financijske krize. Znanstvena monografija Nevena Vidakovića, koja je bila objavljena u listopadu prošle godine, ulazi u red takvih novijih radova, koji se bave ne samo monetarnom teorijom, već, što je još važnije, na kritički način analiziraju monetarnu politiku Hrvatske narodne banke, te ukazuju na strukturne probleme koje takva politika novca izaziva u realnoj ekonomiji Hrvatske. Ova monografija Nevena Vidakovića ulazi u kategoriju takvih vrijednih izuzetaka.

Post – krizna monetarna istraživanja u inozemstvu doživjela su izuzetno velike pozitivne promjene, koje su predmet različitih istraživanja (primjerice, MMF-a, Bruegel instituta, DIW instituta, IFO instituta i drugih njemačkih in-

* Dr. sc. D. Radošević, viši znanstveni suradnik, Ekonomski institut Zagreb i docent Sveučilišta u Zagrebu (E-mail: dradosevic@eizg.hr).

¹ Neven Vidaković školovan je u SAD-u, na zasadama moderne ekonomske teorije. Diplomirao je na University of Michigan Ann Arbor i to iz područja financijske matematike. Dvije godine radio je u u Carnegie Trading Group u Clevelandu (SAD), dok je osam godina radio u Privrednoj banci d.d. Zagreb na poslovima tzv. Assset – Liability Managementa (ALM), od čega tri godine u Intesa Sanpaolo banci u Milanu (Italija). Bio je prodekan na Visokoj školi za financije i pravo Effectus u Zagrebu, a trenutačno je profesor na ZŠEM-u te rukovoditelj u investicijskom fondu. Autor je i koautor više znanstvenih i stručnih radova (znanstvenih monografija) iz područja komercijalnog bankarstva, međunarodnih financija i monetarne ekonomike. Znanstveni je suradnik i docent Sveučilišta u Ljubljani, gdje je magistrirao, dok je ekonomske znanosti doktorirao u Mariboru).

stituta, Brookings Institution, Levy Institute, CEPS-a, BIS banka, istraživačkih odjela različitih centralnih banaka - američkog FED-a New York, ECB-a, Bank of England, Banque de France, People's Bank of China, etc.). Ukratko, suština promjene monetarne paradigme svodila bi se na prihvaćanje i novu valorizaciju teorije inherentne financijske nestabilnosti Hymana Minskog (teorija financijskih ciklusa), na realnije sagledavanje neizvjesnosti (John M. Keynes, Philip Knight, Irving Fisher, Hyman Minsky, etc.), novije interpretacije dileme monetarne politike „rules versus discretion“ (reinterpretacija Milтона Friedmana, Henry Simmonsa, Adair Turner), te novih pogleda na povezanost monetarne politike i inflacije, odnosno optimalne inflacije nužne za tržišnu ekonomiju (Michael Woodford, William White, Olivier Blanchard, Ben Bernanke, MMF), i nove interpretacije Philipsove krivulje (stručnjaci Bruegel instituta, etc.). Endogena teorija novca, odnosno istraživanja iz oblasti emisije novca te kreiranja ponude kredita gospodarstvu, predmet su istraživanja brojnih modernih autora, posebice stručnjaka u Bank of England. Za razliku od ove moderne teorije novca, u Hrvatskoj nažalost još uvijek prevladava teorija depozitno – kreditne multiplikacije (preuzeta iz poznatog udžbenika Paula Samuelsona), kao osnova za vođenje monetarne politike i monetarnu analizu. Znanstvena monografija Nevena Vidakovića djelomično popunjava ovu prazninu u recentnoj hrvatskoj literaturi. U osnovi, ova knjiga polazi od jednog fleksibilnog teoretskog nasljeđa, kombinacije različitih teoretskih doprinosa različitih monetarnih ekonomista, što bi se moglo ukratko navesti kao Keynes/Fisher/Lucas/Minsky teoretski okvir.

