

Prof. dr. sc. Ivan Lovrinović

Doc. dr. sc. Marijana Ivanov

NOVAC I GOSPODARSKA AKTIVNOST

MONEY AND ECONOMIC ACTIVITY

SAŽETAK: U radu se promatra odnos između monetarnog i realnog fenomena u teorijskoj i praktičnoj dimenziji. Ovaj je odnos kroz povijest promatran na različite načine, od krajnjeg negiranja utjecaja monetarnog rasta na realni dohodak i zaposlenost, do isto tako ekstremnog prenaplašavanja važnosti monetarnog mehanizma u poticanju gospodarskog rasta. Posebna pažnja u radu posvećena je ulozi novca u keynesijanskoj i monetarističkoj teoriji, kao dominantnim pravcima ekonomskih politika današnjice. Analizom pojedinih slučajeva u radu se ističe da je politika skupog novca i njome izazvana nelikvidnost, opasna za nacionalno gospodarstvo jer može prouzročiti negativne učinke na kretanje BDP-a i zaposlenosti. Zbog kontradiktornosti ciljeva, monetarna politika kada rješava problem recesije, povećava opasnost pojave inflatornih pritisaka, dok isto tako kada djeluje antiinflacijski, može izazvati recesiju. S tim u svezi naglašena je važnost ispravnog odabira ciljeva monetarne politike te dovedeno u pitanje strogo inzistiranje na stabilnosti cijena kao jedinom cilju monetarne politike, uz žrtvovanje svega ostalog.

KLJUČNE RIJEČI: novac, stabilnost cijena, gospodarski rast, keynesijanizam, monetarizam

ABSTRACT: The object of this paper is a theoretical and a practical analysis of the relationship between the monetary and the real phenomenon. Through history this process is observed in different ways, from the negation of the monetary influence to the emphasized importance of the monetary mechanism in stimulating economic growth. Special attention is given to roles of money in the Keynesian and Monetarism theory as the dominant trends in today's economic policy. Through the analysis of specific cases it is pointed out that a strong monetary policy and caused illiquidity are dangerous for the national economy because of their negative impact on GDP and employment. Since the targets of the economic policy are contradictory, the antirecession monetary policy results in inflation pressures, but an anti-inflation policy can lead to the recession. The importance of the right choice of monetary policy targets has been emphasized. Also, strongly insisting on price stability as the only target of monetary policy at any sacrifice has come into question.

KEY WORDS: money, price stability, economic growth, Keynesianism, monetarism

1. UVOD

Rasprava o monetarnoj politici kao organiziranom mehanizmu upravljanja novčanom ponudom zanimljiva je iz brojnih razloga. Jedan od njih je određivanja ciljeva monetarne politike i njihova razgraničenja od svega onoga što može ili treba nositi taj atribut. Konkretnije rečeno, treba li u određenim ekonomskim okolnostima monetarnu politiku koristiti kao instrument poticanja gospodarskog rasta ili se ona treba isključivo usredotočiti na brigu o stabilnosti cijena? Namjera ovoga rada je ispitivanje teoretskih i praktičnih činjenica o neutralnosti novca na gospodarsku aktivnost te opravdanje o izboru stabilnosti cijena kao jedinog cilja monetarne politike.

2. TEORETSKI OKVIRI U POVIJESNOJ DIMENZIJI

Uopćeno je shvaćanje da su promjene agregatna potražnje i čimbenici koji ih izazivaju upravo glavni razlozi postojanja konjunkturnih ciklusa. Smanjenje potrošnje stanovništva u razdoblju recesije, smanjuje potražnju robe i usluga, a niski očekivani profiti umanjuju korisnost poduzimanja privrednih investicija, što sveukupno djeluje na pad proizvodnje i zaposlenosti.

Prema *monetarnom shvaćanju* o ulozi novca u gospodarskoj aktivnosti, dovoljna ili nedovoljna opskrbljenost gospodarstva novcem predstavlja glavni razlog smjene četiriju godišnjih doba privredne aktivnosti: ekspanzije, vrhunca, recesije i dna. To podrazumijeva da kada bi obujam povećanja novčane ponude uvijek pratio potrebe gospodarstva (povećanje proizvodnje, zaposlenosti i potrošnje), ekonomskih kriza gotovo uopće ne bi bilo, odnosno ne bi bile izazvane ekonomskim čimbenicima.

Suprotno opisanom monetarnom shvaćanju o ulozi novca u gospodarstvu, pobornici *nemonetarnog shvaćanja* ističu kako je novac neutralan, jer promjene njegove količine ne utječu na realna gospodarska kretanja (proizvodnju, zaposlenost, investicije i cijene). Ekstremni oblik nemonetarnog shvaćanja uloge novca posebice je bio naglašen u radovima predstavnika klasične ekonomije. Promatrajući novac isključivo kao neutralna posrednika, tj. sredstvo olakšanja razmjene, a robno-novčanu privredu kao organiziraniji sustav trampe, oni ističu da su monetarna kretanja (novac, njegova količina i ostali monetarni faktori) posljedica realnih kretanja i da u gospodarstvu ništa nije tako indiferentno kao novac /17, str. 160/. Jednadžba razmjene *Irvinga Fishera*: $MV = PT$, uvijekvećila je osnovni postulat klasične kvantitativne teorije novca da se promjene opće razine cijena događaju proporcionalno promjenama količine novca u optjecaju. Time je ova jednadžba dala izuzetan doprinos monetarnoj teoriji i politici: *potakla je ideju da bi središnja banka mehanizmima monetarne regulacije, tj. kontrolom novčane mase, mogla regulirati cijene*. Budući da je teorija ujedno odbacila mogućnost korištenja monetarne politike kao instrumenta poticanja proizvodnje i zaposlenosti, implicitno je naglasila osnovnu zadaću današnjih središnjih banaka, a to je briga o *stabilnosti cijena*.

Jean Baptist Say kojega su mnogi omalovažavali, nazivajući ga samo francuskim prevoditeljem "Bogatstva naroda" Adama Smitha, dao je bitno teoretsko uporište shvaćanjima klasične ekonomije. Iz Sayovog zakona tržišta prema kojem: "ponuda kreira vlastitu potražnju", uslijedio je zaključak da privreda uvijek funkcionira uz punu zaposlenost i uz potencijalni proizvod. Time je odbačena i mogućnost pojave depresije ili potreba njezina liječenja /8, str. 143/. Međutim, desetljeća koja su uslijedila nakon Sayove smrti 1832. godine, bila su teška razdoblja čestih kriza i depresija u kojima je roba ostala neprodana, a radna snaga nezaposlena. Zahvaljujući poimanju konjunktturnih ciklusa kao normalnih pratećih pojava ekonomskog razvoja koje se "same od sebe rješavaju" i ne zahtijevaju detaljnije analize, sve do Velike depresije (znači još gotovo 100 godina), ovakav stav uspješno je odolijevao svim napadima, iako se privredna ravnoteža očito ostvarivala pri nedovoljnoj zaposlenosti.

Dolazak *Johna Maynarda Keynesa* (1883. - 1946.) i njegovoga uvelike znanoga djela "Opća teorija zaposlenosti, kamata i novca" iz 1936. godine, označio je konačno oslobođenje od dugogodišnje vladavine zakona ponude. Nove generacije teoretičara usmjerile su svoju pažnju na analizu razloga zbog kojih su nadnice i cijene nefleksibilne, *zašto novac nije neutralan* te kako se djelovanjem monetarne i fiskalne politike može djelovati na gospodarska kretanja /14, str. 33-96/. Gledano s povijesnog aspekta, to je značilo kraj dominacije klasične ekonomije. Novac je prestao biti (iako nikad nije niti bio) "veo koji prekriva realna kretanja" i postao značajna varijabla makroekonomskih modela.

Kako u *keynesijanskoj teoriji* monetarna politika nije neutralna niti u dugom niti u kratkom roku, monetarna ekspanzija i njezin učinak na tržišni kamatnjak rezultiraju multiplikativnim efektima koji se s monetarne sfere prenose na realni sektor, odnosno novac postaje generator gospodarskog razvoja i rasta. Međutim, upravo u razdoblju dominacije keynesijanskih recepata vođenja makroekonomske politike, s izraženim uplitanjem države u mehanizam tržišta, monetarna politika imala je vrlo malo značenje. Razloge tome treba tražiti prvenstveno u povijesnim okvirima razvoja same teorije. Keynesijanska teorija razvila se u uvjetima: 1) visoke deflacije, koju nisu mogli riješiti niti dogovori o minimalnim cijenama niti načela "netržišne" utakmice s parolom "oligopol - a ne konkurencija"; 2) visoke nezaposlenosti, koju pad nadnica nije smanjivao nego čak potencirao padom kupovne moći stanovništva; 3) niske razine stvarnog BDP – daleko ispod potencijalnog te 4) niskih kamatnjaka. Poput "konopa koji se može vući, ali se ne može gurati", ekspanzivne mjere monetarne politike u spomenutim okolnostima nisu mogle potaknuti privrednu aktivnost i izvući privredu iz depresije. Na primjer u slučaju SAD-a, mehanizmom postupnog sniženja reeskontne stope sa 6% 1929. godine na 1,5% 1931. godine te ekspanzivnim operacijama na otvorenom tržištu FED je obilno povećavao likvidnost komercijalnih banaka i njihov kreditni potencijal, ali zbog velike opreznosti banaka i malog interesa za ulaganje zbog niskih prinosa, željenih učinka nije bilo. Poticanje državne potrošnje, koja nije pokrivena prihodima - već se financira zaduživanjem¹, kao instrument povećanja potražnje, postalo je neizbježan supstitut u to vrijeme neefikasnoj monetarnoj politici.

