

Pregledni rad
UDK: 338.23:336.74(497.5)
336.711(497.5)
Datum primitka članka u uredništvo: 1. 11. 2022.
Datum slanja članka na recenziju: 10. 11. 2022.
Datum prihvatanja članka za objavu: 13. 12. 2022.

Karlo Vujeva, mag. oec.*

MONETARNA POLITIKA HRVATSKE NARODNE BANKE ZA VRIJEME HRVATSKE KUNE KAO SLUŽBENE VALUTE

MONETARY POLICY OF THE CROATIAN NATIONAL BANK WITH CROATIAN KUNA AS THE OFFICIAL CURRENCY

SAŽETAK: U radu se analizira monetarna politika HNB-a za vrijeme hrvatske kune. Rad ima dva temeljna cilja. Prvo, ukazati na kanale novčane kreacije i dugoročne trendove koji se mogu čitati iz bilanci monetarnih institucija. Drugo, kategorizirati monetarnu politiku HNB-a u različitim pod-razdobljima, s obzirom na pripadajuće dominantne karakteristike – kako monetarne politike, tako i razdoblja u kojem je djelovala. Zajednički nazivnik monetarne politike za vrijeme kune čine relativna stabilnost cijena i nominalnog tečaja naspram njemačke marke, odnosno eura. Shodno tome, krajnji cilj HNB-a može se smatrati uspješno ostvarenim. Ipak, moguće je detektirati značajne nuspojave uslijed pretjeranog naglaska na intermedijarni cilj (nominalno sidro deviznog tečaja), s izvorištem u ideologiziranom načinu korištenja, odnosno nekorisćenja instrumenata monetarne politike u 1990-ima. Autor zaključuje kako je monetarna politika u minula tri desetljeća bila faktor stabilnosti i financijske integracije hrvatske ekonomije, ali je i determinirala uzak prostor za rast i realnu konvergenciju prije ulaska u europodručje.

KLJUČNE RIJEČI: monetarna politika, HNB, hrvatska kuna, valutna klauzula, viškovi likvidnosti

ABSTRACT: This paper analyses HNB's monetary policy in time of Croatian kuna as the official currency. Paper has two aims. First, to demonstrate channels of money emission and associated long-term trends. Second, to categorize HNB's monetary policy in different sub-periods. The common denominator of HNB's monetary policy has been a relative stability of prices and nominal exchange rate versus the deutschmark and euro. Accordingly, the main goal of monetary policy has been successfully achieved. However, significant side-effects can be detected due to excessive focus on the intermediary goal (nominal exchange rate anchor), sourcing from ideologically biased way of (not) using monetary policy

* Karlo Vujeva, mag. oec., asistent, Katedra za financije, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6, 10 000 Zagreb, email: kvujeva@efzg.hr

tools in the 1990s. Author concludes that monetary policy of HNB has been a factor of stability and financial integration of Croatian economy, but it has also determined a narrow corridor for growth and real convergence before joining the euro area.

KEY WORDS: monetary policy, HNB, Croatian kuna, currency clause, excess reserves

1. UVOD

Republika Hrvatska napušta hrvatsku kunu i uvodi euro kao službenu valutu 1. siječnja 2023. S obzirom na to da je kuna postojala gotovo puna tri desetljeća (1994. – 2022.), koja su ujedno i prva tri desetljeća hrvatske političke samostalnosti, čini se prigodnim ponuditi analizu spomenutog razdoblja iz perspektive monetarne politike, odnosno monetarne vlasti koju u Hrvatskoj obnaša Hrvatska narodna banka (HNB).

Dosadašnje analize hrvatske monetarne politike dolazile su pretežito od autora zaposlenih u HNB-u (vidjeti npr. Galac, 2011; Dumičić et al., 2017; Gattin Turkalj i Ljubaj, 2017), same institucije (HNB, 2021) ili su napisane znatno prije od sadašnje suvremenosti, kada napuštanje kune nije bila jasna izvjesnost, kao ni povezane nuspojave hrvatske monetarne politike. Ovaj rad nastoji ponuditi neovisniju perspektivu s jedne strane i *post hoc* analizu s druge, s naglaskom na makrofinancijske trendove i odnos dosadašnje monetarne politike HNB-a s monetarnom teorijom. Odnos koji, u hrvatskom slučaju, retrospektivno ima značajne teorijske posljedice na optimalan izbor smjera monetarne politike.

Rad ima dva temeljna cilja. Prvo, ukazati na kanale novčane kreacije te makroekonomske i financijske trendove koji se mogu čitati iz bilanci monetarnih institucija. Drugo, kategorizirati provedbu monetarne politike HNB-a u različitim razdobljima s obzirom na glavne karakteristike kako monetarne politike tako i razdoblja u kojem je djelovala. Na temelju toga, ukratko će se istražiti poveznica između monetarne politike HNB-a i monetarne teorije, s najvećim naglaskom na kauzalnost i mehaniku nastanka suvremenog novca.

Rad je strukturiran na sljedeći način. Nakon uvoda slijedi bilančna analiza monetarnih institucija za vrijeme hrvatske kune. U ovom dijelu ukazuje se na glavne kanale novčane kreacije u hrvatskoj ekonomiji, ne samo primarnog novca. Shodno tome, odgovarajuća pozornost posvećena je bilancama drugih monetarnih institucija, koje autor prepoznaje kao temeljne pokretače procesa nastanka novca. Nastavno na to, u trećem je dijelu detaljnije prikazano prepoznavanje trendova i shodna kategorizacija monetarne politike HNB-a prema vremenskim razdobljima, odnosno prema dominantnim makrofinancijskim karakteristikama hrvatske ekonomije ili hrvatskog monetarnog sustava u navedenim razdobljima. Zatim, četvrti dio na sažet način povezuje monetarnu politiku HNB-a s recentnim teorijskim saznanjima, s naglaskom na kauzalnost i mehanizme novčane emisije. Na ovaj način zaokružiti će se analiza te ponuditi normativna ocjena djelovanja monetarne vlasti za vrijeme hrvatske kune.

2. ANALIZA BILANCI HNB-a I DMFI-ja ZA VRIJEME HRVATSKE KUNE

Iz bilance središnje banke mogu se čitati kanali kreacije primarnog novca u nekoj ekonomiji. Zajedno s konsolidiranom bilancom monetarnih financijskih institucija i konsolidiranom bilancom drugih monetarnih financijskih institucija moguće je deducirati najvažnije makrofinancijske trendove dane ekonomije iz perspektive monetarnog sektora. Stoga je logično započeti i najveći naglasak staviti upravo na bilančnu analizu kako bi se na stiliziran način detektirali najbitniji monetarni trendovi u vrijeme hrvatske kune.

U Tablici 1. nalazi se bilanca HNB-a u odabranim godinama koje predstavljaju presjek cjelokupnog razdoblja. Uvidom u najvažnije kanale kreacije primarnog novca u aktivni i sam primarni novac u pasivi odmah se nameće temeljna karakteristika emisije primarnog novca u Hrvatskoj: primarni novac nastaje gotovo isključivo putem kanala deviznih transakcija (DTI), odnosno otkupom deviza (stavka 1. u imovini HNB-a – Inozemna aktiva). Zbog toga se monetarni sustav Republike Hrvatske u tri desetljeća monetarne neovisnosti može najpreciznije sažeti kao sustav kvazivalutnog odbora.

Direktna posljedica otkupa deviza jest stabilna i otporna razina međunarodnih pričuva HNB-a. Veliku većinu inozemne aktive kroz sve promatrane godine čine oročeni depoziti u stranim bankama i plasmani u vrijednosnice u devizama. Dakle, velika većina primarnog novca u RH stvorena je upravo na bazi stranog novca. Samim time, inozemna aktiva u cjelokupnom je razdoblju hrvatske kune činila dominantnu stavku imovine HNB-a: 85 % (1993.), 94 % (1998.), 98 % (2003.), 99 % (2008.), 99 % (2013.), 98 % (2018.) i 91 % (2022.). Relativni pad udjela inozemne u ukupnoj aktivni u posljednjoj promatranoj godini posljedica je intervencija HNB-a uslijed pandemije bolesti COVID-19 u 2020. godini.

Tablica 1. Bilanca HNB-a, odabrane godine, u milijunima HRK (1993. – 2022.)

	12/93	12/98	12/03	12/08	12/13	12/18	08/22
AKTIVA							
1. Inozemna aktiva	4.044,1	17.592,5	50.118,6	66.805,5	98.583,0	131.408,8	206.033,1
2. Potraživanja od središnje države	517,9	-	1,4	2,2	-	0,4	16.379,5
3. Potraživanja od ostalih domaćih sektora	0,3	1,0	0,2	3,7	2,3	1,0	0,4
4. Potraživanja od kreditnih institucija	191,6	1.053,8	972,0	13,9	11,3	2.020,9	3.008,4
5. Potraživanja od ostalih financijskih institucija	-	-	93,4	60,5	-	-	-
Ukupno	4.753,9	18.647,3	51.185,6	66.885,8	98.596,6	133.431,1	225.421,4
PASIVA							
1. Primarni novac	2.248,9	9.954,2	30.586,2	49.743,0	62.693,1	101.817,6	142.885,9
1.1. Gotov novac izvan kreditnih institucija	1.367,5	5.718,8	10.573,1	17.051,0	17.420,6	28.137,6	33.252,4
1.2. Blagajne kreditnih institucija	51,7	251,4	1.683,2	3.428,3	4.564,7	6.908,5	11.340,9
1.3. Depoziti kreditnih institucija	821,5	3.982,7	18.329,3	29.263,7	40.707,7	66.771,4	98.001,5
1.4. Depoziti ostalih financijskih institucija	8,2	1,3	0,6	-	-	-	291,1
2. Ograničeni i blokirani depoziti	1,4	1.787,6	6.699,2	8.064,1	6.401,2	133,5	184,6
3. Inozemna pasiva	133,9	1.465,4	2.798,0	16,6	3.219,1	12.293,7	31.727,6
4. Depoziti središnje države i fondova socijalne sigurnosti	0,0	434,8	1.551,1	206,9	13.797,6	3.739,1	22.861,2
5. Blagajnički zapisi HNB-a	21,2	2.242,9	4.920,2	-	-	-	-
6. Kapitalski računi	2.389,1	2.852,8	5.039,0	9.562,4	13.407,7	14.526,4	17.786,2
7. Ostalo (neto)	-40,7	-90,4	-408,1	-707,1	-922,0	920,9	9.975,9
Ukupno	4.753,9	18.647,3	51.185,6	66.885,8	98.596,6	133.431,1	225.421,4

Izvor: HNB

Na strani pasive, jasno, dominira primarni novac. Gotov novac u optjecaju u pravilu raste linearno, prema potrebama ekonomije. Međutim, rezerve – kao i njihova struktura, odnosno upotreba – imaju snažniji trend rasta, što je pogotovo vidljivo u postkriznim godinama nakon Velike financijske krize (VFK) (stavka 1.3. Depoziti kreditnih institucija). Ukratko, radi se o rastu neupotrebljenih viškova likvidnosti, odnosno tzv. *slobodnih novčanih sredstava* (koja nisu tako slobodna kako ih se uobičajeno smatra). Depoziti središnje države tradicionalno u pasivi HNB-a imaju neznčajnu ulogu, opet s iznimkom postkriznog razdoblja nakon VFK-a, a pogotovo nakon krize pandemije bolesti COVID-19. Veličina same bilance HNB-a kontinuirano se povećava kroz promatrane godine, a najveći rast od 69 % događa se u najrecentnijem razdoblju (2018. – 2022.).