Knjiga je podijeljena u dva osnovna dijela: „Umijeće monetarne politike“ i „Modeli monetarne politike“, te sadrži 16 poglavlja i zaključak. U prvom dijelu, autor analizira definiciju novca, tržišne agente i funkcioniranje banaka i središnjih banaka u monetarnoj politici. Mala otvorena ekonomija i monetarna politika u maloj otvorenoj ekonomiji puno je kompleksnija od monetarne politike u velikim ekonomijama. Monetarni problemi sa kojima se susreće mala otvorena ekonomija nisu nužno vezani samo za održavanje stabilnosti deviznog tečaja domicilne valute, nego mogu biti vezani i za probleme nereguliranih kapitalnih tokova, kreditne ekspanzije, dugoročnih monetarnih nestabilnosti, kao što je vanjski dug, odnosno neto međunarodna investicijska pozicija (prema metodologiji EK za ispravljanje makroekonomskih neravnoteža, tzv. NIIP, koji se smatra ključnim indikatorom vanjske ranjivosti, „nestabilnosti“ otvorene tržišne ekonomije). Autor je svjestan svih ovih problema, i zato polazi od ovih ograničenja u svojoj analizi. Autor analizira sve sudionike u maloj otvorenoj ekonomiji (kućanstva, banke, kompanije, država) i kako monetarna politika utječe na svakog od pojedinog sudionika u nacionalnoj ekonomiji, pri čemu autor sasvim jasno naglašava razlike u ponašanju pojedinih sudionika u ekonomiji u slučajevima malih ili velikih otvorenih ekonomija. Poseban naglasak u analizi je na kreditnim odnosima, na procesu stvaranja kredita u tržišnim ekonomijama sa vlastitim monetarnim suverenitetom, ali uz

postojeća ograničenja, koja su posljedica otvorenosti takvih ekonomija. Kroz ovaj pristup autor stvara pretpostavke za razumijevanje utjecaja monetarne politike na realne ekonomske procese. U analizi, autor se često osvrće na problem kauzalnosti, što je važno u monetarnim analizama ove vrste. Upravo da objasni ekonomske procese i problematiku kauzalnosti, Neven Vidaković detaljno analizira i uspoređuje ekonomske modele koji se koriste u provođenju monetarne politike. Nakon usporedbe modela, autor za svaki model daje kritički osvrt o primjenjivosti modela na Hrvatskoj. Ovakvim detaljnim pristupom, autor je dao doprinos razumijevanju moderne ekonomske teorije u Hrvatskoj i primjenjivosti pojedinih teorija na specifične hrvatske probleme. Značajan originalni znanstveni doprinos ove monografije bio bi u detaljnom opisu tehnika monetarne politike pod različitim tečajnim aranžmanima, te autor jasno daje na znanje kako se prijelaz monetarne politike kod režima varijabilnog i stabilnog tečaja mora biti različiti, jer odabir tečajnog režima ima najvažniji utjecaj na strukturu nacionalne ekonomije, zbog utjecaja na strukturu cijena u modernoj tržišnoj ekonomiji, obzirom da cjenovni signali imaju ključnu ulogu u alokaciji ograničenih resursa (poznat je zagovor Milтона Friedmana za fleksibilni tečajni režim, jer takav tečaj utječe na tisuće cijena u tržišnoj ekonomiji, odnosno na strukturu relativnih cijena, te na alokativnu funkciju slobodnog tržišta; opširnije vidjeti u Friedman, 1953.²). Odabir tečajnog režima ima, naravno, značajan utjecaj na strukturu ekonomije, pa se tako implicitno provodi promjena strukture nacionalne ekonomije (Radošević, Vidaković, 2015.), sa izvozno – proizvodne na uvozno zavisnu ekonomiju, utemeljenu na zaduživanju u inozemstvu i potrošnji, uz dezindustrijalizaciju te jačanje uloge tercijarnog sektora ekonomije (usluge i turizma). Zbog toga, prema našem mišljenju, dilema „monetarna politika ili strukturne reforme“ u osnovi ne postoji, jer monetarna politika, odabirom tečajnog režima, djeluje na strukturu ekonomije te implicitno mijenja postojeću strukturu nacionalne ekonomije u odabranom pravcu. Dakle, monetarna politika je također generator strukturnih promjena, odnosno strukturnih reformi u svakoj normalnoj tržišnoj ekonomiji. To je krajnja implikacija Friedmanovog rada iz 1953. godine. Ukratko, različite strukture ekonomije će naravno tražiti i različitu ulogu monetarne politike. Znanstveni doprinos autora u ovoj monografiji nalazi se upravo u činjenici da je autor u modele uključio i poslovne banke i kreditnu politiku, kao važnog elementa kapitalnih tokova i procesa financijalizacije u malim otvorenim

