

Pregledni znanstveni rad
UDK: 336.7
<https://doi.org/10.22598/zefzg.2025.1.139>
Datum primitka članka u uredništvo: 5. 5. 2025.
Datum slanja članka na recenziju: 6. 5. 2025.
Datum prihvatanja članka za objavu: 13. 6. 2025.

Dr. sc. Karlo Vujeva*

RASKORAK MONETARNE TEORIJE I PRAKSE: KOLIČINA ILI CIJENA NOVCA? **

DIFFERENCE BETWEEN MONETARY THEORY AND PRACTICE: MONEY SUPPLY OR THE PRICE OF MONEY

SAŽETAK: Središnja točka analize u ovom članku jest određivanje teorijskog i povijesnog konteksta operativnog provođenja konvencionalne monetarne politike. Već dugo vremena postoji značajan raskorak između dominantnog akademskog ili pedagoškog modela, s jedne strane, te stvarne prakse provođenja monetarne politike, s druge. Prvospomenuti naglašava centralnost količine novca, dok praksa ističe cijenu novca na margini. Upravo je cilj ovog članka detaljnije razjasniti spomenuti raskorak. Navedeno se prvenstveno odnosi na pitanje vrednovanja poželjnijeg (ili optimalnog) operativnog cilja monetarne politike, ali implicira i veliki postojeći jaz u samom shvaćanju funkcioniranja monetarne transmisije unutar monetarnog sustava u kojem likvidnost nastaje endogeno. Zbog toga je prikazan širi kontekst provođenja monetarne politike od strane središnjih banaka, s naglaskom na razdoblje od 19. stoljeća do Velike financijske krize. Preciznije, radi se o povijesnoj dvojbi između pokušaja ciljanja količine naspram cijene centralnobankarskih rezervi kao ključne varijable. Ishod je praktična dominacija ciljanja cijene likvidnosti, ali i kontinuirana razlika između stvarnog i percipiranog provođenja monetarne politike. U zaključku se naglašava opravdanost odbacivanja monetarističke doktrine rezervne pozicije (ciljanja kvantitete centralnobankarskih rezervi) u korist ciljanja kratkoročnih kamatnjaka te se poziva na šire prepoznavanje inherentne defenzivnosti monetarne politike.

KLJUČNE RIJEČI: monetarna teorija, monetarna politika, doktrina rezervne pozicije, monetarizam, središnje bankarstvo

JEL: E52, E58, N14

* Dr. sc. Karlo Vujeva, viši asistent, Katedra za financije, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6, 10000 Zagreb, e-mail: kvujeva@efzg.hr

** Ovaj rad baziran je na doktorskoj disertaciji „Monetarna politika i TARGET2 neravnoteže unutar Euro-sustava“, koju je autor obranio u kolovozu 2024. godine na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu.

ABSTRACT: The focus of this article is to determine the theoretical and historical context in which conventional monetary policy has been operationally implemented. There has long been a significant gap between the dominant academic model on the one hand and the actual practice of implementing monetary policy on the other. The former emphasizes the centrality of the quantity of money, the latter the price of money at the margin. The aim of this article is to clarify this gap in more detail. The above refers to the issue of valuing the more desirable (or optimal) operational objective, but also implies the growing gap in the very understanding of the functioning of monetary transmission within a monetary system with endogenous liquidity. Therefore, the broader context of the implementation of monetary policy by central banks is presented, with an emphasis on the period from the 19th century to the Great Financial Crisis. More precisely, it is a historical dilemma between attempts to target the quantity versus the price of money as the key variable. The outcome has been the dominance of interest rate targeting, but also a continuous difference between the actual and perceived implementation of monetary policy. The article concludes by justifying the rejection of the reserve position doctrine (targeting the quantity of central bank reserves) in favor of targeting short-term interest rates in monetary policy's operational framework and calls for a wider recognition of inherently defensive role of monetary policy.

KEY WORDS: monetary theory, monetary policy, reserve position doctrine, monetarism, central banking

JEL: E52, E58, N14

1. UVOD

Nakon 2008. godine monetarna politika najvažnijih središnjih banaka uglavnom se provodi na nekonvencionalan način, u uvjetima strukturnog viška likvidnosti. I dok su nekonvencionalnost i posljedični višak likvidnosti s razlogom posljednjih godina glavna monetarna tema, konvencionalna monetarna politika danas se shvaća donekle olako, kao nešto sasvim poznato i podrazumijevano. Ipak, teorija i praksa provođenja konvencionalne monetarne politike nisu u povijesti bili uvijek unisoni. S godinama, razlike su pogotovo počele biti primjetne između akademske i praktične perspektive, čemu na svojstven način svjedoči i poznati Radcliffeov izvještaj (1959). Stoga, radi preciznijeg razumijevanja monetarne teorije i povijesti, određivanje konteksta operativnog djelovanja središnje banke u okviru konvencionalne monetarne politike središnja je točka analize u okviru ovog članka. Pritom, najveća pozornost pridaje se raskoraku između dominantne monetarne teorije i konkretne prakse središnjih banaka.