Sljedeća bilanca od interesa jest konsolidirana bilanca monetarnih financijskih institucija (Tablica 2.), u kojoj su prebijene obveze i potraživanja između HNB-a i drugih MFI-ja. Ova bilanca značajno raste u poslijeratnim godinama, odnosno u vrijeme konsolidacije i privatizacije banaka, kada se povećava preko 100 % između kraja 1998. i 2003. godine. Ubrzani rast nastavlja se sve do početka VFK-a, kada trend usporava. Na strani aktive, ono što pokreće ekspanziju bilance do 2008. godine jesu potraživanja od ostalih domaćih sektora (najviše kreditiranje stanovništva), a u kriznom razdoblju potraživanja od središnje države i fondova socijalne sigurnosti te neto inozemna aktiva (od koje najveći dio čine međunarodne pričuve HNB-a).

Tablica 2. Konsolidirana bilanca MFI-ja, odabrane godine, u milijunima HRK (1993. – 2022.)

	12/93	12/98	12/03	12/08	12/13	12/18	08/22
AKTIVA							
1. Inozemna aktiva (neto)	-1.944,2	12.713,5	32.771,4	41.658,1	62.323,7	129.947,9	204.853,0
2. Plasmani	39.339,8	66.923,1	129.593,0	260.824,3	295.854,6	286.489,5	337.897,7
2.1. Potraživanja od središnje države i fondova socijalne sigurnosti	19.052,0	7.131,1	17.744,1	24.984,3	55.081,8	63.252,4	74.229,6
2.2. Potraživanja od ostalih domaćih sektora	20.262,0	59.597,7	110.562,3	234.270,2	234.123,9	217.082,7	257.829,9
Ukupno	37.395,7	79.636,5	162.364,4	302.482,4	358.178,3	416.437,4	542.750,6
PASIVA							
1. Novčana masa	3.134,4	13.529,0	33.888,7	55.222,3	57.858,9	119.994,8	203.532,6
2. Štedni i oročeni depoziti	1.466,1	5.683,8	21.610,1	44.569,0	33.359,7	34.603,7	27.349,1
3. Devizni depoziti	5.412,3	37.970,9	76.035,3	128.734,0	162.656,3	162.231,2	208.725,9
4. Obveznice i instrumenti tržišta novca	48,3	154,1	387,8	2.267,3	1.995,3	931,0	1.120,6
5. Udjeli novčanih fondova	....	....	....	....	8.970,5	6.269,5	-
6. Ograničeni i blokirani depoziti	14.262,9	4.315,2	1.721,6	3.094,2	4.718,4	4.501,2	9.002,3
7. Ostalo (neto)	13.071,6	17.983,5	28.721,0	68.595,7	88.619,1	87.906,0	93.020,2
Ukupno	37.395,7	79.636,5	162.364,4	302.482,4	358.178,3	416.437,4	542.750,6

Izvor: HNB; napomena: radi preglednosti, u tablici nisu prikazane ostale stavke aktive koje čine znatno manji udio ukupnih konsolidiranih potraživanja monetarnih institucija (2.3. Potraživanja od ostalih bankarskih institucija, 2.4. Potraživanja od nebankarskih financijskih institucija, 2.5. Potraživanja od investicijskih fondova, osim novčanih fondova, 2.6. Potraživanja od drugih financijskih posrednika, 2.7. Potraživanja od pomoćnih financijskih institucija, 2.8. Potraživanja od osiguravajućih društava i mirovinskih fondova).

Na strani pasive, devizni depoziti rastu znatno brže od novčane mase u apsolutnim iznosima. Novčana masa i u doba najveće ekspanzije hrvatske ekonomije bilježi relativno skromne stope rasta, pogotovo u usporedbi s rastom deviznih depozita. Novčana masa u 2003. godini iznosi 33,8 milijardi kuna, a krajem 2008. godine 55 milijardi kuna (potom stagnira u kriznom razdoblju – 57 milijardi kuna krajem 2013. godine). Devizni depoziti, pak, rastu sa 76 milijardi kuna u 2003. godini na 128 milijardi kuna u 2008. godini te 162 milijarde kuna u 2013. godini (nakon čega počinje stagnacija do 2018. godine s istim iznosom). Naposljetku, štedni i oročeni depoziti rastu u pretkriznom razdoblju ekspanzije, no nakon 2008. godine jasan je trend smanjenja oročene štednje uslijed smanjenja pasivnih kamatnih stopa kako u RH tako i u većini razvijenih ekonomija.

U bilanci drugih monetarnih financijskih institucija (DMFI), koja isključuje HNB, najvidljiviji su širi financijski trendovi prisutni u monetarnom sektoru s obzirom na nemonetarne agente. Konsolidirana bilanca DMFI-ja gotovo pa se precizno udvostručuje između promatranih godina (pet godina razmaka) do VFK-a, nakon čega njezin rast značajno usporava. Spomenuti rast događao se prvenstveno zbog potraživanja prema kućanstvima, a potom zbog potraživanja prema nefinancijskim društvima (poduzećima). Nakon 2008. godine i sloma hrvatskog gospodarstva, potraživanja od kućanstava stagniraju, dok potraživanja od nefinancijskih poduzeća prvotno stagniraju, a potom snažno padaju. Zauzvrat, nakon 2008. godine dolazi do značajnog rasta potraživanja od središnje države. Dodatno, moguće je primijetiti apsolutni rast te relativni rast udjela pričuva kreditnih institucija kod HNB-a u ukupnoj bilanci, s rekordnim iznosom u najrecentnijem razdoblju (s dostupnim podacima) od 121 milijardu kuna u kolovozu 2022. godine.

Tablica 3. Konsolidirana bilanca DMFI-ja, odabrane godine, u milijunima HRK (1993. – 2022.)

	12/93	12/98	12/03	12/08	12/13	12/18	08/22
AKTIVA							
1. Pričuve kreditnih institucija kod središnje banke	860,9	5.908,1	26.783,7	40.705,6	49.707,5	75.741,6	121.014,7
2. Inozemna aktiva	6.212,1	12.763,1	35.382,9	50.246,6	36.681,3	40.886,8	61.542,5
3. Potraživanja od središnje države i fondova socijalne sigurnosti	19.971,9	14.864,2	24.577,1	41.196,6	87.857,7	84.162,7	99.511,4
4. Potraživanja od ostalih domaćih sektora	20.261,7	59.596,7	110.562,2	234.266,5	234.121,6	217.081,7	257.829,5
4.1. Potraživanja od lokalne države	11,4	654,0	1.563,1	2.077,4	4.231,8	4.348,8	6.979,2
4.2. Potraživanja od nefinancijskih društava	18.348,2	41.225,5	53.809,8	102.779,8	102.458,7	88.232,7	102.890,4
4.3. Potraživanja od kućanstava	1.902,1	17.717,2	55.189,3	129.409,4	127.431,1	124.500,2	147.959,9
Ukupno	47.332,4	93.326,4	198.499,0	367.924,6	415.017,1	424.027,1	545.736,4
PASIVA							
1. Depozitni novac	1.758,7	7.808,9	23.315,0	38.171,2	40.438,3	91.857,2	169.989,0
2. Štedni i oročeni depoziti	1.466,1	5.683,8	21.610,1	44.569,0	33.359,7	34.603,7	27.349,1
3. Devizni depoziti	5.412,3	37.970,9	76.035,3	128.734,0	162.656,3	162.231,2	208.725,9
4. Obveznice i instrumenti tržišta novca	48,3	154,1	387,8	2.267,3	1.995,3	931,0	1.120,6
5. Udjeli novčanih fondova	....	....	....	....	8.970,5	6.269,5	-
6. Inozemna pasiva	12.066,4	16.176,8	49.932,0	75.377,4	69.721,5	30.054,0	30.995,1
7. Depoziti središnje države i fondova socijalne sigurnosti	1.437,8	7.298,3	5.283,3	16.007,5	18.978,3	17.171,6	18.800,1
8. Krediti primljeni od središnje banke	275,2	1.049,2	968,9	14,0	11,3	2.020,9	3.008,4
9. Ograničeni i blokirani depoziti	14.261,5	4.196,0	1.709,0	3.038,4	2.735,9	4.367,7	8.817,6
10. Kapitalni računi	11.203,3	19.785,6	27.549,2	60.708,0	83.245,1	81.140,2	81.406,0
11. Ostalo (neto)	-597,1	-6.797,2	-8.291,6	-962,2	-7.095,4	-6.619,8	-4.475,5
Ukupno	47.332,4	93.326,4	198.499,0	367.924,6	415.017,1	424.027,1	545.736,4