² Ovdje je evidentna simplificirana reinterpretacija Milтона Friedmana od strane hrvatskih „monetarista“, koji ovu tezu, ovaj poznati rad Milтона Friedmana uglavnom ne citiraju, već zanemaruju u svojim teoretskim analizama ili konkretnim odlukama HNB, te zagovaraju monetarne aranžmane koji imaju značajke valutnog odbora, u osnovi, rigidnog monetarnog sustava iz kolonijalnog doba Velike Britanije, korišten u 19. stoljeću u britanskim dominionima, koji nisu imali politički suverenitet ili su bile kolonije, pa nisu onda mogli imati niti monetarni suverenitet. Glavni nedostatak valutnih odbora je da takav monetarni sustav ne daje prostora centralnoj banci/valutnom odboru da vodi anti-cikličku monetarnu politiku. Fiksni tečajni režim ima slične karakteristike.

ekonomijama. Upravo je uloga kreditne politike banaka izuzetno važna za malu otvorenu ekonomiju, jer ukoliko banke nisu u stanju samostalno financirati kreditnu potražnju, onda je potreban uvoz kapitala u formi inozemnog zaduživanja. Autor u ovoj knjizi izvrsno povezuje kreditnu politiku banaka i monetarnu politiku središnje banke preko odabira tečajne politike. Ovakvim teoretskim pristupom, Neven Vidaković je napravio značajan pomak u razumijevanju monetarne politike u Hrvatskoj i utjecaja režima stabilnog tečaja na kapitalne tokove, kao i objasnio probleme sa kojima se susreće hrvatska ekonomija. Prema našem mišljenju, radi se o integriranju novijih teoretskih i empirijskih radova suvremenih inozemnih monetarnih ekonomista, posebice Adair Turnera (Turner, 2012. i 2016.), koji je ukazao na problem neograničenih mogućnosti kreiranja novca od strane privatnih banaka *ex nihilo*, uz deregulaciju kreditne aktivnosti banaka i delimitiranje tzv. leverage ratio, što daje suboptimalnu strukturu plasmana privatnih banaka, ali i drugih autora, što se može ukratko navesti, uvjetno rečeno, kao Keynes/Fisher/Lucas/Minsky/Turner teoretski okvir. Naime, ovaj teoretski okvir nesporno ima teoretskog utjecaja na analizu autora, koja ja aplicirana na hrvatske okolnosti i monetarnu politiku HNB. To je dokaz teoretskog iskoraka Nevena Vidakovića, čije empirijske potvrde možemo naći, prema našem mišljenju, u promjeni strategija i prakse centralnog bankarstva u post – kriznom razdoblju (Eichengreen et al., 2011; Turner, 2012. i 2016., Think – Tank 20, 2013., Borio, 2014., etc.). Autor je, osim znanstvene analize postojeće monetarne politike Hrvatske narodne banke, u javnom diskursu prepoznat kao monetarni ekonomista koji se zalaže za monetarnu reformu, kao pretpostavki kompleksnih strukturnih reformi u Hrvatskoj. Tako u jednom intervjuu autor ističe (Vidaković, 2017): „Centralna banka treba provesti monetarnu reformu koja se sastoji od pet točaka. Prvo, treba napustiti mantru da ona sama ništa ne može, da su joj vezane ruke. To je važno jer mijenja pogled na to kako centralna banka vidi samu sebe unutar hrvatske ekonomije. Drugo, treba djelomično deeuroizirati državu jer potpuna deeuroizacija nije nužno potrebna ni moguća. To, naravno, ne znači ukidanje štednje u stranoj valuti. Treće, treba promijeniti regulativu tako da kunska kamatna stopa postane jeftina, a euro kamatna stopa skuplja u odnosu na kunsku. To će prebaciti monetarno-kreditni odnos s eura na kunu. Važno je naglasiti da drugi i treći postulat pripadaju jednoj te istoj monetarnoj operaciji. Četvrto, treba napraviti regulatorni okvir kojim se banke potiču na kreditiranje poduzetnika koji će otvarati radna mjesta. Ako želite kredit od banke za otvaranje radnih mjesta, morate biti u mogućnosti i dobiti takav kredit. Peta stvar je da centralna banka mora uvesti nove transakcijske mehanizme kako bi kontrolirala količinu kuna u ekonomiji, a ne to činiti isključivo preko tečaja. Na taj bi način centralna banka osigurala likvidnost bankama i ekonomiji i u kriznim situacijama.“