Keynesova *zamka likvidnosti* predstavljala je teoretsko objašnjenje zašto, u uvjetima vodoravne LM krivulje tipične za razdoblje Velike depresije, povećanje ponude novca ne dovodi do ekonomske ekspanzije. Naime, kamatnjaci su već toliko niski (po Keynesu cca

¹ Implicitno, to je podrazumijevalo znatnije korištenje kreditne politike, pri čemu nikako ne smijemo zaboraviti da je ona sastavnica monetarnog mehanizma.

2-4%) da se ne mogu više sniziti pa nema učinka koji bi potaknuo porast investicija i multiplikativno povećanje agregatne potražnje. Istodobno, ekonomski subjekti špekuliraju zadržavanjem gotovine umjesto da investiraju, odnosno preferiraju držanje gotovine, a ne obveznica, jer očekuju da će cijene obveznica uskoro pasti. Keynes je zbog toga zaključio da se izlazak iz krize mora tražiti ekspanzivnom fiskalnom politikom, a ne monetarnom politikom.²

Jačanjem mehanizmima diskrecijskih mjera i ugrađenih stabilizatora fiskalna politika je time dobila novi epitet – *stabilizacijska politika*. Odstupanje stvarnog BDP od dohotka pri razini pune zaposlenosti od tada se ne promatra kao povremeno odstupanje nego kao središnja sklonost ekonomije. Kako zaposlenost ovisi o agregatnoj potražnji na koju fiskalna politika neposredno utječe, politika proračuna postala je iznimno važnom odrednicom razine zaposlenosti. Keynesijanska revolucija rezultirala je još jednim učinkom: zaštićena Keynesovom tvrdnjom: “Dugoročno svi smo mi mrtvi” (In the long run we are all dead.), pretvorila se u trajno i gotovo normalno *uplitanje države u mehanizam tržišta*, čak i u okolnostima privredne ekspanzije i nepotrebne korektivne uloge države.

Istodobno monetarna politika postala je manje značajan instrument ekonomske politike. Svodila se na održavanje niske razine kamatnih stopa radi poticanja investicija te radi smanjenja izdataka države za plaćanje kamata na dugove javnog sektora. Reguliranje novčane ponude izgubilo je osnovnu svrhu kontrole cijena, jer su cijene idućih gotovo tridesetak godina i onako bile stabilne. U SAD-u se brži rast stope inflacije javio tek nakon 1966. godine, a posebno nakon prvog i drugog naftnog šoka. Kontrolirane cijene monopola i oligopola koji su nastojali što više maksimirati svoje profite te velike ovlasti sindikata, uzrokovali su da je u to vrijeme inflacija nadnica i cijena postala problem broj jedan svih razvijenih tržišnih gospodarstava. To je poljuljalo povjerenje u liječenje gospodarstva keynesijanskim metodama, slično kao što je Velika depresija opovrgla recepte klasične teorije.

3. KEYNESIJANSKO NASLIJEĐE I MONETARISTIČKI PRISTUP

Sukladno *keynesijanskom transmisijском mehanizmu djelovanja monetarne politike* u adekvatnom ekonomskom okruženju, monetarne vlasti mogu ekspanzivnom politikom poticati gospodarski rast. Učinak povećanja likvidnosti i mehanizam snižavanja kamatnjaka tu imaju presudno značenje. Ukoliko postoji pozitivna reakcija potrošača i investitora na pad nominalnog kamatnjaka, dolazi do povećanja agregatne potražnje i porasta dohotka. Osim toga, ako postoji režim fluktuirajućeg deviznog tečaja, pad kamatnjaka potiče depre-

² Neobjašnjiva ekonomska zamka zbog koje ekspanzivne mjere monetarne politike nisu mogle potaknuti privrednu ekspanziju u razdoblju Velike krize poljuljale su povjerenje u klasičnu kvantitativnu teoriju novca, iako njezin kasniji reformator M. Friedman naglašava kako u spomenutom razdoblju monetarna politika u stvarnosti i nije bila ekspanzivna.

cijaciju domaće valute koja stimulira izvoz i smanjuje uvoz robe i usluga³. Na taj se način povećava agregatna potražnja i potiče privredni razvoj. Djelotvornost monetarne politike u konkretnim okolnostima ovisi pri tome o nagibu LM krivulje (ravnoteže na novčanom tržištu) što implicira visinu transakcijske i špekulativne potražnje za novcem, o elastičnosti funkcije investicija na promjenu kamatnjaka, visini očekivanih profita, postojećoj stopi inflacije i nezaposlenosti te konkretnom režimu deviznog tečaja koji postoji u dotičnom nacionalnom gospodarstvu.

Restriktivna monetarna politika pak, preko pogoršanja kreditnih uvjeta (rasta kamatnjaka) i smanjenja iznosa raspoloživih kredita banaka, ograničava rast potražnje i djeluje u pravcu snižavanja inflacije. Međutim, ovdje treba imati na umu da ograničena ponuda bankarskih kredita (posebice u uvjetima nerazvijene financijske strukture) dovodi do smanjenja (za svaku državu poželjnih) investicija, a time multiplikativno i do smanjenja nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Uslijed toga prerestriktivne mjere monetarne politike i njima izazvani poremećaji u financijskom sustavu mogu postati čimbenik smanjenja obujma proizvodnje i pojave recesije u gospodarstvu⁴. Osim toga, iako politika visokih kamatnjaka u pravilu predstavlja dobar instrument eliminiranja inflacijskih pritisaka izazvanih viškom agregatne potražnje nad agregatnom ponudom, posredni (neželjeni) učinci takve politike mogu djelovati vrlo destabilizirajuće. Naime, ukoliko su nominalni kamatnjaci znatno viši od realnih, tj. ako uključuju i rast cijena, potenciranje rasta kamatnjaka neće utjecati na zaustavljanje inflacije.

Uzimanje u obzir razlike između nominalne i realne kamatne stope tako ima presudno značenje u razumijevanju djelotvornosti monetarne politike i predviđanju budućeg kretanja kamatnih stopa. Ukoliko ljudi predviđaju daljnje povećanje inflacije, oni ugrađuju očekivanu inflaciju u kamatne stope koje su voljni platiti kao zajmoprimci, odnosno koje zahtijevaju kao zajmodavci, što predstavlja troškovnu komponentu rasta (umjesto smanjenja) inflacije⁵. Sektor poduzeća i država - porastom cijena svojih proizvoda i usluga, a stanovništvo - zahtjevima za veći dohodak (plaće, nadnice i mirovine), mogu pokriti narasle troškove zaduživanja pa neće smanjivati svoju potrošnju. Štoviše, oni će nastojati što prije potrošiti svoj dohodak, kupiti što veću količinu realnih dobara ("kupi sada - dok ne poskupi") te zaduživanjem čak anticipativno trošiti budući dohodak, jer je kupovna moć njihovih sredstava namijenjenih za potrošnju ili investiranje sada veća.

Osim navedenoga, treba napomenuti da je u nerazvijenim zemljama i zemljama u tranziciji funkcija investicija nerijetko potpuno neelastična na promjenu kamatnjaka pa potražnja za kreditima i cjelokupna privredna aktivnost više ovise o raspoloživosti kredita

³ U uvjetima fluktuirajućeg deviznog tečaja monetarna politika je efikasniji instrument poticanja gospodarskog rasta od fiskalne politike. Obrnuto, u uvjetima fiksnog deviznog tečaja monetarna politika postaje neučinkovita u odnosu na fiskalnu politiku. Naime, sniženje kamatnjaka poželjno radi poticanja investicija, uzrokuje također i bijeg kapitala, odnosno smanjenje deviznih rezervi i povećanje deficita bilance plaćanja. Zbog toga su monetarne vlasti prisiljene djelovati reverzibilno, tj. smanjiti novčanu ponudu kako bi se privreda vratila u stanje unutarnje i vanjske ravnoteže.