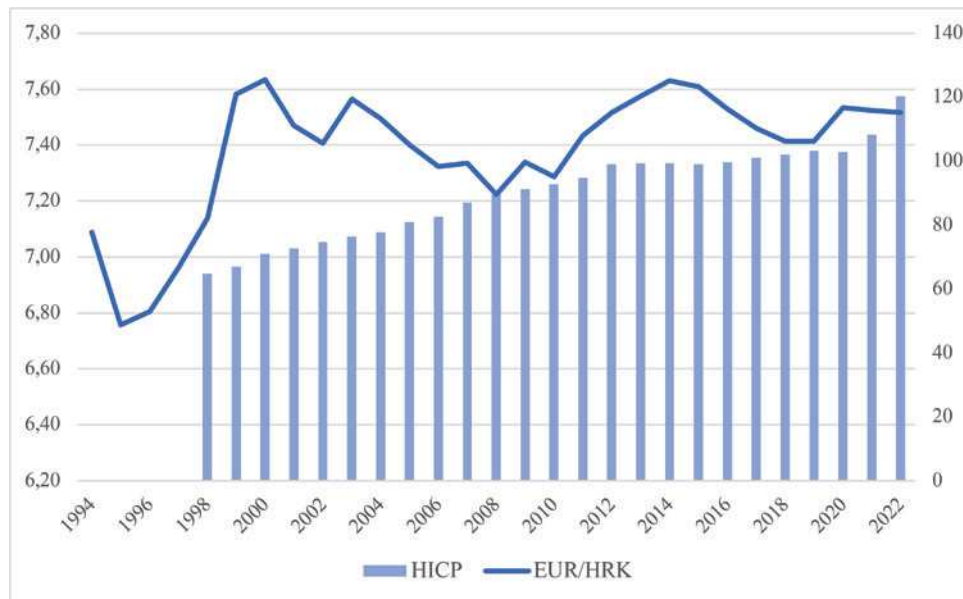
Izvor: HNB; napomena: radi preglednosti, u tablici nisu prikazane ostale stavke aktive koje čine znatno manji udio ukupnih konsolidiranih potraživanja drugih monetarnih institucija (5. Potraživanja od ostalih bankarskih institucija, 6. Potraživanja od nebankarskih financijskih institucija, 7. Potraživanja od investicijskih fondova, osim novčanih fondova, 8. Potraživanja od drugih financijskih posrednika, 9. Potraživanja od pomoćnih financijskih institucija, 10. Potraživanja od osiguravajućih društava i mirovinskih fondova).

Od obveza DMFI-ja u cjelokupnom promatranom razdoblju dominiraju devizni depoziti (identična stavka kao i u prethodnoj bilanci). Pritom depozitni novac raste znatno sporije od deviznih depozita sve do postkriznog razdoblja, kada rastu sredstva na tekućim i žiro-računima i smanjuje se brzina optjecaja novca zbog niskih kamata na štednju. Omjer depozitnog novca naspram deviznih depozita pada s 32 % u 1993. godini na 20 % u 1998. godini te gravitira oko 30 % u 2003. godini i 2008. godini. U 2013. godini omjer iznosi 25 % da bi se poslije povećao na 57 % u 2018. godini i 81 % u 2022. godini. Izvori sredstava iz inozemstva povećavaju se također do 2008. godine, nakon čega bilježe trend apsolutnog i relativnog smanjenja.

3. KATEGORIZACIJA MONETARNE POLITIKE HNB-a PREMA PODRAZDOBLJIMA

Prvi zajednički nazivnik provedbe monetarne politike za vrijeme kune jest relativna stabilnost cijena i nominalnog deviznog tečaja, prvo naspram njemačke marke, a potom eura. Budući da je intermedijarni cilj HNB-a upravo nominalno sidro deviznog tečaja, a krajnji stabilnost cijena, lako je zaključiti da su oba cilja uspješno ostvarena za najveći dio razdoblja u kojem je kuna bila službena valuta. Spomenuti je uspjeh kao neposrednu posljedicu imao razmjernu makroekonomsku stabilnost (usprkos dugotrajnoj procikličkoj fiskalnoj i nepostojećoj industrijskoj politici) i predvidljivost za kapitalne tokove, što je – uz visoke razine međunarodnih pričuva – osiguralo stabilnost cjelokupnog financijskog sektora, čak i u Velikoj financijskoj krizi.

Na Grafikonu 1. vidljiva je dugotrajna stabilnost cijena i tečaja. Na lijevoj osi (linija) nalazi se nominalni devizni tečaj EUR/HRK za razdoblje 1994. – 2022. (prije uvođenja eura, tečaj je korigiran s obzirom na njemačku marku). Prva vidljiva oscilacija jest aprecijacijska, neposredno nakon provedbe Stabilizacijskog programa, nakon čega slijedi nominalna deprecijacija na razine koje u sljedećih dvadesetak godina konvergiraju oko 7,5 kuna za euro. Na desnoj osi (stupci) nalazi se bazni indeks harmoniziranih potrošačkih cijena od 1998. do 2022. godine, gdje 2015. godina čini bazu (2015 = 100). Rast je cijena u prvom desetljeću otkad su podaci dostupni linearan, odnosno postupan i vrlo blag s obzirom na rast BDP-a u promatranom razdoblju. U kriznom i postkriznom razdoblju cijene uglavnom stagniraju, da bi tek s krizom pandemije bolesti COVID-19 (a potom i ratom u Ukrajini) snažnije rasle, kao i u ostatku svijeta.

Grafikon 1. Relativna stabilnost cijena (2015 = 100) i nominalnog deviznog tečaja (1994. – 2022.)

Izvor: HNB, obrada autora; napomena: harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP) izračunat je kao bazni indeks s bazom 100 u 2015. godini, a vremenska serija počinje 1998. godine. Za HICP korištene su vrijednosti s kraja razdoblja, a za nominalni tečaj prosječne godišnje vrijednosti (s iznimkom 2022. godine kada je korišten posljednji dostupan podatak za kolovoz). Do uvođenja eura 1999. godine (odnosno 2002. godine za gotovinska plaćanja), nominalni devizni tečaj hrvatske kune odnosi se na njemačku marku, koja je uvođenjem eura zamijenjena u paritetu 1 EUR = 1,95583 DEM.

Drugi zajednički nazivnik cjelokupnog razdoblja jest cijena po kojoj su ostvareni intermedijarni i krajnji cilj. Konkretno, cijena je vidljiva u nuspojavama monetarne politike HNB-a u širem smislu, nuspojavama koje posredno zrcale relativan neuspjeh hrvatske ekonomije naspram sličnih zemalja u procesu rasta i konvergencije prema razinama životnog standarda Zapadne Europe. S obzirom na te nuspojave (koje će biti detaljno elaborirane u nastavku), monetarnu politiku HNB-a za vrijeme kune moguće je razdvojiti na pet većih cjelina, odnosno podrazdoblja, a to su: 1) stabilizacijski program, realna aprecijacija i rigidnost primarne emisije (1993. – 1999.), 2) konsolidacija banaka, valutna klauzula i kontracičnost naspram kreditne ekspanzije (2000. – 2008.), 3) krizna procikličnost i monetarni reduktor (2009. – 2014.), 4) postkrizni aprecijacijski pritisci i viškovi likvidnosti (2015. – 2019.) te 5) pandemija bolesti COVID-19 i nekonvencionalne intervencije (2020. – 2022.).

3.1. Stabilizacijski program, realna aprecijacija i rigidnost primarne emisije

Još prije nego što je službeno uvedena hrvatska kuna, koja je zamijenila hrvatski dinar kao službenu valutu (30. svibnja 1994. godine), donesen je Stabilizacijski antiinflacijski program u jesen (4. listopada) 1993. godine, kojemu je glavno sidro bila njemačka marka (DEM). Od tog datuma tečaj počinje upravljano plivati na tržištu uz obvezu HNB-a (tada

Narodne banke Hrvatske, NBH) da će ga braniti od deprecijacije (tj. ako premaši gornju granicu od 4,444 za DEM). Hrvatska ekonomija do tada je već duže vrijeme imala strukturni problem s inflacijom, prvo s jugoslavenskim dinarom, a potom i hrvatskim dinarom u ratnim uvjetima. No, već u drugom tjednu antiinflacijskog programa došlo je do značajnog slamanja inflacije: hiperinflaciju od oko 30 % na mjesečnoj razini zamijenila je nulta inflacija te ponekad i deflacija.

Zbog brzine i učinkovitosti slamanja inflacije, Stabilizacijski program može se u tom pogledu smatrati izrazito uspješnim, pogotovo u svojoj glavnoj kratkoročnoj ulozi, čime je uspostavljena prijeko potrebna eksterna i interna stabilnost cijena. S druge strane, drugi dio programa – onaj deprecijacijski – nikada nije proveden. To je za neposrednu posljedicu imalo visoku realnu (a još veću realnu efektivnu) aprecijaciju, odnosno gubitak konkurentnosti hrvatske ekonomije u iznimno osjetljivom poslijeratnom, tranzicijskom i globalizacijskom razdoblju. Prema izračunu Ante Babića (1995.), kuna je od studenog 1993. godine do listopada 1995. godine nominalno efektivno aprecirala oko 24 % s obzirom na bazno razdoblje (4. listopada 1993. godine), dakle uvjeti izvoznika pogoršani su za 24 %, a uvjeti uvoznika poboljšani za isti postotak. Slično vrijedi i u slučaju geometrijskih indeksa nominalnog efektivnog tečaja (aprecijacija od 25 %). Imajući to na umu, indeks realnog efektivnog tečaja u razdoblju listopad 1993. – lipanj 1995. godine bilježi realnu efektivnu aprecijaciju kune za približno 20 % u odnosu na bazno razdoblje (Babić, 1995).

Od samog početka, izabrani model monetarne politike i ujedno cjelokupnog monetarnog sustava poprimio je značajke kvazivalutnog odbora, u kojem je cjelokupna emisija novca u praksi pokrivena deviznim rezervama. No, budući da deviznih rezervi u poslijeratnim godinama nije bilo u izobilju (turizam se tek počeo oporavljati, a investicije su sporo dolazile), rigidno pridržavanje ovakvog sustava proizvelo je niz dugoročno negativnih posljedica.

Početna realna aprecijacija znatno je smanjila prilike hrvatskoj industriji da se uspješno nosi s tranzicijskim i globalizacijskim šokovima 1990-ih, a daljnja restriktivnost monetarne politike uvjetovala je perzistentnost dugoročne vanjskotrgovinske neravnoteže jer se nije dopuštalo značajnije (tržišno) slabljenje domaće valute. Još dramatičniji efekti bili su prisutni u financijskom sustavu. Naime, zbog rigidnosti primarne emisije – koja je utjelovljenje imala u cilju nominalnog sidra deviznog tečaja naspram njemačke marke (a teorijsku bazu u monetarističkom upravljanju agregatima) – strukturna karakteristika hrvatskog monetarnog i financijskog sustava postala je – nelikvidnost.

U razdoblju 1990-ih, HNB je držao količinu primarnog novca niskom i amortiziranom kroz visoke razine obvezne pričuve i vrlo visoke kamatne stope na novčanom tržištu, ograničavajući posredno kreditnu ekspanziju (čineći je skupljom), ali i namiru i platni promet između nemonetarnih subjekata. Stopa obvezne rezerve u 1990-ima gravitirala je oko 30 %, eskontna stopa bila je konstantno iznad 5 %, a kamatna stopa na lombardne kredite varirala je između 46 % (1993. godina) i 9,5 % (1997. godina), što predstavlja vrlo jasan restriktivan signal bankama i gospodarstvu u cjelini.