Dakle, ovakva skica monetarne reforme nastala je na osnovi originalne monetarne analize politike centralne hrvatske banke, koja je analizirana na tran-

sakcijskoj razini, te na osnovi dugogodišnjeg iskustva u analizi bilance banaka temeljem rada na ALM analitičkim poslovima u uglednoj komercijalnoj banci, što je autoru omogućilo kompetentnu analizu bilance središnje banke (u uvjetima tzv. nekonvencionalne monetarne politike, promjena bilance središnje banke je novi instrument anti-deflacijske monetarne politike). Vjerojatno se u tome spoju bankarskog iskustva i teoretskog obrazovanja, nalazi razlog originalnog pristupa analizi monetarne politike HNB. U tom smislu, onaj dio monografije koja se bavi konkretnom analizom monetarne politike HNB sa transakcijskog aspekta (od str. 170. do str. 235.) te na osnovi analize bilance središnje banke, kao i monetarnog multiplikatora i drugih monetarnih indikatora (monetarnih agregata) smatramo važnim doprinosom u modernijoj hrvatskoj ekonomskoj literaturi. Ovaj dio knjige je ključan za potrebe monetarne analize, jer predstavlja originalan znanstveni doprinos Nevena Vidakovića hrvatskoj monetarnoj analizi. Autor argumentirano pokazuje djelovanje banaka na dualnom tržištu, tržištu deviza i novčanom tržištu, kako banke pokušavaju odražavati indikatore devizne likvidnosti u okvirima koje je propisala supervizija HNB, te kako u isto vrijeme očuvati zadovoljavajuću kunsku likvidnost, sve to u uvjetima kada središnja banka targetira nominalni devizni tečaj, tzv. središnji paritet valute, tečaja u odnosu na euro, kao referentnu valutu i nominalno sidro za dezinflaciju. Targetiranje deviznog tečaja, koji nije utvrđen na razini javno obznanjenog središnjeg pariteta, ali implicitno se daje signal tržištu da su oscilacije tečaja dozvoljene u vrlo uskom koridoru varijabilnosti u odnosu na centralni paritet (radi se o tzv. „dirty floating“ deviznom režimu, prema klasifikaciji MMF-a), podrazumijeva da je Hrvatska narodna banka, u osnovi, preuzela mehanizme tzv. valutnog odbora, odnosno mehanizam emisije novca centralne banke isključivo na osnovi deviznih transakcija, radi očuvanja stabilnosti središnjeg pariteta kune prema euru, na razini nominalnog targeta, što implicira iz kretanja prosječnog tečaja HNB u zadnjih desetak godina. Mehanizmi deviznih transakcija HNB vrlo su detaljno opisani u knjizi, te bi svaki zainteresirani čitatelj svakako morao dobro proučiti ove dijelove monografije, ako želi razumjeti krajnje implikacije ovakve monetarne strategije HNB (o trilemi hrvatske ekonomije i monetarnoj politici u uvjetima financijske globalizacije, opširnije vidjeti u Zdunić, 2011.). Neven Vidaković izvrsno analizira monetarni multiplikator i kreditiranje u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu (poglavlja 4.1., 4.2. i 4.3. knjige). Ovo je suština monetarne analize procesa kreiranja novca središnje banke i poslovnih banaka, te suština kreiranja specifičnog kreditnog odnosa u Hrvatskoj (ovdje treba istaknuti da HNB ne refinancira kredite poslovnih banaka, kao što to primjerice radi ECB). Autor na transakcijskoj razini dokazuje svoju tezu da kreditiranje u valutnoj klauzuli samo po sebi stvara nelikvidnost u domaćoj valuti. Na primjeru monetarne multiplikacije, Neven Vidaković dokazuje prekid procesa monetarne multiplikacije u Hrvatskoj (?!), analizira mehanizme kreditnog sloma (credit crunch-a) u uvjetima razduživanja (deleveraging) asset – price inflacije, bust fazi