⁴ Naravno, taj učinak ovisi o elastičnosti funkcije investicija na promjenu kamatnjaka. No, kako su "željene" investicije u pravilu opadajuća funkcija kamatnjaka, veći troškovi zaduživanja djeluju ograničavajuće na potencijalnu investicijsku potrošnju i postaju kočnica ekonomskog razvoja.

⁵ Za razliku od keynesijanskog modela koji implicitno pretpostavlja adaptivna očekivanja, neoklasična teorija eksplicitno podrazumijeva da se očekivanja oblikuju racionalno. Zbog toga nepredvidiva monetarna politika može ostvariti kratkoročne pozitivne realne učinke. Međutim, oni u potpunosti nestaju u dugom roku, što odgovara argumentu o dugoročnoj neutralnosti novca. Krajnost neoklasične teorije predstavlja postavka o potpunju neefikasnosti i monetarne i fiskalne politike u dugom roku.

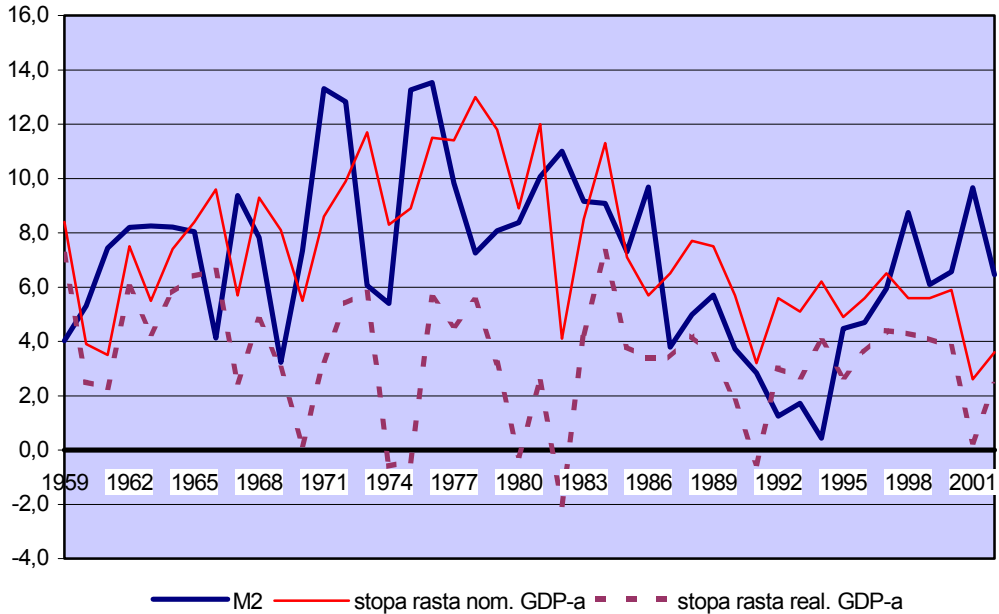
nego o njegovoj cijeni. Kako je prisutan višak potražnje za kreditima nad njihovom ponudom, onemogućeno je efikasno djelovanje diskontne politike i politike otvorenog tržišta. Eliminiranje inflacije u takvim okolnostima moguće je jedino direktnim ograničavanjem bankarskih plasmana (smanjeno kreditiranje banaka od središnje banke) i administrativnim propisivanjem visoke stope obvezne rezerve.

Na sličan način, kao što ograničenja restriktivne monetarne politike umanjuju sposobnost eliminiranja inflacije, *povratni efekti* ekspanzivnog utjecaja monetarne politike umanjuju njezinu djelotvornost u poticanju gospodarskoga rasta. Ukazivanje na postojanje povratnih efekata monetarne ekspanzije predstavlja vrlo važnu odrednicu teorije *monetarizma* na kojoj se zasniva argument o efikasnosti monetarne politike u kratkom roku i potpune neutralnosti novca u dugom roku. Oni pri tome ne negiraju činjenicu da znatnije povećanje ponude novca djeluje na pad kamatnjaka i time neposredno potiče investicijsku, osobnu i budžetsku potrošnju. Međutim, naglašavaju da povećanje spomenutih komponenta agregatne potražnje ujedno potiče i rast cijena, a time i rast nominalnih kamatnjaka koji ionako postaju visoki zbog snažne potražnje za kreditima. To znači da ekspanzivna monetarna politika na početku potiče pad kamatnjaka, a u kasnijoj fazi uzrokuje njegov rast. Uzimajući u obzir tradicionalnu zakonitost odnosa između investicija i cijene novca, u dugom roku iščekavaju svi pozitivni učinci koji bi mogli doprinijeti gospodarskom rastu, a inflacija ostaje kao jedina posljedica monetarne ekspanzije.

Zbog spomenutoga dvosmjernog i dvostrukog odnosa između novca i kamatnih stopa monetaristi smatraju da kamatne stope nisu dobar monetarni indikator te da zadatak monetarne politike nije djelovanje na obujam bankarskih kredita ili visinu kamatnjaka već djelovanje na količinu novca. Umjesto monetarnih skretanja i pritisaka - čas ekspanzivne, čas restriktivne politike, *Milton Friedman* zastupa politiku stabilnog rasta količine novca po konstantnim stopama (za privredu SAD-a na razini 4% do 5% godišnje). Takva konstantna stopa monetarnog rasta, kako sam kaže, ne bi stvorila savršenu stabilnost niti raj na zemlji, ali bi ona bila značajan doprinos ekonomskoj stabilnosti globalnog društva. Vezano uz željene i neželjene učinke monetarne politike Friedman ističe da je "stupanj našeg znanja o odnosu između novca, cijena i proizvodnje tako oskudan i postoji toliki prostor sloboda i odstupanja u ovim odnosima, da diskrecijske promjene količine novca mogu nanijeti više štete nego koristi" /7, str. 105/, tj. u najboljoj namjeri djelovati destabilizirajuće.

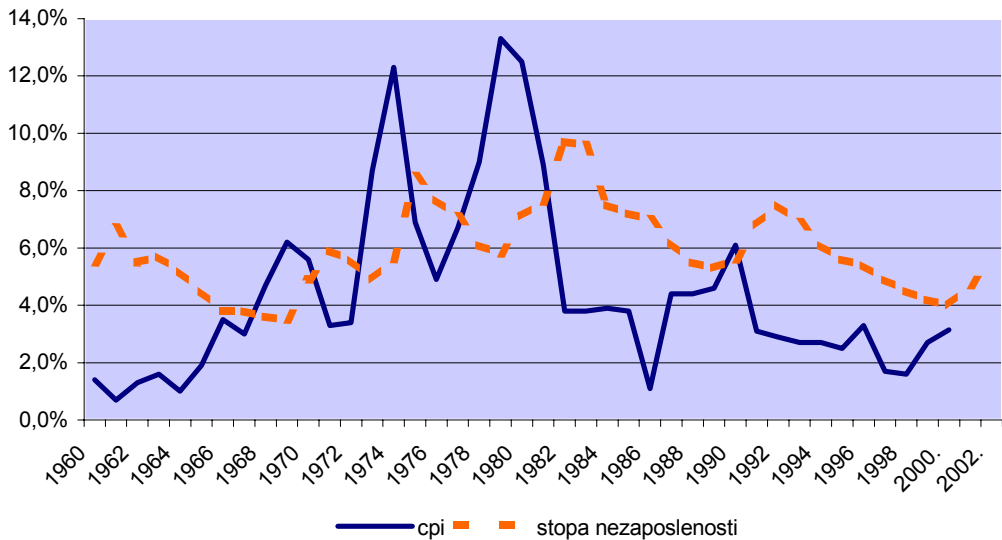
Spomenuto dokazuje primjer Sjedinjenih Američkih Država iz kasnih 70-ih godina (vidjeti slike 1 i 2). Od 1978. do 1980. godine (nakon drugoga naftnog šoka) inflacija se nekontrolirano povećavala dosežući prosjek od 12 posto godišnje. Politikom skupog novca i visokih kamatnjaka FED je usporio rast novčane mase i kredita, ali je istodobno utjecao na smanjenje potrošnje stanovništva i poslovnog sektora. Uslijed smanjenja agregatne potražnje smanjila se proizvodnja, ali je povećana nezaposlenost od 6 posto 1979. godine, na 10 posto na kraju 1982. godine. "Nagrada za ove stroge mjere bilo je dramatično smanjenje inflacije s prosječnih 12 posto godišnje u razdoblju 1979. – 1980. na 4 posto u razdoblju od 1983. do 1988. godine. Visoka nezaposlenost uspjela je izbaciti inflaciju iz privrede, ali je trošak u obliku izgubljenog outputa, prihoda i zaposlenosti bio velik" /18, str. 411/.

Slika 1 : Godišnje postotne promjene M₂ te nominalnog i realnog GDP-a u SAD u razdoblju 1960. do 1991. godine



Izvor : The Federal Reserve Board, Monetary Statistics.