Tablica 4. Kamatne stope HNB-a i cijena novca iz primarne emisije, na kraju razdoblja (1993. – 2022.)

Godina	Vagana prosječna stopa obvezne rezerve	Eskontna stopa	Kamatna stopa na lombardne (prekonočne) kredite	Kamatna stopa na unutar-dnevne kredite	Kamatna stopa na dragovoljno upisane BZ HNB-a	Kamatne stope na sredstva izdvojene obvezne pričuve
1993.	25.32	34.49	46.78	289.60	97.38	0.00
1994.	26.20	8.50	18.00	17.00	14.00	5.15
1995.	30.90	8.50	25.49	17.00	27.00	5.50
1996.	35.91	6.50	11.00	17.00	9.50	5.50
1997.	32.02	5.90	9.50	17.00	9.00	4.50
1998.	29.57	5.90	12.00	7.00	10.50	5.90
1999.	30.50	7.90	13.00	-	11.55	5.90
2000.	23.22	5.90	12.00	-	7.00	4.50
2001.	19.67	5.90	10.00	-	4.26	2.00
2002.	19.00	4.50	9.50	-	-	1.75
2003.	19.00	4.50	9.50	-	-	1.25
2004.	18.00	4.50	9.50	-	-	1.25
2005.	18.00	4.50	7.50	-	-	0.75
2006.	17.00	4.50	7.50	-	-	0.75
2007.	17.00	9.00	7.50	-	-	0.75
2008.	14.87	9.00	9.00	-	-	0.75
2009.	14.00	9.00	9.00	-	-	0.75
2010.	13.00	9.00	9.00	-	-	0.75
2011.	14.00	7.00	6.25	-	-	0.00
2012.	13.50	7.00	6.25	-	-	0.00
2013.	12.48	7.00	5.00	-	-	0.00
2014.	12.00	7.00	5.00	-	-	0.00
2015.	12.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2016.	12.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2017.	12.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2018.	12.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2019.	12.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2020.	9.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2021.	9.00	3.00	2.50	-	-	0.00
2022.	6.15	3.00	2.50	-	-	0.00

Izvor: HNB, obrada autora; napomena: sve kamatne stope odnose se na kraj razdoblja (prosina), osim u slučaju 2022. godine (kolovoz)

Posljedično, novčana se ponuda u drugoj polovici 1990-ih u apsolutnim iznosima gotovo nije mijenjala. Širenje nelikvidnosti bilo je simptomatično za cjelokupnu ekonomiju,

a sve je kulminiralo dužničko-vjerovničkom krizom 1998. godine, koju je pratila i kriza pojedinačnih banaka (Ivanov, 2011). Zauzvrat, rasli su devizni depoziti. Ako uzmemo u obzir da su banke na amortizirana sredstva (u obveznoj pričuvu i blagajničkim zapisima) tada dobivale izdašne naknade, a traženje likvidnosti (za nerijetko i normalno premošćivanje nelikvidnosti zbog gubitka depozita, odnosno manjka likvidnosti zbog kliringa i namire) skupo kažnjavale (stopom na unutardnevne i interventne kredite), jasno se ocrtava teorijska podloga u postizanju intermedijarnog cilja nominalnog sidra deviznog tečaja: ni pod koju cijenu dopustiti ekspanziju monetarne baze.

Shodno tome, 1998. godine počinju recesijski pritisci, a glavne razloge čine bankarska kriza i rebalans državnog proračuna sredinom 1998. godine. No, problemi u bankarskom sektoru bili su vidljivi još prije. Hrvatska već 1997. godine sklapa *stand-by* aranžman s MMF-om, a sastavni dio aranžmana bio je „strategija razvoja bankarskog sistema u Hrvatskoj“ (Babić, 2006). Prevedeno, cilj je bio okrupnjivanje i privatizacija banaka, odnosno eliminacija malih (brzo rastućih) lokalnih banaka i ulazak stranog kapitala. Vrlo brzo, broj banaka u Hrvatskoj smanjuje se sa 60 krajem 1998. godine na 53 krajem 1999. godine i potom 45 krajem 2000. godine.

3.2. Konsolidacija banaka, valutna klauzula i kontracikličnost naspram kreditne ekspanzije

Nakon što je monetarna rigidnost za posljedicu imala strukturnu nelikvidnost, razvoj nen konkurentnosti i bankovnu krizu (s kulminacijom u recesijskoj 1999. godini), slijedilo je novo razdoblje koje će potrajati sve do 2008. godine i kraha tržišta nekretnina u Sjedinjenim Američkim Državama, odnosno do Velike financijske krize. Broj banaka u 1990-ima znatno se povećao, a potom je slijedila konsolidacija, liberalizacija i privatizacija, uz značajan razvitak nemonetarnih financijskih institucija i pripadajućih tržišta. HNB je smanjio svoj restriktivan pritisak na ekonomiju, a privatizacijom banaka došlo je do snažnog priljeva deviza, odnosno stranog kapitala u Hrvatsku. Kako napominje Ivanov (2011), takva eksterna liberalizacija dala je ekspanzivniji prostor i fiskalnoj vlasti (kroz povećane izvore sredstava i pristup međunarodnoj emisiji duga) i monetarnoj vlasti (kroz rast međunarodnih pričuva kao baze za emisiju primarnog novca).

Dominantni trendovi bili su sljedeći: snažan rast vanjskog (privatnog i javnog) za-duživanja, rast kreditiranja stanovništva, suficit kapitalnog računa i kontinuirani deficiti tekućeg računa bilance plaćanja (kao i proračunskog deficita). Životni standard, odnosno BDP *per capita* u ovim je godinama bio u porastu: jaka valuta činila je uvoz jeftinijim, a liberalizacija i privatizacija financijskog sustava pomogla je uvozu deviza u ekonomiju, što je relaksiralo cijenu duga za nemonetarne subjekte. Sve se ovo događalo uz jedan vrlo bitan uvjet: valutnu klauzulu.

Valutna klauzula u hrvatsku ekonomiju službeno je uvedena 1994. godine Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim odnosima radi tadašnje potrebe zaštite vjerovnika uslijed moguće deprecijacije nacionalne valute, no bez potrebnih propisanih ograničenja u primjeni klauzule (Akrap i Rodin, 2015). Samo korištenje tuđe valute u Hrvatskoj ima dužu i kompliciraniju povijest. Embrijem euroizacije u hrvatskoj ekonomiji smatra se otvaranje jugoslavenskog tržišta rada prema inozemstvu, s posljedičnim slanjem deviza *gastarbajtera* natrag radi devizne štednje, odnosno niske razine povjerenja u nestabilni

jugoslavenski dinar. Nakon osamostaljenja, kuna od Stabilizacijskog programa do danas može slovit za jednu od najstabilnijih valuta svijeta. Ipak, euroizacija hrvatske ekonomije nastavljena je i tijekom godina je postala toliko duboka da je trenutak uvođenja eura odavno postao gotovo pa formalnost.

Općenito se euroizaciju u Hrvatskoj objašnjava naslijeđenim nepovjerenjem od dinara prema kuni (npr. Faulend, 2014; Dumičić, Ljubaj i Martinis, 2017), a time i opravdava suženi manevarski prostor za monetarnu politiku. Veći se dio razloga, naravno, nalazi upravo u naslijeđu nestabilnosti domaće valute, pogotovo kroz 1980-e i hiperinflaciju 1987. – 1989. Posljedično, devizna štednja činila je konstantno iznad 60 % ukupnih likvidnih sredstava (M4) u 1990-ima. Ipak, hrvatska kuna od svog je uvođenja bila vrlo stabilna. No, zbog HNB-ove neelastične politike kvazivalutnog odbora i kontrole monetarne baze, kuna jednostavno nije bilo dovoljno, ne samo za nova dugoročna zaduživanja nego ni za redovno poslovanje i namiru u depozitima i ostalim bliskim surogatima (kako među nemonetarnim tako i među monetarnim subjektima). Imajući to na umu, rigidnost monetarne politike u 1990-ima s jedne je strane nemonetarne subjekte tjerala u kompenzaciju trampom i/ili iskazivanje cijena u markama, a s druge držala kamatnjake u cijeloj ekonomiji prohibitivno visokima, što je posljedično rezultiralo općom nelikvidnošću, nelikvidnost bankovnom krizom, a bankovna kriza pak produbljuvanjem nepovjerenja u kunske depozite. Depozitna euroizacija stoga je zenit doživjela na prijelazu milenija, u kulminaciji krize banaka. Dakle, HNB ne samo da nije pokušao institucionalizirati povjerenje u vlastitu valutu nego je i kunu aktivno pomogao tokenizirati, prvo naspram marke, a potom i eura.

Od tada, euroizacija (odnosno, tokenizacija kune) postala je novo strukturno obilježje hrvatske ekonomije, zamijenivši prethodnu strukturnu nelikvidnost. Međutim, perzistentnost plasmana s valutnom klauzulom imala je dvije duboko negativne posljedice. Prvo, kunsko kreditiranje s valutnom klauzulom u neeurskim valutama (pogotovo u švicarskom franku) predstavljalo je sustavno prelijevanje rizika banaka na cjelokupnu ekonomiju, što se naposljetku i ostvarilo u slučaju Franak, čiji repovi još uvijek traju. Drugo, institucionalizacija i široka upotreba valutne klauzule u dugovima domaćih rezidenata uvjetovala je da se smjer monetarne politike HNB-a u budućnosti niti ne može promijeniti. Ukratko, uvjetovala je da nikada zaista ne dođe do nominalne deprecijacije (a time i prijetnje smanjenja profitabilnosti stranim vlasnicima banaka) jer bi deprecijacija direktno smanjila neto bogatstvo svih deviznih dužnika (to je uključivalo i stanovništvo i poduzeća i državu). Na taj način banke su na relativno suptilan način zacementirale vlastite interese uz interese politike i ekonomske interese rezidenata. S druge strane, nekonkurentnost, posljedična deindustrijalizacija i razvojno zaostajanje hrvatske ekonomije također su zacementirani. Pa ako je i novi sastav HNB-a u novom tisućljeću morao prihvatiti euroizaciju kao strukturnu činjenicu, to ne znači da je morao prvo ohrabrivati, a potom tolerirati daljnje korištenje valutne klauzule kako u plasmanima tako i u štednji.