kreditnog/financijskog ciklusa nakon 2009., odnosno fazi ispuhivanja spekulativnog balona nastalog u boom fazi kreditnog/financijskog ciklusa, koji je nastao kao posljedica ekspanzivne monetarne politike HNB i ekspanzivne kreditne politike poslovnih banaka na osnovi prebrzog inozemnog zaduživanja po modelu tzv. „carry trade“ sve to u razdoblju 2000. - 2008. godine. Autor navodi stajalište kako „problem koji se sada javlja jest kako da centralna banka aktivira neaktivan novac u ekonomiji ponovno učini aktivnim i potakne banke na kreditiranje“ (str. 232.)! U osnovi, radi se o problemu obnove procesa stvaranja kreditnog novca, ali mjerama nekonvencionalne (reflacijske) monetarne politike (Haldane, A., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., Young, C., 2016.), ali prilagođene regulatornom okviru Hrvatske narodne banke i specifičnim okolnostima koje vladaju na hrvatskom financijskom tržištu, tržištu deviza i tržištu novca, te obnovi komunikacije između ova dva tržišta. Autor navodi određena monetarna rješenja sa ciljem obnove procesa kreditiranja odnosno za ostvarivanje reflacije te prekid credit crunch-a, sloma bankovnog kreditiranja u Hrvatskoj, koje se, također, manifestira kao proces odljeva kapitala (capital reversals, odnosno, capital outflow) iz Hrvatske (putem otplata inozemnih kredita, povrata deviznih depozita i isplate dividende banaka), putem razduživanja podružnica stranih banaka u Hrvatskoj. Kratka forma kritičkog prikaza knjige ne dopušta nam šire eksplicacije ovih prijedloga, koji tehnički nisu jednostavni, a koje autor iznosi u svojoj znanstvenoj monografiji. Naposljetku, autor izvrsno uočava nekonzistentnost monetarne politike HNB, koja je takvom svojom restriktivnom monetarnom politikom, u osnovi, deflacijskom monetarnom politikom u uvjetima tzv. bust faze financijskog ciklusa omogućila relativnu stabilnost središnjeg pariteta hrvatske kune prema euru, kao targetiranom cilju monetarne strategije, ali HNB je zbog toga žrtvovala realni sektor hrvatske ekonomije, koji nije u dovoljnoj mjeri opskrbljen kreditnim novcem. Naše je mišljenje da se ovdje vrlo zorno može citirati poznata Minskijeva konstatacija da „stabilnost destabilizira“. Hrvatska je izvrstan primjer takve makroekonomske/monetarne politike. Autor je u drugom dijelu monografije prezentirao pregled glavnih ekonomskih modela. To su modeli koji imaju jasnu matematičku podlogu. U ovom dijelu knjige, znanstveni doprinos autora je u tome što je svaki od modela koji se analiziraju nastojao prilagoditi karakteristikama hrvatske ekonomije. Ovdje je važno poglavlje „Model male otvorene ekonomije – Hrvatska“ (str. 474.-527.) monografije. Za neke modele, kao što je model realnog poslovnog ciklusa, to je novost u našoj ekonomskoj literaturi. Zaključak sažima osnovne nalaze monetarne analize iz monografije, a posebice je važan sažetak zaključaka u vezi (ne) djelovanja monetarnog mehanizma u Hrvatskoj (transformacija monetarnog multiplikatora u monetarni deflator, kreditni slom, bijeg kapitala, deflacija, razduživanje, negativno djelovanje restriktivne monetarne politike HNB na realni sektor hrvatske ekonomije, sekularna stagnacija, utjecaj monetarne politike na nezaposlenost, etc.).