Slika 2 : Stope inflacije i nezaposlenosti u SAD-u u razdoblju 1960. do 1991. godine



Izvor : The Federal Reserve Board, Monetary Statistics.

Monetarna politika tako može rezultirati brojnim željenim pozitivnim promjenama, ali i uzrokovati neželjene učinke. Upravo zbog toga odnos između ponude novca, proizvodnje i inflacije predstavlja jedno od najvažnijih, ali i najkontroverznijih područja makroekonomske. Kolika je stopa porasta novčane ponude potrebna kako bi se spriječila opća nelikvidnost, rast nezaposlenosti te duboka recesija koja vodi krizi? S druge strane gledajući, kolika je stopa porasta ponude novca prevelika jer uzrokuje inflaciju i obezvrjeđivanje svih vrijednosti u društvu? Ovo su pitanja bez jedinstvenog i preciznog odgovora.

Monetarnoj politici i središnjoj banci kao nositelju monetarne vlasti dan je zadatak da ponudu novca održava na potrebnoj razini korištenjem raspoloživih instrumenata. To znači da ciljevi usmjereni na povećanje blagostanja u nacionalnom gospodarstvu ne moraju nužno biti primarni sa stajališta monetarne politike. Kada monetarna politika rješava problem recesije, ne obuzdava inflaciju, a kad smanjuje inflaciju, ne osigurava dovoljan razvoj. Upravo zbog toga održavanje pune zaposlenosti, stabilnih cijena i poticanje rasta predstavlja težak, skup i gotovo nerješiv problem.

4. CILJEVI MONETARNE POLITIKE

Pod utjecajem dominacije neoliberalne teorije monetarna politika u razvijenim zemljama usmjerena je primarno onom *cilju* na koji raspoloživ instrumentarij središnjih banaka može djelovati, a to je **stabilnost cijena** /5, str. 11-59/. Pri ostvarivanju toga krajnjeg cilja središnje banke vode se različitim indirektnim ciljevima koji ovise o konkretnim uvjetima u pojedinim nacionalnim gospodarstvima. Naime, zbog postojanja vremenskog pomaka u djelovanju poduzetih mjera monetarne regulacije, središnje banke imaju ograničene mogućnosti direktne kontrole sadašnje stope inflacije (osim korištenjem mjera šok politike). Zbog toga se usredotočuju na analizu sadašnjih i budućih indikatora inflatornih pritisaka koji se mogu podijeliti u četiri skupine.

Prva skupina indikatora ukazuje na trenutni inflacijski pritisak mjereno iskorištenošću proizvodnih kapaciteta stopom nezaposlenosti, brojem slobodnih radnih mjesta (potražnjom za radnom snagom), indeksom cijena te proizvodnim jazom, odnosno razlikom između potencijalne i stvarne proizvodnje. Druga skupina indikatora inflacijskog pritiska u idućoj godini dana su kretanje nadnica i troškova proizvodnje, uvoznih i izvoznih cijena (budući da uključuje cijenu rada u zemlji), cijene pojedinih dobara (npr. nafte, kemijskih proizvoda, električne energije i sl.) te promjene deviznog tečaja. Treću skupinu indikatora predstavljaju rast ponude novca, kretanje kratkoročnih i srednjoročnih kamatnih stopa, tržišna očekivanja i sl., što ukazuje na inflacijske pritiske koji će se javiti za otprilike jednu do dvije godine. Krivulja kamatnih prinosa i kretanje dugoročnih kamatnih stopa pokazatelji su inflacije koja se može javiti za više od dvije godine. U četvrtu skupinu indikatora također ulaze promjene obujma kredita, cijena pojedinih oblika imovine i sl.

Budući da središnja banka direktno utječe na tokove kreiranja i poništavanja novca, mnogi ekonomisti smatraju da je definiranje stopa rasta monetarnih agregata znatno povoljnije nego određivanje razine cijena (održavanje indeksa cijena potrošačkih dobara unutar određenog raspona) ili visine deviznog tečaja. Kako je inflacija uvijek prvenstveno *monetarni fenomen*, neovisno o njezinim inicijalnim uzrocima, središnje banke brojnih zemalja kao indirektan cilj monetarne politike od sredine 70-ih godina koristile su kontrolu monetarnih agregata. Međutim, kako se posljednjih 20 godina stabilnost i predvidivost odnosa

između veličine monetarnih agregata i ekonomske aktivnosti znatno smanjila, monetarni agregati su postali manje vjerodostojni pokazatelji inflacije i ukupnih gospodarskih kretanja.

Razlog tome je pojava novih visoko likvidnih financijskih instrumenata te nekih čak i nemjerljivih kategorija kupovne moći nebankarskog sektora (npr. mogućnost izdavanja čekova iznad pokrića i slično) koji mijenjaju tradicionalnu strukturu pojedinih monetarnih agregata pa time čine sve upitnijim i odnos između kretanja monetarnih agregata i ekonomske aktivnosti. Uslijed toga se javlja problem izbora onoga monetarnog agregata koji bi najjasnije odražavao vezu između novčanog i realnog fenomena, odnosno između agregatne ponude i potražnje. Za svaku središnju banku najvažniji je podatak o novčanim sredstvima koja imaju transakcijsku funkciju jer najviše potencijalno utječu na promjenu razine cijena. Riječ je o najlikvidnijim novčanim oblicima koji se obično nalaze u monetarnom agregatu M_1 - novčanoj masi, a to je gotovina i depozitni novac. Međutim, razvoj financijskih tržišta i širenje spektra financijskih instrumenata mijenjaju tu tradicionalnu strukturu najlikvidnijeg monetarnog agregata i proširuju je novim likvidnim oblicima imovine poput kratkoročnih vrijednosnica. Nadalje, problem obuhvata najlikvidnijih novčanih sredstava komplicira se također zbog činjenice što se čak i dugoročne vrijednosnice neposredno prije njihova dospijeca mogu svrstati u tu kategoriju. Upravo zbog tih razloga neke zemlje su izabrale šire definicije temeljnog monetarnog agregata – M_2 ili M_3 kako bi odnos između promjene ponude novca i gospodarske aktivnosti (odnosno rasta) bio što realniji.

Problem koji posebno zaslužuje pažnju u izučavanju veze između novca i gospodarske aktivnosti jesu operacije na otvorenom tržištu koje u razvijenim zemljama postaju sve važnije u procjeni gospodarskih kretanja. Bujanje transakcija vrijednosnicama, posebice onim državnim (zbog rasta javnog duga), sve više determinira monetarna, a time i realna kretanja. Upravo zbog toga i kamatne stope koje se formiraju, postaju referentne, odnosno bazne kamatne stope za sve ostale sudionike financijskog tržišta, a time i ostale gospodarske subjekte. Operacije na otvorenom tržištu su značajne i iz razloga što podrazumijevaju kombinaciju monetarne i fiskalne politike koja se uobičajeno prikazuje IS-LM modelom. Država kao značajan potrošač stvara dodatnu potražnju prodajom svojih obveznica. Međutim, te obveznice ne moraju uvijek biti kupljene novcem u najužem smislu riječi već drugim likvidnim vrijednosnicama. Slično je i kod drugih sudionika financijskog tržišta koji jedan financijski oblik kupuju drugim.

Uostalom, mjenica kao najstariji oblik vrijednosnice i danas ima vrlo važnu ulogu. Kao instrument komercijalnog kredita, mjenica utječe na povećanje obujma proizvodnje, a ne očitava se u promjeni količine novca u optjecaju. Tako na primjer monetarni agregat M_1 uzima u obzir depozitni novac stvoren kreditnom aktivnošću banaka, odnosno evidentira monetarne učinke bankarskih kredita gospodarstvu. Međutim, agregat M_1 ne podrazumijeva učinke izdavanja mjenice kao instrumenta komercijalnog kredita (koji jedan gospodarski subjekt odobrava drugom gospodarskom subjektu), iako mjenica podjednako kao i bankarski kredit predstavlja novčani surogat. Naravno, kada se mjenica diskontira, tu već dolazi do pretvaranja u novac ovog ili onog oblika, no ovdje je naglasak na mjenici koja je emitirana i nije ušla u proces diskontiranja (eskontiranja), ali obavlja važnu ulogu u podizanju proizvodne sposobnosti gospodarskog subjekta.