Ipak, plasmani i štednja s valutnom klauzulom dominirali su u cjelokupnom razdoblju hrvatske kune. Ono što se promijenilo jest značajno veći fokus na kućanstva nego na nefinancijska poduzeća. Otkad su se banke privatizirale i u najvećem postotku postale domaće podružnice stranih banaka, nefinancijska poduzeća bila su se značajnim dijelom primorana financirati u inozemstvu. S druge strane, banke su bile spremnije financirati dugove stanovništva, bilo nenamjenske, stambene ili prekoračenja. U Tablici 5. vidljivi su trendovi kreditiranja poduzeća naspram kućanstava. Omjer potraživanja bio je više nego 9 : 1 u

korist poduzeća u 1993. godini, da bi tijekom godina pao na današnjih 0,7 : 1. Potraživanja od kućanstava pogotovo su ubrzano rasla od 2000. do 2008. godine.

Tablica 5. Potraživanja DMFI-ja prema nefinancijskim društvima i kućanstvima, u milijunima HRK (1993. – 2022.)

Godina	Potraživanja od nefinancijskih društava	Potraživanja od kućanstava	Omjer potraživanja P/K
1993.	18.348,2	1.902,1	9,6
1994.	23.982,8	3.503,0	6,8
1995.	27.827,4	4.743,2	5,9
1996.	26.929,3	6.615,2	4,1
1997.	35.487,2	12.796,2	2,8
1998.	41.225,5	17.717,2	2,3
1999.	35.249,6	19.249,8	1,8
2000.	35.891,2	23.298,9	1,5
2001.	42.882,0	30.133,5	1,4
2002.	51.725,4	43.163,9	1,2
2003.	53.809,8	55.189,3	1,0
2004.	58.643,3	65.649,8	0,9
2005.	67.017,9	79.131,2	0,8
2006.	83.386,5	96.985,4	0,9
2007.	92.265,1	115.145,3	0,8
2008.	102.779,8	129.409,4	0,8
2009.	104.898,1	125.872,8	0,8
2010.	107.687,2	130.204,4	0,8
2011.	116.840,4	131.561,8	0,9
2012.	103.157,0	129.769,8	0,8
2013.	102.458,7	127.431,1	0,8
2014.	98.406,0	126.454,1	0,8
2015.	93.529,0	124.506,7	0,8
2016.	92.986,6	117.620,2	0,8
2017.	89.900,7	119.038,8	0,8
2018.	88.232,7	124.500,2	0,7
2019.	85.037,3	133.126,3	0,6
2020.	89.209,3	136.199,5	0,7
2021.	90.144,0	141.500,2	0,6
2022.	102.890,4	147.959,9	0,7

Izvor: HNB, obrada autora; napomena: svi podaci odnose se na kraj razdoblja (prosinac), osim u slučaju 2022. godine (kolovoz)

HNB ovu ekspanziju nije tek promatrao, već je djelovao kontraciklički kako bi je djelomično ograničio. Tako 2003. godine HNB uvodi administrativno oporezivanje

prekomjernog rasta kredita, čime se obvezalo banke koje bi premašile godišnju stopu rasta kredita od 16 % na obvezni upis blagajničkih zapisa HNB-a. Ovaj upis morao je iznosom biti dvostruko veći od ostvarenog prekoračenja rasta kredita. Mjera je bila na snazi do kraja godine, a potom je slična mjera ponovno uvedena 2006. godine, kada je rast kredita ograničen na 12 % godišnje (mjera je ukinuta 2009. godine). HNB je uveo i graničnu obveznu pričuvu 2004. godine povećavajući njome cijenu inozemnog zaduživanja banaka (također je uvedena i posebna obvezna pričuva, koja je bila na snazi do 2009. godine i odnosila se na inozemne obveze banaka po izdanim vrijednosnicama). Uz navedene, HNB je povećao troškove deviznih sredstava monetarnog sustava kad je 2003. godine uveo minimalno potrebna devizna potraživanja. Naravno, temeljni HNB-ov instrument ostale su klasične obvezne pričuve, koje su bile i glavni instrument sterilizacije (Dumičić et al., 2017). Velikim dijelom i zbog HNB-ova kontraktiličkog djelovanja, koje je bilo usmjereno na devizne izvore sredstava banaka, udio deviznih depozita u ukupnim štednim i oročenim depozitima te u ukupnim likvidnim sredstvima značajno je snižen od 2005. do 2008. godine.

Sumirano, u ovom je razdoblju HNB, s jedne strane, razvio moderan instrumentarij monetarne i makroprudencijalne politike, započeo s operacijama na otvorenom tržištu i djelovao kontraktilički, što je stabiliziralo bankovni sustav, učinilo financijski sektor otpornijim u nadolazećoj krizi i integriralo hrvatsku ekonomiju u međunarodne tokove. S druge strane, valutna klauzula u plasmanima (dominantno) stanovništvu postala je temeljna odrednica bankarskog sektora u stranom vlasništvu, što je uvjetovalo i vrlo sužen manevarski prostor HNB-u u budućnosti i djelomično determiniralo suboptimalnu putanju izlaska iz recesije nakon Velike financijske krize.

3.3. Krizna procikličnost i monetarni reduktor

HNB je u novo tisućljeće ušao s bankovnim sektorom u krizi, nelikvidnom ekonomijom, poljuljanim povjerenjem u kunske depozite, ali i sa sve većim priljevima deviza iz inozemstva. S jedne strane nelikvidnost i bankovna kriza, a s druge nova valuta (euro) koja je bila u uzlaznoj putanji (a onda i ukorijenjena navika rezidenata RH da štede u stranom novcu) bili su dovoljni preduvjeti za duboko euroizirano gospodarstvo, kojem je pritom slijedila velika kreditna ekspanzija prema sektoru stanovništva. U takvoj situaciji i s ograničenim mogućnostima, HNB je – prvenstveno putem prethodno opisanih makroprudencijalnih mjera – djelovao kontraktilički i razmjerno uspješno spriječio rizičniju ekspanziju aktive banaka. Međutim, pojavom Velike financijske krize, HNB je djelovao prociklički stavljajući primat ponovno na svoj intermedijarni cilj iznad svega drugoga.

HNB na svojim stranicama tvrdi da je tijekom 2008. i na početku 2009. godine oslobodio 4,5 milijardi eura likvidnosti, smanjenjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja (s 32 % na 20 %), smanjenim stopama obvezne pričuve (sa 17 % na 14 %), ukidanjem granične pričuve i drugim mjerama. Potom, najavio je daljnje spuštanje stope obvezne pričuve te smanjenje minimalno potrebnih deviznih potraživanja. Sveukupno, HNB je u neto iznosu od početka 2008. do početka 2011. godine svojim mjerama oslobodio 5,4 milijarde eura likvidnosti, što iznosi oko 12 % tadašnjeg BDP-a. Zbog toga, tvrde iz HNB-a (2011.): „Zato su potpuno neosnovane tvrdnje da je HNB na krizu reagirao nepravodobno i nedostatno.“

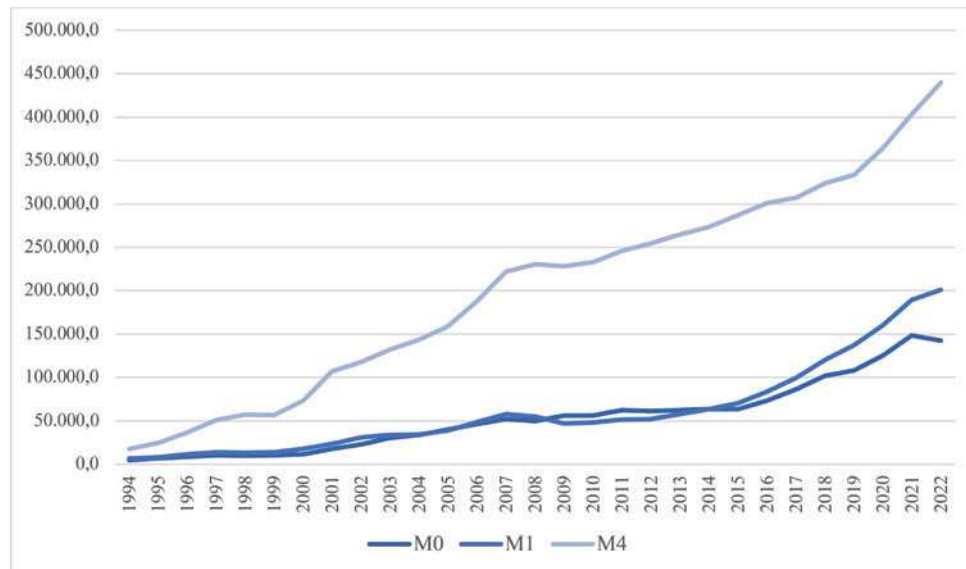
Međutim, HNB zaista jest reagirao nedostatno i prociklički u zenitu financijske krize, izazivajući sušu nelikvidnosti na novčanom međubankovnom tržištu u zimu 2009. godine.

HNB je bez iznimke prioritizirao stabilnost tečaja ispred svoje uloge zajmodavca u krajnjoj nuždi pa je usred globalne financijske krize i najvećeg pada BDP-a hrvatske ekonomije povlačio likvidnost s tržišta. Umjetno stvorenim oskudicom kunske likvidnosti, kamatnjaci na novčanom tržištu dosegli su svoju povijesnu vrijednost od 37,29 % godišnje za pre-konočne pozajmice, odnosno 31,21 % godišnje za tjedne (Ivanov, 2014). Slične prociklične intervencije događale su se i poslije, npr. povećanjem stope obvezne rezerve dvaput između listopada 2011. i siječnja 2012. godine, unatoč dugotrajnoj recesiji, međubankovnoj nelikvidnosti i sveopćem razduživanju.

Kako navodi Ivanov (2014), HNB je povećao postotke devizne obvezne pričuve koji se izvršavaju u kunama s 50 % na 75 % na prijelazu 2008. u 2009. godinu. Pritom su banke uz stopu obvezne rezerve od 14 % na kraju veljače 2009. godine trebale obračunati 1,5 milijardi kuna kunske obvezne rezerve više nego u rujnu 2008. godine, iako se ukupni iznos obračunate obvezne pričuve smanjio za oko 6 milijardi kuna. Time se smanjila potreba korištenja direktne prodaje deviza bankama, što bi negativno utjecalo na međunarodne pričuve i naravno, nominalni tečaj. Čuvanjem tečaja nastradala je likvidnost, odnosno porasli su kamatnjaci na pre-konočne međubankovne kredite, a, s druge strane, došlo je do snažnog usporavanja kreditne aktivnosti u kratkom i razduživanja u dužem roku.