Sukladno karakteristikama endogenosti nastanka likvidnosti unutar monetarnog sustava, u većini slučajeva uputno je fokusirati se najprije na poslovne banke i njihov odnos s nemonetarnim sektorom, a (tek) potom i središnjom bankom (vidjeti npr. Moore, 1988; McLeay *et al.*, 2014; Bundesbank, 2017). Pritom, monetarna politika središnje banke istovremeno se teorijski može definirati u defenzivnom smislu (Lombra i Torto, 1973), kao pokušaj optimalnog reagiranja na autonomne faktore van njezine direktne kontrole, u skladu s postavljenim ciljevima. To je u evidentnoj suprotnosti s bazičnim udžbeničkim modelom monetarne multiplikacije, koji je tek u (vrlo) rijetkim situacijama stilizirao stvarne kauzalne mehanizme.

Drugim riječima, već dugo postoji raskorak između dominantnog akademskog ili pedagoškog modela te stvarne prakse provođenja monetarne politike. Prvospomenuti naglašava centralnost kvantitete novca, drugospomenuti cijenu novca na margini, to jest cijenu primarne likvidnosti izraženu putem referentnih kamatnjaka. Upravo je cilj ovog članka detaljnije razjasniti spomenuti raskorak u kontekstu operativne provedbe monetarne politike. Naime, monetarna politika tijekom povijesti rijetko je u praksi bila vođena sukladno modelu monetarne multiplikacije (čak i kada je to deklarativno bilo tako, kao u primjeru Feda), ali također nije ni bez iznimke bila vođena na defenzivan način. U svakom slučaju, zajednički nazivnik monetarne povijesti od kraja 19. stoljeća do (barem) Velike financijske krize jest nepodudarnost stvarnog i percipiranog provođenja monetarne politike. Ova nepodudarnost, međutim, ne tiče se samo tehničke razlike između prakse i (udžbeničke) teorije već je dijelom i vjerojatno namjerno perpetuirana od strane samih središnjih bankara u različitim razdobljima. Naime, vrijedi istaknuti kako središnje banke nisu uvijek bile niti nastojale biti višeg stupnja transparentnosti kao posljednjih godina. Štoviše, nerijetko je upravo netransparentnost bila temeljna karakteristika i *modus operandi* provođenja monetarne politike.

Slijedno tome, u ovom radu prikazan je širi kontekst provođenja monetarne politike od strane središnjih banaka, s naglaskom na razdoblje od 19. stoljeća sve do Velike financijske krize. Širi kontekst uključuje i varijacije na postavljenu defenzivnu ulogu središnje banke, odnosno pregled „mode“ i duha vremena koji su – tijekom povijesnih okolnosti, radova velikih ekonomista, ali i nekih slučajnih anegdota – imali značajan utjecaj na izgled i modalitet monetarne politike tijekom desetljeća. Pritom se članak naslanja na nomenklaturu kakvu u svom radu postavlja Bindseil (2004).

Bindseil (2004) uspostavlja idejnu dihotomiju u konceptualiziranju provođenja monetarne politike koje naziva „SID“ (engl. *Short term Interest rate Doctrine*) i „RPD“ (engl. *Reserve Position Doctrine*) doktrinama.¹ RPD ili doktrina rezervne pozicije predstavlja općenitiju teorijsku i praktičnu nadgradnju monetarizma, u smislu da operativni cilj monetarne politike može i treba – putem operacija na otvorenom tržištu – biti kvantiteta centralnobankarskih rezervi (u izabranoj formi) s posljedičnim utjecajem na monetarne agregate (putem monetarnog multiplikatora). S druge strane, termin „SID“ ili doktrina kamatne stope predstavlja poziciju prema kojoj su središnje banke oduvijek dominantno provodile (i danas provode) te trebaju provoditi politiku postavljanja cijene likvidnosti, u smislu ciljanja kratkoročne (tržišne) kamatne stope na novčanom i/ili međubankovnom tržištu. Pojednostavljeno, ponovno se radi o izboru između količine i cijene novca kao ključne i kontrolne varijable u monetarnoj transmisiji.