Slično je stanje i s nekim drugim financijskim oblicima koji svojim postojanjem iniciraju promjene na financijskom i robnom tržištu, odnosno determiniraju i kompliciraju sveukupni odnos monetarnog i realnog fenomena. S tim u svezi treba spomenuti i *koncep-*

ciju novčane mase kao kupovne snage zastupljenu u poznatom izvještaju Radcliffeovog odbora. Prema toj koncepciji postoji jedan agregatni izvor odakle ekonomski subjekti mogu povlačiti kupovnu snagu, a taj je izvor spremnost banaka, drugih financijskih ustanova, trgovaca i pojedinaca da im kupovnu snagu (bez obzira na oblik - gotov novac ili kredit, u svakom slučaju potraživanje) stave na raspolaganje. To je tzv. opće stanje likvidnosti i jedino djelovanjem na njega monetarne vlasti mogu kontrolirati ukupni novčani pritisak. Slikovitije, izraženo riječima M. Friedmana, to znači sljedeće: "U suvremenom svijetu bankarstva, štedni depoziti dostupni po viđenju, kupovna moć kao pozadina kreditnih kartica, neuporabljene kreditne linije – sve to funkcionira kao novac, zajedno s novcem na tekućim računima. A javlja se i ozbiljnije pitanje – može li se zapravo kontrolirati sve što je definirano kao novac."

Zbog svega navedenog, monetarne vlasti razvijenih zemalja danas više pažnje posvećuju kretanju kratkoročnih kamatnih stopa, deviznog tečaja, indeksa cijena na malo, krivulja zarade te drugim pokazateljima početnih inflacijskih pritisaka /11/. Međutim, to nipošto ne znači da odustaju od svoje tradicionalne zadaće, a to je kontrola novčane ponude izražene kako veličinom transakcijskog novca M_1 tako i indikatorima sveukupne novčane imovine sadržane u agregatima M_2 , M_3 itd.

5. ISKUSTVA RAZVIJENIH ZEMALJA

Nastankom Europske monetarne unije srednjoročno očuvanje stabilnosti cijena (u smislu rasta harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena - HICP), uz godišnju stopu inflacije na razini do 2%, postao je transnacionalni cilj monetarne politike. Ostvarivanje toga krajnjeg cilja Europska središnja banka postiže prvenstveno određivanjem minimalnog kamatnjaka na glavne operacije refinanciranja komercijalnih banaka kod središnje banke, ali i kontrolom rasta monetarnog agregata M_3 .

Iako je prvotnim planom zajedničke monetarne politike EMU zamišljen stabilan rast M_3 po stopi od 4,5 % godišnje, stvarne stope povećanja M_3 su ipak veće. Kontinuirano opadanje kamatnjaka na novčanom tržištu te rastuće stope agregata M_1 i M_3 , zabilježene u posljednjih pet godina, ukazuju na postojanje viška likvidnosti u euro području⁶. Međutim, kako su one istodobno popraćene niskom inflacijom te negativnim trendom potrošnje, investicija i GDP-a, očito da u postojećim uvjetima ne postoji dovoljna transakcijska potražnja za novcem. To znači da se spomenuti višak likvidnosti u velikoj mjeri špekulativno alocira u dugoročne financijske oblike i realnu imovinu⁷.

Ukoliko bi se u budućnosti spomenuti višak likvidnosti prelio u potrošnju (što nije isključeno), povećala bi se opasnost jačanja inflatornih pritisaka. To je između ostalog i razlogom zašto ECB trenutno odbija daljnje snižavanje referentnih kamatnjaka. Osim toga, svakim približavanjem baznih kamatnjaka nultoj razini sužava se manevarski prostor monetarne politike, odnosno ECB bi se time našla u sličnom položaju kao Japanska središnja banka koja, uz postojeće nulte kamatne stope, monetarnom ekspanzijom ne može doprinijeti nikakvom boljitku japanske privrede.

⁶ Na spomenuti višak likvidnosti upućuje i kretanje kamatnjaka na novčanom tržištu.

⁷ Razlog tome je u velikoj mjeri visoka nestabilnost tržišta dionica i pad njihovih cijena zabilježen od sredine 2001. do početka 2003. godine.

Tablica 1: Monetarna i realna kretanja u euro području

	2001	2002	2003 Q1	2003 Q2	2003 Srpanj	2003 Kolovoz
M1	3,6	7,3	10,3	11,4	11,6	11,8
M3	5,4	7,2	7,6	8,4	8,6	8,2
Krediti privatnom sektoru	7,8	5,3	4,9	4,6	4,9	5,0
Krediti općoj državi	0,0	1,8	2,1	3,5	4,6	4,8
HICP	2,3	2,3	2,3	1,9	1,9	2,1
Rast cijena dobara	2,3	1,7	2,0	1,5	1,6	1,7
Rast cijena usluga	2,5	3,1	2,7	2,6	2,3	2,5
Troškovi rada	3,4	3,5	2,7	2,9	-	-
Realni BDP	1,6	0,8	0,8	0,2		
Korištenje kapaciteta (u %)	82,9	81,4	81,1	80,7	-	-
Stopa nezaposlenosti	8,0	8,4	8,7	8,8	8,8	8,8
EURIBOR	4,26	3,32	2,69	2,37	2,13	2,14
Prinos na desetoodišnje državne obveznice	5,03	4,92	4,16	3,96	4,06	4,20

Izvor: Monthly Bulletin, European Central Bank, November, 2003.

Minimalni kamatnjak na glavne operacije refinanciranja ECB iz godine u godinu bilježi trend snižavanja i trenutno iznosi 2%. U isto vrijeme kamatnjak na marginalne mogućnosti posuđivanja (marginal lending facilities) iznosi 3%, što je ujedno gornja granica kamatnjaka uz koji se komercijalne banke zadužuju kod središnje banke. Unatoč tome što su bazni kamatnjaci u EMU daleko viši od istih zabilježenih u Japanu te što stopa inflacije u euro području iznosi 2,1% (u odnosu na negativnih, -0,3% zabilježenih u Japanu), strah od buduće deflacije i pojave recesije i te kako je prisutan, posebice u Njemačkoj kao najvećoj europskoj ekonomiji. Stope nezaposlenosti iz godine u godinu se povećavaju, a pojava stagnacije privredne aktivnosti zabilježena je gotovo u svim zemljama članicama.

Poseban problem predstavlja činjenica što su ekonomski, institucionalni i drugi uvjeti različiti od članice do članice, a karakter i ciljevi transnacionalne monetarne politike unificirani. U zemljama poput Irske dodatno snižavanje referentnog kamatnjaka i ekspanzivniji monetarni rast izazvali bi snažan inflatorni pritisak. U isto vrijeme za njemačko gospodarstvo s osnovnom inflacijom (isključene cijene hrane i energije) 1,1% i niskim privrednim rastom od 0,6%, to bi bilo više nego dobrodošlo. Osim toga, ovdje se javlja i problem jakog eura koji je trenutno na najvišoj razini prema dolaru i funti u posljednje četiri godine. Jak euro, uz domaću slabu potražnju, bitno smanjuje njemački izvoz, a time i zaposlenost i nacionalni dohodak. Budući da zbog zajedničke tečajno-monetarne politike ne može zasebno devalvirati valutu i sniziti kamatnjake (koji su u Njemačkoj uz vrlo nisku nacionalnu inflaciju realno viši od europskog prosjeka), a zbog maastrichtskih kriterija (koji su već danas «probijeni») niti iskoristiti mehanizam daljnjeg fiskalnog popuštanja, borba njemačkog gospodarstva protiv potencijalne recesije i deflacije, uz postojeći *kult stabilnih cijena*, mogla bi nalikovati borbi s atlantskim valovima vezanih ruku.

Spomenute činjenice o posljedicama gubitka monetarne samostalnosti, cijeni stabilne i jake valute te ograničenih mogućnosti korištenja fiskalne ekspanzije, trebale bi biti svjesne sve buduće članice eurosustava i sve one koje to rado priželjkuju. Pri tome je čak i nevažno priklanjamo li se teoretskim stavovima monetarista o kratkoročnoj efikasnosti i dugoročnoj neutralnosti novca ili zastupamo keynesijansku tezu da novac nije neutralan ni u dugom ni u kratkom roku. U oba slučaja monetarna politika, preko mehanizma kamatnjaka i ostalih kanala transmisijskog mehanizma, uz odgovarajuću kombinaciju s fiskalnom politikom, može u kratkom roku doprinijeti gospodarskom rastu. Sukladno tome, poznatoj izreci: «Stabilnost nije sve, ali bez stabilnosti sve je ništa», kojom se danas opravdava osnovni cilj ECB i mnogih drugih središnjih banaka, uključujući i HNB, mogla bi se dodati još jedna: «Novac nije presudan faktor gospodarskog razvoja, ali bez novca nikakav razvoj nije moguć». Novac stvara kapital, a kapital je presudan čimbenik razvoja i rasta.