Upravo radi procesa razduživanja nemonetarnih agenata dolazi do spuštanja omjera M1/M0, odnosno monetarnog multiplikatora, ispod 1 u kriznim godinama. Stoga monetarni multiplikator postaje reduktorom od 2009. do 2014. godine (Grafikon 2.), što je praćeno deflacijom krajem 2013. i 2014. godine.

Grafikon 2. Kretanje monetarnih agregata u Hrvatskoj, u milijunima HRK (1994. – 2022.)



Izvor: HNB, obrada autora; napomena: svi podaci odnose se na kraj razdoblja (prosinac), osim u slučaju 2022. godine (rujan)

3.4. Postkrizni aprecijacijski pritisci i viškovi likvidnosti

Nakon ulaska u EU i izlaska iz višegodišnje recesije, Hrvatska počinje bilježiti pozitivnije makroekonomske trendove. Prije svega, to se odnosi na vanjskotrgovinski saldo te fiskalne pokazatelje – postizanje primarnog proračunskog suficita, manje troškove zaduživanja i smanjivanje omjera javnog duga u BDP-u. Monetarna politika HNB-a također prati spomenute trendove i koristi situaciju globalne ekspanzije likvidnosti da poveća likvidnost i na domaćem tržištu.

HNB se pritom ne odlučuje na nekonvencionalne poteze dugoročnije kupnje obveznica po uzoru na velike središnje banke, niti napušta primarni instrument kupoprodaje deviza za kreaciju primarnog novca. Ono što se mijenja jest stalnost aprecijacijskih pritisaka na kunu uslijed svježeg dotoka deviza. S jedne strane, devize prirodno dolaze u hrvatsku ekonomiju kroz sve snažniji i dominantniji turistički sektor. Turizam također značajno doprinosi pretvaranju vanjskotrgovinskog deficita u suficit. S druge strane, Hrvatska iz krize izlazi kao duboko deindustrijalizirana zemlja, sa srušenom potražnjom za intermedijarnim dobrima, a time i devizama kroz taj kanal. Shodno tome, saldo robne razmjene (bez turističkih usluga) u velikim je deficitima. Dodatno, val emigracije u Zapadnu Europu nakon otvaranja granica i europskog tržišta rada uvjetovao je sve veće devizne doznake iz inozemstva, koje postaju *de facto* (i pomalo ironično) najveći investitor u hrvatsku ekonomiju te pomažu održavati tekući račun bilance plaćanja u plusu. Tako je sekundarni dohodak ostalih sektora bilježio kontinuirano rekordne iznose, s vrhuncem u 2021. godini, kada je neto sekundarni dohodak iznosio 2,29 milijardi eura na godišnjoj razini.

Sve navedeno omogućilo je prostor HNB-u da djeluje nominalno ekspanzivno, putem opetovanih kupovina deviza i posljedičnog stvaranja primarnog novca, odnosno viškova likvidnosti. Međutim, HNB ekspanzivno djeluje ne zašto što mu je to neposredni cilj; HNB-ova kvaziekspanzivnost tek je dobrodošla nuspojava ispunjavanja intermedijarnog cilja. HNB tako kupuje devize – što ima pozitivan učinak na likvidnost – jer brani tečaj. I ovaj je put monetarna politika uvjetno prociklična, međutim, ovaj put u fazi ekspanzije. A upravo zbog aprecijacijskih pritisaka, u pozadini kojih stoji vanjskotrgovinski suficit, bilo je moguće neometano kreirati nove viškove likvidnosti, koji iz godine u godinu počinju rasti na svoje rekordne razine (Grafikon 3.).

Grafikon 3. Kretanje viškova likvidnosti (u milijunima HRK) i salda VTB u bilanci plaćanja (u % BDP-a) (2000. – 2021.)



Izvor: HNB, obrada autora

Na Grafikonu 3. na lijevoj osi nalaze se razine viškova likvidnosti na računima za namiru banaka kod HNB-a u milijunima HRK, a njihova razina prikazana je stupcima. Na desnoj osi nalazi se saldo tekućeg računa bilance plaćanja. Na grafikonu je vidljivo da je saldo VTB najveći deficit bilježio 2008. godine, a suficite počinje bilježiti kontinuirano od 2014. godine (uz iznimku pandemijske 2020. godine). Viškovi likvidnosti, pak, bilježe značajan trend rasta nakon 2015. godine, s najvećom akceleracijom nakon 2019. godine, kada se viškovi likvidnosti penju s 44 milijarde kune na 63 milijarde u 2020. godini i preko 81 milijarde krajem 2021. godine. Prema najaktualnijim podacima HNB-a (rujan 2022.) viškovi trenutačno iznose 87 milijardi kuna, s tendencijom povećanja kako se budu dodatno oslobađala imobilizirana sredstva u obveznoj pričuvi.

3.5. COVID-19 i nekonvencionalne intervencije

Osim konstantnih aprecijacijskih pritisaka i deviznih kupnji od strane HNB-a, još jedan suvremeniji kanal nastanka rekordnih viškova likvidnosti bile su intervencije HNB-a u razdoblju pandemije i krize pandemije bolesti COVID-19. HNB je u krizi pandemije bolesti COVID-19 reagirao pravovremeno, intenzivno i kontraciklički. Osim oslanjanja na svoje već standardne mjere, HNB je također u više navrata otkupljivao vrijednosnice Republike Hrvatske, čime je proveo svoj miniprogram kvantitativnog labavljenja (QE) i dao nekonvencionalan karakter svojim intervencijama.

Prva intervencija bila je strukturna operacija na rok od pet godina, a potom i kupovina obveznica u operaciji fine prilagodbe. Uslijedile su izravne kupnje vrijednosnica RH u kunama. Pritom je HNB otvoreno intervenirao s ciljem spašavanja likvidnosti fondova, omogućivši da mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje mogu sudjelovati u kupoprodaji vrijednosnica. Rezultiralo je to potraživanjima HNB-a od države u iznosu od

16 milijardi kuna (kolovoz 2022.), čime se HNB odmaknuo od svoje konvencionalne politike kvazivalutnog odbora. Do lipnja 2020. godine HNB je među sličnim zemljama prednjačio u kupovini obveznica, koje su u konačnici iznosile oko 5,5 % BDP-a (MMF, 2021).

Osim nekonvencionalnih kupnji javnog duga, HNB je primirio tržišnu volatilnost uspostavljanjem vrlo bitne *swap* linije s Europskom središnjom bankom (ESB). Valutni *swap* s ESB-om omogućio je razmjenu kuna za eure u iznosima do dvije milijarde eura, čime se spriječilo potencijalno daljnje iscrpljivanje međunarodnih pričuva, ali i signaliziralo stabilnost naspram domaćeg novčanog tržišta. Potraživanja od kreditnih institucija također su narasla (preko 3 milijarde kuna) s dugoročnim kreditima iz primarne emisije prema bankama.

Imajući sve ove mjere monetarne politike na umu – uz dodatak supervizorskih i makroprudencijalnih mjera – HNB je u krizi pandemije bolesti COVID-19 djelovao kao pravi zajmodavac u krajnjoj nuždi, u maksimalnom kapacitetu središnje banke u maloj otvorenoj ekonomiji. Pritom je koristio sva tri glavna kanala novčane emisije, s posebnim naglaskom na dugotrajne nekonvencionalne kupovine državnih obveznica.

4. MONETARNA POLITIKA HNB-A I MONETARNA TEORIJA

Monetarna politika HNB-a u prvom desetljeću njegova ustroja bila je pod snažnim i presudnim utjecajem monetarizma. Taj utjecaj prvo je bio eksplicitan, potom implicitan, nakon što je neokejnesijanska pozicija postala dominantna unutar akademske makroekonomske. U početku, naglasak je evidentno bio na rigidnosti primarne emisije kao baze posljedne monetarne multiplikacije i multiplikatora kao mehaničke kočnice daljnjoj kreditnoj ekspanziji. U makroekonomskom smislu, kao teorijska podloga poslužio je Mundell-Flemingov model, u kojem otvorena ekonomija mora birati dvije od tri opcije iz *nemogućeg trojstva*: savršene mobilnosti kapitala (financijske integracije), neovisne monetarne politike i fiksnog deviznog tečaja. HNB je izbacio neovisnu monetarnu politiku, doduše kao i mnoge druge središnje banke manjih zemalja u razvoju.

Jednom izabran smjer monetarne politike (stabilnost cijena kroz stabilnost tečaja) teško je – a ponekad i kontraproduktivno – mijenjati ususret kriznim šokovima. Međutim, problematično je, prije svega, bilo prvo desetljeće HNB-ove politike, s ideologiziranim (ne) korištenjem operativnih instrumenata i teorijski neutemeljenom rigidnošću nad novčanom emisijom, što je potom determiniralo buduću monetarnu politiku i euroizaciju ekonomije, odnosno tokenizaciju kune. Sve što je zatim uslijedilo može se svesti pod svojevrsnu histerezu početnih odabira.

Kao što je vidljivo na početku trećeg poglavlja rada, novčana je masa u cijeloj drugoj polovici 90-ih bila na gotovo nepromijenjenim, vrlo niskim razinama. Kočnice su jasno stavljene na kontrolu monetarnih agregata. U tome se velikim dijelom i uspjelo, ali s visokom cijenom (kao što je već elaborirano). No, teorija iza toga bila je kauzalno pogrešna. Naime, u dvadesetom stoljeću razvila se i dominirala cijela jedna monetarna doktrina, koju Bindseil (2004.) naziva *doktrinom rezervne pozicije*. Prema toj doktrini, kontrola količine novca u ekonomiji legitiman je – pa i preferiran – cilj (naspram kontrole cijene novca, dakle, nominalne prekonoćne kamatne stope, kao operativnog cilja). Neposredni zagovornici ovakve monetarne politike bili su monetaristi, čiji je teorijski utjecaj u udžbenicima i akademiji bio značajan, ali mnogo manji u praktičnom provođenju monetarne politike središnjih banaka.