Naposljetku, treba reći da je knjiga primarno namijenjena monetarnim ekonomistima koji se bave istraživanjima hrvatske monetarne politike, makroekon-

mistima koji se bave ekonomikom razvoja ili makroekonomskim politikama u malim otvorenim ekonomijama, te istraživačima koji se bave monetarnom teorijom, iako je to područje posebnog istraživanja, obzirom na zastoj u takovrsnim istraživanjima zbog stanovite dogmatizacije monetarnih istraživanja u Hrvatskoj. Ipak, i nakon ovakve odlične monografije iz oblasti monetarne politike, ostaje na hrvatskim istraživačima zadatak da nastave sa daljnjim monetarnim istraživanjima, koja bi mogla biti korisna za osmišljavanje nove monetarne strategije centralne banke u srednjem ili duljem roku, kao dijela sveobuhvatne monetarne reforme Hrvatske na početku provedbe kompleksnih strukturnih reformi, čak i nakon usvajanja eura kao vlastite valute Hrvatske, otprilike oko 2030. godine, pod pretpostavkom uspješnog završetka reformi.

LITERATURA

- Blanchard, O., Dell'Arricia, G., Mauro, P. (2010.). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Staff Position Note, SPN/10/03. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Borio, C. (2014.). „Monetary Policy and financial stability: what role in prevention and recovery?“, *BIS Working Papers; No. 440*, Basel: Bank for International Settlements.
- Eichengreen, B., et al. (2011.). *Rethinking Central Banking*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Fisher, I. (1933.). „The Debt - Deflation Theory of Great Depressions“, *Econometrica*, 1(4): 337-357.
- Friedman, M. (1948.). „A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability“, *American Economic Review*, 38(3): 245-264.
- Friedman, M. (1953.). „The Case for Flexible Exchange Rates“, u: Friedman, M., *Essays in Positive Economics*, Chicago: The University of Chicago Press, 157-203.
- Haldane, A., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., Young, C. (2016.). „QE: the story so far“, *Staff Working Paper No. 624*, London, Bank of England.
- Minsky, H. (1986.). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Ostry, J., Prakash, L., Furceri, D. (2016.). „Neoliberalism: Oversold?“, *Finance & Development*, Washington DC: IMF.
- Radošević, D., Vidaković, N. (2015.). „Monetary Policy versus Structural Reforms: The Case of Croatia“, *Bančni Vestnik (Monthly Journal of Slovenian Bankers' Association/Združenje Bank Slovenije)*, December.
- Think Tank 20 (2013.). *The G – 20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy*. Washington DC: The Brookings Institution.
- Turner, A. (2012.). *Economics After the Crisis: Objectives and Means*. Cambridge, MA: The MIT Press.

- Turner, A. (2016.). *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. New Jersey: Princeton University Press.
- Vidaković, N. (2017.). „Ramljakova nagodba odredit će strukturu hrvatske ekonomije“, *Novosti*, Zagreb, 12. lipnja 2017. Dostupno na: <https://www.portalnovosti.com/neven-vidakovic-ramljakova-nagodba-odredit-ce-strukturu-hrvatske-ekonomije>.
- William, W. (2012.). „Ultra – easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences“, *Working Paper 126*, Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas.
- Zdunić, S. (2011.). „Impossible Trinity and Economic Depression“, *Proceedings of Faculty for Economics University of Rijeka*. Rijeka, December 2011.