Posljednjih desetak godina ekonomska politika, pa tako i monetarna, sve se više koncentriira na gospodarsku stabilnost čija definicija nije dovoljno jasna usprkos činjenici što se pod tim pojmom negdje razumijeva niska stopa inflacije (do 2%) ili dodatno još i niska stopa nezaposlenosti. U ekonomskoj teoriji pojam stabilnosti i ravnoteže nije održiv. Može biti samo riječi o parcijalnim ravnotežama i težnji za stabilnijim gospodarskim uvjetima, budući da, kao što smo već naglasili, ekonomska politika ne može u isto vrijeme ostvariti nekoliko međusobno konfliktnih ciljeva. Preciznije rečeno, ostvarivanje stabilnosti cijena plaća se manjom ili većom nestabilnošću u realnom sektoru. Analizom ekonomske povijesti može se vidjeti da se upravo zbog toga smjenjuju glavni ciljevi ekonomske politike. U SAD-u je npr. zanimljiva smjena monetarista i keynesijanaca. Današnji koncept stabilnosti, promatran na globalnoj razini, uglavnom se veže isključivo za monetarnu stabilnost odnosno stabilnost cijena. Pri tome se takvim kultom stabilnih cijena nerijetko zanemaruju pojedinačne nacionalne potrebe, npr. zemalja u tranziciji koje trebaju više stope gospodarskog rasta.

SAD su iz povijesnog odnosa stabilnosti cijena i gospodarskog rasta možda izvukle najbolju pouku. Ako ništa drugo, zato što proklamirani cilj monetarne politike FED-a nisu ograničile isključivo na stabilnost cijena. Budući da su pred FED istodobno postavljena tri zadatka: briga o stabilnosti cijena, maksimiziranje zaposlenosti i stabilan gospodarski rast, *vjerodostojnost* njegove monetarne politike daleko je manje ugrožena u situaciji monetarnog popuštanja nego što je to slučaj kod ECB. Međutim, unatoč nedavnom sniženju diskontne stope na 2%, padu efektivne kamatne stope na federalne fondove na povijesno niskih 1% te najavama guvernera Greenspana o spremnosti ekspanzivnije kupovine državnih obveznica od FED-a (ukoliko to razvoj buduće situacija zahtijeva), službena politika i dalje je antiinflacijski orijentirana. Potkraj drugoga kvartala 2003. stopa inflacije u SAD-u, izražena preko indeksa potrošačkih cijena (CPI), iznosila je 2,1%, odnosno izražena preko indeksa osobnih izdataka za potrošnju (PCE) kreće se na godišnjoj razini između 1,25% – 1,50%. Prema službenim procjenama u 2004. godini očekuje se njeno daljnje snižavanje na razinu 1,00% - 1,25%. U isto vrijeme predviđa se i povećanje stope rasta realnog BDP s trenutnih 2,5% na razinu 3,75% – 4,75% u 2004. godini /4/, što bi trebala popratiti politika fiskalnog popuštanja koju je najavila Bushova administracija te zadržavanje «slabog» tečaja dolara radi smanjenja visokog deficita vanjskotrgovinske bilance. Time bi se ujedno smanjila i stopa nezaposlenost koja se u protekle četiri godine povećala sa 4,2% na 6,2%.

Tablica 2 : Usporedno kretanje inflacije, široke mjere ponude novca i BDP-a u izabranim razvijenim zemljama

		1999.	2000.	2001.	2002.	2003. Q1	2003. Q2
Euro područje	Stopa inflacije	1,1	2,1	2,3	2,3	2,3	1,9
	Stopa rasta M ₃			5,4	7,2	7,6	8,4
	Stopa rasta BDP-a			1,6	0,8	0,8	0,2
SAD	Stopa inflacije	2,2	3,4	2,8	1,6	2,9	2,1
	Stopa rasta M ₃	8,7	9,4	11,4	8,0	6,3	6,9
	Stopa rasta BDP-a	4,1	3,8	0,3	2,4	2,0	2,5
Japan	Stopa inflacije	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2
	Stopa rasta M ₃	3,7	2,1	2,8	3,3	1,9	1,6
	Stopa rasta BDP-a			0,4	0,1	2,9	3,0
Velika Britanija	Stopa inflacije	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	1,3
	Stopa rasta M ₄	5,5	6,6	8,1	6,0	6,8	8,2
	Stopa rasta BDP-a	2,4	3,1	2,1	1,9	2,1	1,8
Švedska	Stopa inflacije	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	2,1
	Stopa rasta M ₃	6,8	6,2	3,4	5,4	5,3	6,0
	Stopa rasta BDP-a			1,1	1,9	1,9	0,7
Danska	Stopa inflacije	2,1	2,7	2,3	2,4	2,8	2,2
	Stopa rasta M ₃	-0,2	1,1	5,7	3,5	2,8	2,6
	Stopa rasta BDP-a	2,6	2,9	1,4	2,1	1,5	-0,8

Izvor: Monthly Bulletin, European Central Bank, November, 2003; Monetary Policy Report to the Congress, The Federal Reserve Board, July 2003.

Slično stanje zabilježeno je i u Velikoj Britaniji gdje je bazni kamatnjak u posljednje dvije godine snižen s 5,0% na trenutnih 3,5%. Stopa inflacije, mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, potkraj drugog kvartala ove godine iznosila je 1,3%. U isto vrijeme stopa rasta BDP-a iznosila je svega 1,8%, a stopa nezaposlenosti 5,0% /20/.

Kao sažetak iskustva monetarne politike u razvijenim zemljama u posljednjih deset godina, možemo reći da su središnje banke u spomenutim zemljama izgradile gotovo savršene mehanizme zaštite od inflacije, a stabilnost cijena uspjele nametnuti kao prioritetni cilj ne samo monetarne već i ukupne makroekonomske politike. Međutim, njihovo takvo strogo inzistiranje na stabilnosti cijena danas je izvrgnuto sve većoj kritici javnosti. Razlog tome su već spomenute niske stope rasta razvijenih zemalja te viškovi kapaciteta zabilježeni u mnogim industrijama (automobilskoj, zrakoplovnom prometu, telekomunikacijama, bankarstvu itd.) koji preko pada potrošnje potiču smanjivanje inflacije. Čak i Međunarodni monetarni fond, kao institucija koja tradicionalno zagovara pa i uvjetuje svojim članicama politiku stabilnih cijena, sve više upozorava na mogućnost jačanja deflacijsko-recesijskih pritisaka na svjetskoj razini.

Doduše, vjerojatnost pogubne deflacije u svjetskim razmjerima danas je zasigurno relativno manja nego što je bila 30-tih godina prošloga stoljeća, ako ništa drugo zato što u svjetskom BDP-u značajno mjesto čine usluge, a upravo su njihove cijene zbog radno-intenzivnog karaktera znatno otpornije na sniženje nego što su cijene robe. Međutim, kretanja određenih varijabli ipak asociraju na razdoblje koje je prethodilo Velikoj depresiji i na površinu ponovno izvlače rasprave o mogućnosti postojanja Keynesove zamke likvidnosti. Nezaposlenost u vodećim svjetskim ekonomijama pokazuje tendenciju porasta, proizvodni jaz postojećih BDP-a i potencijalno mogućih se povećava, a niske stope rasta BDP-a ukazuju na usporavanje privredne aktivnosti, kamatnjaci prate trend stalnog snižavanja, transakcijska potražnja za novcem se smanjuje u korist špekulativne, očekivani profiti se također smanjuju itd.

Tablica 3 : Usporedno kretanje kamatnjaka na tromjesečne depozite tržišta novca

	2001	2002	2003 Q1	2003 Q2	2003 Srpanj	2003 Kolovoz
Euro područje	4,26	3,32	2,69	2,37	2,13	2,14
SAD	3,78	1,80	1,34	1,28	1,11	1,14
Japan	0,15	0,08	0,06	0,06	0,05	0,05
Velika Britanija	5,04	4,06	3,80	3,64	3,49	3,52
Švedska	4,11	4,24	3,72	3,28	2,83	2,87
Danska	4,70	3,54	2,83	2,48	2,18	2,19

Izvor: Monthly Bulletin, European Central Bank, November, 2003; Monetary Policy Report to the Congress, The Federal Reserve Board, July 2003.