Ipak, u Hrvatskoj se iz više ili manje opravdanih bojazni oko ponavljanja prethodnih inflatornih epizoda pristupilo vrlo rigidnoj primjeni lokalne verzije doktrine rezervne pozicije. Velika većina udžbenika iz monetarne politike implicitno će čitati slavni identitet $MV = PQ$ slijeva nadesno u kauzalnom smislu. To podrazumijeva da promjena količine novca, uz konstantnu brzinu optjecaja i stopu rasta ekonomske aktivnosti, utječe na razinu cijena. Dakle, zaključuje se, razumno je pokušati kontrolirati monetarne agregate.

HNB je ovakvo čitanje shvatio doslovno. Način na koji je u 1990-ima držao pod strogom kontrolom M0 teško je opisati drugačije nego ideologiziran, s dvoznamenkastim troškom na kredite iz primarne emisije i obveznom imobilizacijom likvidnosti u iznosu čak trećine novostvorenih depozita u ekonomiji. U tim godinama ozbiljnije je rasla tek devizna štednja, a budući da su M0 i M1 ostali na vrlo niskim razinama, tuđa je valuta bez većih prepreka postala dominantna u hrvatskom monetarnom sustavu. Dakle, kontrola domaćih plasmana u vidu kreacije depozitnog novca od strane poslovnih banaka dobrim je dijelom uspjela, ali ne iz razloga koji se konvencionalno pretpostavljaju.

I danas dominantno udžbeničko objašnjenje uloge monetarne politike i kauzalnosti nastanka novca u ekonomiji počiva na Pooleovu modelu (1970.), odnosno na postojanju procesa multiplikacije viškova likvidnosti te koncepta monetarnog multiplikatora (vidjeti npr. Mankiw, 2003; Mishkin, 2019). Ideja je jednostavna: ako se pod kontrolom drži monetarnu bazu (viškove likvidnosti), držat će se pod kontrolom i plafon multiplikacije kreditnog novca, a to je bitno zbog očuvanja krajnjeg cilja – stabilnosti cijena. Stoga, u kauzalnom smislu, rezerve (viškovi likvidnosti) prethode kreaciji depozita, a depoziti kreaciji kredita. Međutim, u godinama nakon Velike financijske krize, postalo je jasnije da je navedena udžbenička kauzalnost inverzna stvarnoj. Do ovog je shvaćanja došlo iz niza razloga (sve manji značaj gotovog novca, rekordne količine viškova likvidnosti u sustavu te veća demokratizacija ekonomskih istraživanja i transparentnost središnjih banaka), a ono ima direktne posljedice po normativni sud o monetarnim politikama svih središnjih banaka (pa tako i HNB-a).

U stvarnosti, prvi kauzalni korak u stvaranju novog novca jest kredit (potraživanje) poslovne banke prema nemonetarnom subjektu, na temelju čega se potom kreira obveza poslovne banke (depozitni novac). Tek nakon toga, *ceteris paribus*, poslovna banka traži rezerve (centralnobankarsku likvidnost) kako bi zadovoljila postojeće regulative (npr. obveznu pričuvu). Te rezerve mogu biti lakše ili teže dostupne, ali svakako moraju biti dostupne (jer monetarni sustav ne obavlja tek intermedijacijsku ulogu, a središnja banka ne provodi tek monetarnu politiku, već je i glavni agent za kliring i finalnu namiru). Cijena rezervi jest upravo kamatna stopa. Dakle, HNB u 90-ima nije mogao direktno (mehanički) spriječiti kreaciju novih depozita jer se oni ionako ne „multipliciraju“ iz postojeće monetarne baze, ali je itekako mogao obeshrabriti i banke i njihove klijente prohibitivno visokom cijenom likvidnosti (a centralnobankarska likvidnost nije tek bitna za izdvajanje možebitne obvezne pričuve, već se isključivo u njoj – jer predstavlja *legal tender* – obavlja finalna namira između svih monetarnih subjekata).

Opisanu kauzalnost nastanka novca u suvremenim ekonomijama – što uključuje i Hrvatsku – u posljednjim su godinama potvrdili ekonomisti vodećih svjetskih središnjih banaka i financijskih institucija, poput primjerice, ekonomista iz Banke Engleske (McLeay et al., 2014), ECB-a (Bindsel i König, 2013), BIS-a (Disyatat, 2008; Borio i Disyatat, 2010) i MMF-a (Gross i Siebenbrunner, 2019). Dakle, stope obveznih rezervi ne mogu *ex ante* mehanički ograničiti količinu novostvorenog kreditnog novca. Prvo nastaje privatni supstitut

(kreditni novac) na bazi kreditnog potraživanja, koji se potom pokriva za potrebe kliringa i namire, odnosno regulatornih zahtjeva, u zakonskom i definitivnom sredstvu prometa i plaćanja. No, ovo shvaćanje nije zaista novo, već je bilo potisnuto dugi niz godina (iz kompleksnog skupa razloga koji nadilaze opseg ovog rada), nakon što je izmišljen koncept monetarnog multiplikatora sada davne 1920. godine (Phillips, 1920).

Sustavna i detaljna bilančna razrada cjelokupne mehanike i kauzalnosti kreacije novca također bitno nadilazi prostorna ograničenja ovog rada, no značajne su i same *policy* posljedice (kako trenutačne tako i retroaktivne) te se razlikuju i između pojedinačnih središnjih banaka. Središnje banke većih zemalja, koje su odavno prešle na svoje verzije Taylorova pravila (Taylor, 1993) i za operativni cilj monetarne politike odabrale cijenu likvidnosti na međubankovnom tržištu, manje su pogođene implikacijama endogene kreacije novca jer su kontrolom cijene primarnog novca svakako morale napustiti direktnu kontrolu količine. Povijest je manje blaga za one središnje banke koje su pokušavale, implicitno ili eksplicitno, kontrolirati ili ciljati monetarne agregate. Primjerice, u slučaju Feda, to je vrijedilo za razdoblje 1979. – 1982., a u slučaju HNB-a, to je vrijedilo ponajprije tijekom 1990-ih.

Direktna lokalna implikacija jest sljedeća: da je HNB dopustio veću elastičnost monetarnog sustava, vjerojatno ne bi bilo krize nelikvidnosti ni krize bankovnog sustava, platni promet i kreditiranje obavljalo bi se mnogo većim dijelom kroz kune i jedna specifična histereza dugotrajnog napuštanja kune možda bi imala drugačije ishode od ostvarenih. Neposredno najbitnije: ne bi bilo direktnih inflatornih posljedica jer se viškovi likvidnosti (slobodna novčana sredstva): a) lako i dobrovoljno od strane banaka pretvaraju u njihovu portfelju u drugi vid imovine koja nosi prinose, što je valjano objašnjeno tzv. kompenzacijskom tezom (Lavoie, 2001) i b) ne mogu doslovno posuditi nemonetarnom sektoru. Naime, ova dva platna sustava gotovo su u potpunosti odvojena: centralnobankarski novac ne može zaista napustiti bilancu središnje banke (bez da aktiva dospije ili ga središnja banka aktivno poništi). Također, ne može ući u optjecaj, uz jednu iznimku: pretvorbu u gotov novac. Drugim riječima, tzv. slobodna novčana sredstva nisu tako slobodna kako se smatra, već služe prvenstveno za finalnu namiru između samih banaka na strani aktive, kojima se pokrivaju promjene (uslijed autonomnih odluka nemonetarnih agenata ili aktivnog menadžmenta pasive) na strani obveza, što uključuje i depozitni novac.

Nadalje, sve napisano sugerira da je kreacija novca u suvremenim ekonomijama određena prvenstveno s potražne strane, uz iznimku nekonvencionalnih politika poput QE-a (čiji rezultat – rekordni iznosi viškova likvidnosti – ostaju zarobljeni u bilancama monetarnih institucija i ne mogu biti „pušteni“ u optjecaj, osim, ponovno, pretvorbe u gotov novac). Potražna strana ekonomije diktira količinu odobrenih kredita (novostvorenog depozitnog novca), a banke u principu imaju pasivniju ulogu: postavljaju cijenu novca i paze na boninet klijenata imajući na umu regulatorne zahtjeve i vlastitu kapitalizaciju. Nastavno na to, regulacija poput obvezne pričuve ne može mehanički ograničiti količinu novog kreditiranja, odnosno ne može mehanički odrediti kreditni potencijal banaka, već može tek posredno obeshrabriti daljnje plasmane. Logično, potražna strana diktira i količinu poništenog kreditnog novca kroz procese neto razduživanja, koji su u Hrvatskoj bili vidljivi primarno kroz pad M1 ispod M0 u godinama nakon financijske krize.

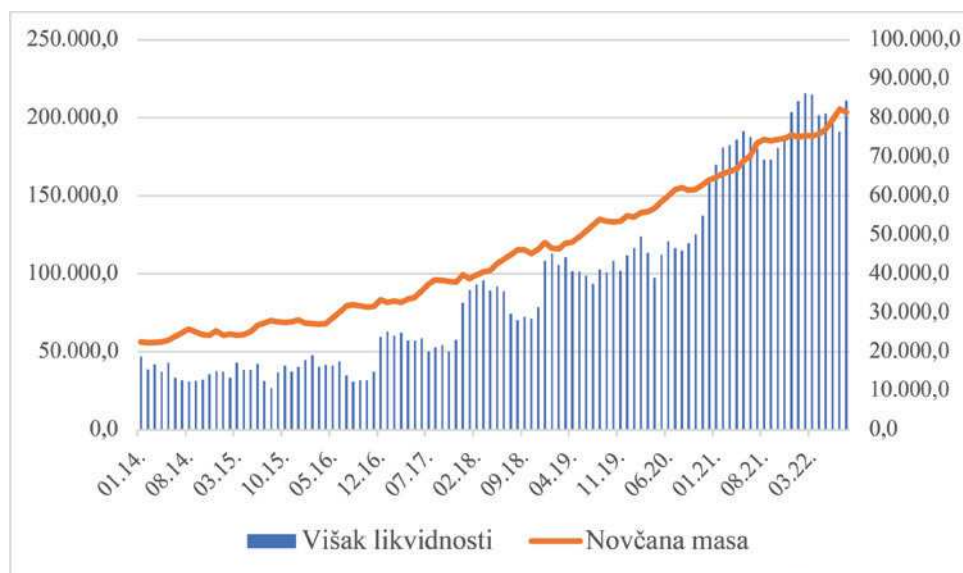
Imajući to na umu, postaje jasnije kako je u suvremenim ekonomijama identitet $MV = PQ$ pravilnije kauzalno čitati s desne na lijevu stranu: cijene u ekonomiji jesu te koje diktiraju nominalnu visinu kredita, dakle, količinu novokreiranog depozitnog novca – uz danu

kamatnu stopu – koja najviše ovisi o cijeni centralnobankarske likvidnosti. Ako je ta cijena prohibitivna, opisana elastičnost pretvara se u rigidnost, kao u slučaju hrvatskog monetarnog sustava u 1990-ima. Riječima Ivanov (2011.): „Kako je provedbom Stabilizacijskog programa 1993. godine izgrađen monetarni sustav kvazivalutnog odbora u kojem je emisija domaćeg novca M1 određena pokrićem deviznih rezervi, dok su se tijekom 90-ih godina devizne pričuve vrlo sporo povećavale, kreatori monetarne politike nisu bili skloni emisiji dodatne kunske likvidnosti kroz kreditiranje banaka. U nemogućnosti korištenja alternativnih izvora sredstava i ograničene ponude novca, cjelokupni monetarni sustav i ekonomski sustav zemlje upao je u svojevrsnu zamku nelikvidnosti, koja je rezultirala vrlo niskim stopama rasta i recesijom 1999. godine. U okruženju oskudice novca, prejake domaće valute koja guši domaću proizvodnju i izvoz te sve većeg tehnološkog zaostajanja za razvijenim zemljama, kao i za drugim europskim tranzicijskim državama, Hrvatska je tijekom 90-ih propustila punih deset godina mogućeg ekonomskog razvoja“ (Ivanov, 2011: 13).

Bitno je još jednom napomenuti da manja restriktivnost ne bi dovela do mehaničkog prelijevanja likvidnosti i početka inflacijske spirale, već bi samo dopustila ekonomiji da se razvija endogeno, tempom koji bi zasigurno bio brži od onog koji je zaista postojao. Ovakvo je transmisija restriktivnosti imala za posljedicu visoke kamatne stope za privlačenje štednje deponata (odnosno preciznije, rezervi koje u aktivni prate ekspanziju pasive dolaskom te iste štednje), što je negativno djelovalo na agregatnu potražnju, a konkurencija u natjecanju privlačenja deponata samo je bila jedan dodatan korak do posvemašnje krize nelikvidnosti sustava.

Osim toga, relaksacija zahtjeva u kreaciji likvidnosti ne bi značila automatsko pogoršanje tečaja s markom, jer je jasno kako bi kreacija bila pokretana s potražne strane. Rekavši to, shvaćanje stvarnog kauzalnog mehanizma nastanka novca ima, naravno, važnosti i danas, kada je hrvatski monetarni sustav karakteriziran vrlo visokim razinama viškova likvidnosti. Suprotno konvencionalnom razmišljanju, ti viškovi likvidnosti ne mogu se nikako preliti u optjecaj, osim intenzivnom pretvorbom u gotov novac (a za čime nema potrebe, jer gotovina u optjecaju raste uglavnom linearno, prateći potrebe gospodarstva). Zbog toga, naravno, ne mogu niti biti direktno inflatorni. U suvremenoj hrvatskoj ekonomiji, kreditiranje nemonetarnih subjekata i rast novčane mase događaju se uz istodobno postojanje (a ne smanjivanje) viškova likvidnosti (Grafikon 4.; iznos novčane mase jest na lijevoj, a viškova likvidnosti na desnoj osi).

Grafikon 4. Kretanje novčane mase i viškova likvidnosti na računu za namiru, u milijunima HRK (2014. – 2022.)



Izvor: HNB, obrada autora

Naposlijetku, nameće se zaključak da je HNB 1990-ih provodio monetarnu politiku koja se zasnivala na teorijskim postulatima koji se danas sve više shvaćaju arhaičnima. Pritom je HNB kroz preveliku rigidnost emisije primarnog novca posredno negativno utjecao i na rast plasmana, ali i na šire transakcije i namire u cjelokupnoj ekonomiji. Ovo je velikim dijelom uvjetovalo krizu nelikvidnosti, a posredno je moglo samo pojačati preferenciju rezidenata RH da štede u devizama. Zbog toga, možda ne bi bilo prestrogo reći da se euro uvodi s prvim danom 2023. godine, ali se kuna počela napuštati u njezinim najranijim godinama postojanja. U kasnijim razdobljima, HNB s promjenjivim uspjehom djeluje kontraciklički (pozitivno u pretkriznim godinama i pogotovo u krizi pandemije bolesti COVID-19, a prociklički u zenitu financijske krize), što je velikim dijelom i nužnost kada je stabilnost deviznog tečaja izabrana kao nominalno sidro.

5. ZAKLJUČAK

U gotovo tri puna desetljeća hrvatske kune kao službene valute, krajnji cilj HNB-ova službenog mandata (stabilnost cijena) – uz iznimku posljednjeg inflatornog razdoblja – može se smatrati uspješno ostvarenim. Štoviše, Hrvatska je među usporedivim zemljama imala zavidne razine financijske i makroekonomske stabilnosti s obzirom na kretanja inflacije, tečaja i otpornosti financijskog sustava. Međutim, uspjeh u ostvarivanju krajnjeg cilja imao je i svoju cijenu.

Spomenutu cijenu moguće je prepoznati u značajnim nuspojavama uslijed pretjeranog naglaska na intermedijarni cilj (nominalno sidro deviznog tečaja), a koji je izvorište

imao u ideologiziranom načinu korištenja, odnosno nekorisćenja operativnih instrumenata monetarne politike u 1990-ima. Okvirnim povijesnim redosljedom to su: a) gubitak konkurentnosti, b) valovi nelikvidnosti, c) tokenizacija službene valute, d) orijentacija kreditnih plasmana prema sektoru stanovništva i e) rekordni viškovi likvidnosti nakon Velike financijske krize i krize pandemije bolesti COVID-19.

Upravo posljednje ima najmanji otisak na ekonomiju, ali i najevidentnije teorijske implikacije, jer se viškovi likvidnosti – suprotno monetarističkom, ali i još uvijek dominantnom neokejnesijanskom tumačenju – ne mogu zaista odobravati u kredite nemonetarnim agentima. Ovakav nalaz nije bio evidentan prije popularizacije nekonvencionalnih politika kvantitativnog labavljenja, no retrospektivno čini teorijske temelje provedbe monetarne politike u Hrvatskoj duboko manjkavima.

Shodno tome, monetarna politika HNB-a bila je suviše rigidna u tranzicijskom razdoblju, prociklična za vrijeme krize i kvaziekspanzivna u postkriznom razdoblju, kada se pasivno oslanjala na kontinuirani suficit tekućeg računa vanjskotrgovinske bilance i posljedni neto priljev deviza, ali stvoreni viškovi likvidnosti nisu se prelili (niti su se mogli doslovno preliti) u realni sektor putem kreditiranja. U razdoblju pandemije bolesti COVID-19, pak, intervencije HNB-a bile su značajne, pozitivne i pravovremene, s posebnim naglaskom na uvođenje *swap* linije s ESB-om i stabiliziranje tržišta putem nekonvencionalne kupnje državnih obveznica.

U konačnici, monetarna politika u minula tri desetljeća bila je faktor stabilnosti i financijske integracije hrvatske ekonomije, ali je i determinirala uzak prostor za rast i realnu konvergenciju prije ulaska u europodručje.

POPIS LITERATURE

1. Akrap, I. i Rodin, M. (2015). Ograničenja u primjeni valutne klauzule načelima moralnog sadržaja. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* v. 36, br. 2, str. 997-1024.
2. Babić, A. (1995). Efektivni tečaj kune u razdoblju antiinflacijskog programa. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, Vol. 5, No. 45.
3. Babić, M. (2006). *Od dezinflacije u zaduženost – Hrvatska privreda 1994-2004*. Binoza press d.o.o., Ekonomski fakultet u Zagrebu.
4. Bindseil (2004). The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine, *ECB Working Paper Series*, No. 372, June 2004.
5. Bindseil, U. i König, P. J. (2013). Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists: an Appraisal 25 years later. *Review of Keynesian Economics*, 1(4), str. 383-390.
6. Borio, C. i Disyatat, P. (2010). Unconventional Monetary Policies: an Appraisal. *Manchester School*, 78 (Supplement), str. 53-89.
7. Disyatat, P. (2008). Monetary Policy Implementation: Misconceptions and Their Consequences. *BIS Working Papers No. 269*, December.
8. Dumičić, M., Ljubaj, I. i Martinis, A. (2017). Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj. *Pregledi P-37*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, listopad.

9. Faulend, M. (2014). Dolarizacija s posebnim osvrtom na ciljanje inflacije. Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu.
10. Galac, T. (2011). Središnja banka kao krizni menadžer u Hrvatskoj – analiza hipotetičnih scenarija. *Istraživanja I-34*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, studeni.
11. Gattin Turkalj, K. i Ljubaj, I. (2017). CNB Transparency and Monetary Policy. *Surveys S-25*, Hrvatska narodna banka, Zagreb, kolovoz.
12. Gross, M. i Siebenbrunner, C. (2019). Money Creation in Fiat and Digital Currency Systems. *IMF Working Paper WP/19/295*, December.
13. HNB (2011). Što je činio HNB tijekom krize. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/sto-je-cinio-hnb-tijekom-krize>
14. HNB (2021). Tri desetljeća izazova. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4063689/HR-30ghnb-brosura.pdf/dedd0610-78d9-bdfa-2f54-508742ced508>
15. Ivanov, M. (2011). Zamke eksterne finacijske liberalizacije – pogled iz perspektive monetarnog sustava i modela privređivanja u Hrvatskoj. *Ekonomija/Economics*, 18 (2011), 3, str. 579-608.
16. Ivanov, M. (2014). Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj. Objavljeno u: *Razvojni potencijalni hrvatskog gospodarstva*, Družić, G. i Družić, I. (ur.), Zagreb: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti; Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, str. 77-98.
17. Lavoie, M. (2001). The Reflux Mechanism in the Open Economy. In Rochon, L. P. and Vernengo, M. (eds). *Credit, Growth and the Open Economy: Essays in the Horizontalist Tradition*. Cheltenham: Edward Elgar, str. 215-242.
18. Mankiw, G. (2003). *Macroeconomics*, New York: Worth Publishers.
19. McLeay, M., Radia, A. i Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), str. 14-27.
20. Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 12th edition, Pearson Education Limited, United Kingdom.
21. MMF (2021). Republic of Croatia. 2021 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Croatia. *IMF Country Report* No. 21/205, September 2021.
22. Phillips, C. A. (1920). *Bank Credit*. New York: Macmillan.
23. Poole, W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *Quarterly Journal of Economics*, 84, str. 197-216.
24. Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, str. 195-214.