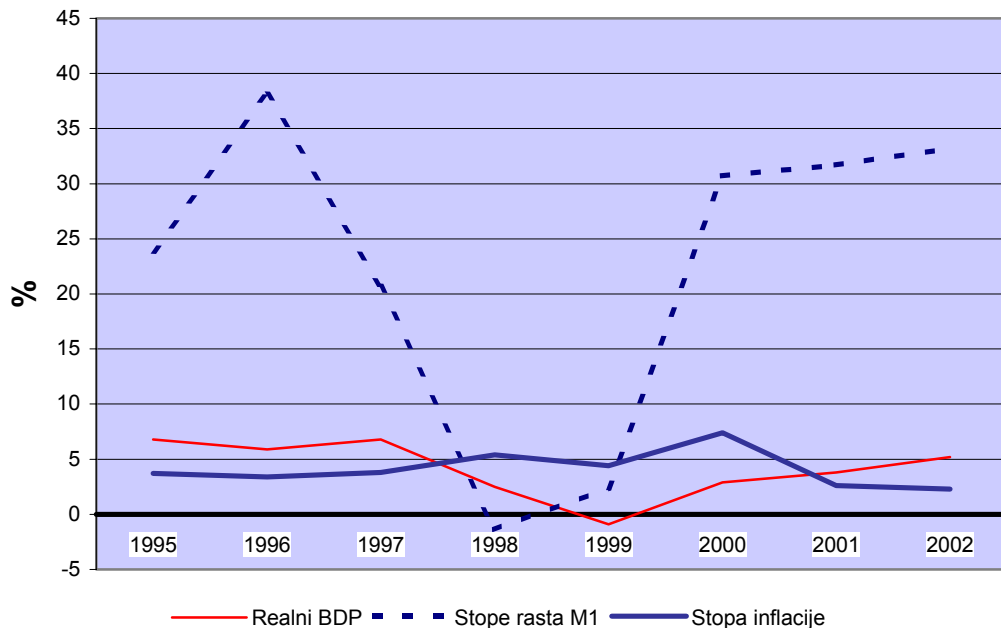
Znači li to da inzistiranje na pretjeranoj stabilnosti cijena povećava opasnost ulaska privreda netom spomenutih zemalja u zamku gdje više nikakve mjere monetarne ekspanzije neće moći potaknuti privredni rast? Možda će i ovu potencijalnu «zamku», kao i onu iz razdoblja Velike depresije, Friedman oslikati rečenicom: «Depresija je tragičan dokaz o efikasnosti monetarne politike, a ne o njezinoj nemoći... Ovlaštena monetarna tijela su objavljivala da vode ekspanzivnu monetarnu politiku kada zapravo nisu provodila takvu politiku, i njihove kategorične tvrdnje i izjave o nemoći politike po pravilu su usvajane. Iz svega toga je Keynes, s mnogim drugima, izveo zaključak da se s monetarnom politikom pokušalo nešto ostvariti, ali da je ona neefikasna» /7, str. 97/. Međutim, za razliku od razdoblja Velike depresije kada je (ne)efikasnu monetarnu politiku gotovo savršeno mogla zamijeniti ekspanzivna fiskalna politika, danas su mogućnosti fiskalne poluge više nego ograničene. U većini zemalja proračunski deficit je već sada na gornjim granicama definiranim bilo Paktom o stabilnosti (3% BDP) ili proklamiranim neoliberalnim obrascima o nužnosti niskih, uravnoteženih deficita. Isto tako, javni dug, nekada tretiran kao pravedan oblik međugeneracijske solidarnosti, danas zbog svog kontinuiranog strmoglavog rasta predstavlja samo teret ostavljen budućim generacijama čije dodatno povećanje glasači na izborima sve manje prihvaćaju.

6. ANALIZA MONETARNIH UČINAKA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Na kraju ostaje nam da se zapitamo: Što ova iskustva razvijenih zemalja znače za tranzicijske zemlje? U onim zemljama gdje se inflacija kreće na višoj razini (iznad 4%) i ne postoji odgovarajuća fiskalna disciplina, monetarna ekspanzija i popuštanje fiskalne politike zasigurno bi bitno povećali nestabilnosti u gospodarstvu, a željeni učinak na obaranje realnog kamatnjaka mogao bi u potpunosti izostati. Isto tako zbog nestabilnosti gospodarstva i visokih inflatornih očekivanja, devalvacija domaće valute rezultirala bi samo još većim porastom cijena domaćih proizvoda, odnosno tečajna politika ne bi doprinijela povećanju izvoza robe i usluga.

Međutim, to nužno ne znači i pošto-poto prihvaćanje monetarne restrikcije u mjeri koja sputava gospodarski rast. Ranija iskustva Republike Hrvatske u razdoblju od 1996. do proljeća 2000. pokazuju da je ograničavanje rasta novčane ponude (izražene preko agregata M_1) istodobno pratilo i značajno usporavanje privredne aktivnosti. Izraziti pad realnog BDP-a zabilježen je upravo između 1997. i 1999. godine kada je značajno usporen rast agregata M_1 (u smislu održavanja njegove nominalne vrijednosti na razini cca 13 milijardi kuna tri godine uzastopce). Stagnacija kreditne aktivnosti banaka, visoki realni kamatnjaci te izrazita nelikvidnost hrvatskog gospodarstva, zabilježeni u spomenutom razdoblju, javili su se tako kao neminovni učinci monetarne politike koja nije bila spremna iskoristiti monetarni mehanizam u svrhu poticanja privrednog rasta i to upravo u vrijeme i ambijentu poslijeratne obnove kada je monetarna ekspanzija bila više nego nužna. Zbog prevladavajućeg koncepta stabilnosti cijena, kao ključnog cilja ekonomske politike, sve drugo je manjeviše zapostavljeno, čak i po cijenu destabiliziranja realnog sektora. Anketna stopa nezaposlenosti se u spomenutom razdoblju značajno povećala s 9,9% zabilježenih u 1997. na 13,6 u 1999., odnosno 16,1% u 2000. godini (što uključuje učinke monetarne kontrakcije iz ranijeg razdoblja) /10/.

Kada smo spomenuli da se tri godine veličina novčane mase nije mijenjala, onda i taj podatak o 13 milijardi kuna treba uzeti u obzir uvjetno. Naime, iz aktive bilance HNB analitički se može razabrati da je u to vrijeme primarni novac iznosio oko 10 milijardi kuna. Međutim, stopa imobilizacije novca u Hrvatskoj bila je enormna te je oko 30% primarnog novca bilo na računu obvezne rezerve kod središnje banke. Kada se tome dodaju i upisani blagajnički zapisi, kao dio pasive bilance HNB, tada se stupanj imobilizacije povećava za daljnjih oko 20%. Naime, blagajnički zapisi nisu bili korišteni kao instrument koji ima veze s poticanjem aktivnosti realnog sektora već su bili (a i danas su) namijenjeni isključivo sterilizaciji monetarnih učinaka deviznih transakcija. Upravo se na temelju predočenih činjenica može uvidjeti pogrešnost oslanjanja na podatak o veličini novčane mase, a da se prethodno ne analiziraju drugi, presudno važni čimbenici koje smo opisali.

Slika 3: Kretanja agregata M1, inflacije i realnog BDP-a u Republici Hrvatskoj

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke, rujan 2003.

To se može vidjeti i u kretanju monetarnog multiplikatora koji je u spomenute tri godine iznosio 1,3. U 2000. godini on je porastao na 1,5 da bi u 2001. i 2002. godini bio ponovo smanjen na 1,3. Stopa imobilizacije novca se u spomenutim godinama također zadržala gotovo na istim razinama, što govori o prividu ekspanzivnosti monetarne politike u posljednje tri godine koji se može naslutiti iz slike 3.

Kao što se iz grafikona može vidjeti, od 2000. godine do danas zabilježene su veće stope rasta agregata M_1 te dinamiziranje rasta BDP-a koji je dosegao 5,2% u 2002. godini (u usporedbi npr. s poraznom realnom stopom rasta BDP-a od 0,9% zabilježenom 1999.). Istodobno se smanjila anketna stopa nezaposlenosti i trenutno iznosi 14,8%⁸. Povećanje domaće potražnje odigralo je presudnu ulogu u spomenutom porastu BDP-a. Konkretno, osobna potrošnja u 2002. godini zabilježila je realan rast od 6,6%, a investicije su bile 10,1% veće nego u prethodnoj godini. Međutim, porast investicija u fiksni kapital velikim djelom bio je rezultat povećanja aktivnosti u državnom (a ne u privatnom) sektoru, što je vezano uz značajna ulaganja u prometnu infrastrukturu. Tijekom 2001. i 2002. godine državne investicije rasle su po prosječnoj stopi 14,8%, dok su privatne investicije bilježile prosječan rast 8,4%.

Spomenuti rast domaće potražnje u najvećoj se mjeri financirao kreditnom aktivnošću banaka, odnosno povećanjem plasmana komercijalnih banaka tijekom 2001. godine za 23,2% te tijekom 2002. godine za 30,0%. /10/ Međutim, takva snažna kreditna ekspanzija doprinijela je i daljnjem rastu uvoza robe i usluga, što je uz stagnaciju robnog izvoza povećalo već ionako visoki deficit na tekućem računu bilance plaćanja (6,9% BDP-a, 2002. godine). Osim toga, kako se kreditna aktivnost banaka posljednjih godina u velikoj mjeri financirala posudbama iz inozemstva, povećao se udio ukupnog inozemnog duga u BDP na 68,2% (odnosno 3.450 USD per capita). Republika Hrvatska time je ušla u skupinu visoko zaduženih zemalja⁹ s nepovoljnom strukturom vanjskog duga u kojoj na izravna strana ulaganja otpada svega 4,6% BDP-a, na inozemni dug države 28,3% BDP-a te na inozemni dug banaka visokih 17,8% BDP-a. Pozitivna kretanja na domaćoj sferi, odnosno ostvarivanje unutarnje ravnoteže privrede, uz realno viši dohodak, nižu anketnu stopu nezaposlenosti te niži prosječni kamatnjak, tako se u postojećim uvjetima ostvaruje uz narušenu vanjsku ravnotežu.

Dodatni problem nalazi se u kreditnoj politici banaka koja posljednjih godina preferira sektor stanovništva, odnosno omogućuje veće financiranje osobne potrošnje i manje financiranje investicija. Od 1999. godine do kraja 2002. krediti komercijalnih banaka sektoru poduzeća povećali su se svega za 49,6%, dok je u isto vrijeme rast kredita sektoru stanovništva iznosio 123,9%. Rast kreditne aktivnosti banaka tako ne generira u potrebnoj mjeri rast investicija kao čimbenika povećanja BDP-a niti omogućuje bitnije povećanje zaposlenosti. Osim toga, kao što je već naznačeno, to dovodi do još većeg deficita u bilanci plaćanja, a posebno u vanjskotrgovinskoj bilanci¹⁰.

Postojeća distribucija kredita u kojoj 46,9% ukupnih kunskih i deviznih kredita poslovnih banaka čine krediti odobreni sektoru stanovništva, a svega 44,0% krediti poduzećima (podaci za kolovoz 2003.), više je nego nepovoljna i mogla bi rezultirati dugoročnim negativnim posljedicama. Ali za takvo stanje ne možemo optuživati banke koje se, koliko im to zakonska regulativa dopušta, u procesu formiranja sredstava i njihove alokacije samo

⁸ Administrativne stope nezaposlenosti u spomenutom razdoblju bile su znatno veće. Međutim, zbog postojanja sive ekonomije u gospodarstvu ne smatramo ih reprezentativnima pa ih u radu ne iznosimo.

⁹ Značajno povećanje inozemnog duga s 57,9% 2001. na 68,2% BDP-a 2002. rezultat je značajnog porasta zaduživanja banaka (za 74,4% u odnosu na kraj 2001.) i države (za 23,8% u odnosu na kraj 2001.), ali i međ valutarnih promjena američkog dolara i eura uzrokovanih deprecijacijom američkog dolara u odnosu na euro za 15,3%. Naime, većina inozemnog duga je nominirana u euro, a izražava se u američkim dolarima.

¹⁰ Doduše HNB je u tom pogledu poduzela određene korake kao bi zaustavila ovakvu snažnu kreditnu ekspanziju i umanjila njezine negativne učinke. Konkretno donijela je odluku o obveznom upisu blagajničkih zapisa za one banaka čije su stope rasta plasmana veće od dopuštenih. Međutim, nije poduzela nikakve konkretne poteze usmjerene na smanjenje kreditiranja stanovništva i financiranje osobne potrošnje, odnosno usmjerene na prije-koliko potrebno veće financiranje investicija i domaće proizvodnje.

ponašaju racionalno, odnosno nastoje maksimizirati zaradu uz što manji rizik. Međutim, središnja banka svojim ovlastima, instrumentima monetarne politike te regulacijom i nadzorom bankarskog sustava može na taj proces djelovati. Na primjer, može propisati obvezu izdvajanja pričuve po nižoj stopi (za nekoliko postotnih poena nižoj od trenutno postojeće) za one banke kod kojih krediti sektoru poduzeća čine preko 60% ukupnih kredita. Postojeća stopa (u našem primjeru to znači viša stopa) obvezne pričuve odnosila bi se time samo na banke kod kojih krediti poduzećima čine manje od 60% ukupnih kredita. Na taj bi se način monetarna politika stavila u službu gospodarskog rasta i, prijeko potrebnog povećanja investicija, proizvodnje i zaposlenosti. Time bi se ujedno mobilizirao dio sredstava izdvojene rezerve, što bi uz pozitivnu reakciju banaka i poduzeća moglo rezultirati širenjem novčanih kanala.

7. ZAKLJUČAK

Monetarna politika u suvremenim ekonomskim sustavima nezaobilazan je instrument reguliranja gospodarskih kretanja i ostvarivanja određenih ciljeva ekonomske politike. Ona je glavni instrument antiinflacijske politike, no od nje se istodobno očekuje aktivna uloga u poticanju gospodarskog rasta. Na žalost, ovdje postoje brojna ograničenja i povratni učinci koji umanjuju njezine domete i onemogućuju efikasno djelovanje transmisijskog mehanizma. Kao rezultat toga, novčana ekspanzija postiže samo kratkoročne pozitivne učinke na realni dohodak i zaposlenost, dok u dugom roku nerijetko ostaje samo neželjeni učinak u vidu viših cijena robe i usluga. Međutim, to nipošto ne znači a priori prihvaćanje teze o neutralnosti novca, odnosno monetarne politike. Novac je generator ekonomskog razvoja i u odsustvu adekvatne monetarne politike, nedovoljna opskrbljenost novcem može postati najznačajniji izvor ekonomskih poremećaja. Oskudnost novca odražava se na pad likvidnosti svih bankarskih i nebankarskih subjekata, potiče deflaciju, recesiju i dužničko - vjerovničku krizu. Uslijed toga monetarni sektor postaje sve odvojeniji od realnog, odnosno gubi se veza na kojoj jedino može funkcionirati domaće gospodarstvo, a to je organsko jedinstvo novca i domaće proizvodnje. Stvaranje, poništavanje i upotreba novca u Republici Hrvatskoj sve je više podređeno inozemstvu. Preciznije rečeno, stvaranje novca u Hrvatskoj već je godinama egzogena varijabla koja determinira sve druge procese pa tako i gospodarski rast i razvoj. Tu je ujedno vidljiva i velika zabluda o neutralnosti novca, tečaja i monetarne politike. Strogo inzistiranje na stabilnosti cijena koja se ostvaruje uz vrlo nisku stopu inflacije, odnosno nisku stopu monetarnog rasta te istodobno zanemarivanje svih ostalih ekonomskih kategorija, može proizvesti negativne učinke na nacionalno gospodarstvo. Naposljetku, koristi poduzetih mjera antiinflacijske politike mogu biti manje od dugoročnih šteta učinjenih razvoju privrede. Trenutno stanje u Njemačkoj i iskustva Republike Hrvatske u razdoblju od 1997. do 1999. dokazuju da je to i te kako moguće.

LITERATURA

1. Angeloni, I. (2003), «Persistence the Transmission Mechanism and Robust Monetary Policy», ECB, Working Paper: 250, August 2003.
2. Brunner K., Meltzer A. H. (1997), «Monetary and the Economic: Issues in Monetary Analysis», Cambridge University Press, Cambridge
3. ECB (2003), Monthly Bulletin, European Central Bank, November, 2003.
4. FED (2003), «Monetary Policy Report to the Congress», The Federal Reserve Board, July 2003.
5. FED (2001), «New Challenges for Monetary Policy», A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, August 26.-28, 1999.
6. Friedman, B. M., Hahn, F. H. (2000), «Handbook of Monetary Economics», North-Holland, Amsterdam
7. Friedman, M. (1969), «The Optimum Quantity of Money and Other Essays», Aldine Publishing Company, Chicago
8. Galbraith, J. K., (1995), «Ekonomija u perspektivi», Mate, Zagreb
9. Gordon, R. J. (1993), «Macroeconomics», HarperCollins College Publishers,
10. HNB (2003), Bilten Hrvatske Narodne banke, rujan 2003.
11. IMF (2000), «The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures», International Monetary Fund, Washington, D.C., July, 2000.
12. Klaeffling, M. (2003), «Macroeconomic Modeling of Monetary Policy», ECB, Working Paper: 257, September 2003.
13. Klaeffling, M., Perez, V. L. (2003), «Inflation Targets and the Liquidity Trap», ECB, Working Paper: 272, September 2003.
14. Leijonhufvud, A. (2001), «Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy», Palgrave, New York
15. Lewis, M. K., Mizen, P.D. (2000), «Monetary Economics», Oxford University Press, Oxford
16. Mankiw, N. G. (1994), «Monetary Policy», The University of Chicago Press, Chicago
17. Perišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001), «Monetarna politika», Fakultet ekonomije i turizma "Mijo Mirković", Pula
18. Samuelson, P.A., Northaus, W. (1992), «Ekonomija», Mate, Zagreb
19. Svensson, Lars, E.O. (2001), «Price Stability as a Target for Monetary Policy, Defining and Maintaining Price Stability, Palgrave, New York
20. The Bank of England (2003), «Minutes of Monetary Policy Committee Meeting», The Bank of England, October 2003.