Odabir razdoblja analize nije slučajna s obzirom na to da moderna monetarna politika svoje uporište ima u operacionaliziranju tzv. „Bagehotova pravila“, koje slijedi iz iznimno utjecajne studije Waltera Bagehota (1873) iz druge polovice 19. stoljeća. Također, bitno je imati na umu da se Velika financijska kriza pokazala povijesnom prekretnicom u provođenju i uopće koncipiranju monetarne politike i njezine uloge u ekonomiji. Drugačije, može se smatrati kako je Velika financijska kriza prekretnica između provođenja konvencionalne i nekonvencionalne monetarne politike. Fokus ovog rada upravo je na konvencionalnoj monetarnoj politici. Stoga se u radu analizira povijesno razdoblje od uspostave modernog središnjeg bankarstva (19. stoljeće) sve do 2008. godine.

¹ Termin „RPD“ prvi je konstruirao Friedmanov student Meigs 1962. godine u svojoj doktorskoj disertaciji.

Struktura rada je sljedeća. Nakon uvoda, drugo poglavlje bavi se kratkim prikazom najbitnijih karakteristika ranog središnjeg bankarstva. U trećem poglavlju eksplicira se tzv. „RPD“ doktrina, odnosno deklarativna važnost koncepta monetarnog multiplikatora, pogotovo u provedbi monetarne politike Sustava federalnih rezervi (Fed). U četvrtom poglavlju nastoji se u *post hoc* smislu pozicionirati i argumentirati optimalnu monetarnu politiku u izboru između kontrole količine i cijene primarne likvidnosti. U konačnici, prije zaključka, peto poglavlje prikazuje dominantni suvremeni (konvencionalni) način provođenja monetarne politike putem politike kamatnjaka, odnosno u okviru uspostavljanja koridora referentnih kamatnih stopa.

2. RANI KORIJENI SREDIŠNJEG BANKARSTVA

Ključna podloga cjelokupnog financijskog sustava jest povjerenje. Budući da banke nisu mehanički ograničene postojećom količinom centralnobankarskih rezervi ni postojećim količinama depozita (vidjeti npr. Rule, 2015; Ihrig *et al.*, 2021), njihovo poslovanje inherentno je usidreno u povjerenju. U filozofskom smislu, jedino pravo ograničenje banaka da kreiraju novu kupovnu moć čine „prudentnost bankara i samoograničenje dužnika“ (Lavoie, 2022: 229). Jednom kada povjerenja nestane, cjelokupna hijerarhija i platni sustav dolaze u opasnost, uključujući međubankovno tržište i transmisiju monetarnih učinaka na realnu ekonomiju.

Naravno, povjerenje nije apsolutno. Kao što ističe Borio (2019), kada bi povjerenje bilo savršeno, tada ni ne bi bilo potrebe za finalizacijom potraživanja i obveza, sam kredit bio bi dovoljan. Na razini cjelokupnog sustava, povjerenje treba imati bazu u institucionalnom okviru, a to se ponajprije odnosi na operativne, dnevne procedure i mehanizme transfera zakonskog sredstva prometa i plaćanja. Podrazumijeva se da ključnu ulogu ima upravo dostupnost centralnobankarske likvidnosti, odnosno šire, elastičnost ponude novca najvišeg hijerarhijskog stupnja.

Dakle, bez jasne i zadane procedure djelovanja u situacijama (naglog) nestanka povjerenja, cjelokupni sustav može se smatrati ranjivim i volatilnim. Upravo prepoznavajući ovaj obrazac, W. Bagehot (1873) konceptualizirao je defenzivnu ulogu središnjih banaka u dnevnim operacijama, ali i – možda još bitnije – kao zajmodavaca u krajnjoj nuždi u situacijama sistemskog stresa u cjelokupnom sustavu.

Korijeni središnjeg bankarstva sežu još dalje u prošlost, u stoljeća renesanse, kada su javne banke, s poveljom i odobrenjem renesansnih gradova-država, obavljale ulogu glavnog agenta platnog prometa. Neki od gradova u kojima su djelovale takve banke uključuju Barcelonu, Genovu, Hamburg i Veneciju (Borio, 2019). Na taj način spomenute su banke hijerarhijski podigle svoju bilancu, što im je omogućilo da apsorpcijom i netiranjem tuđih potraživanja i obveza omogućavaju veći stupanj kohezije, povjerenja i posljedično volumena transakcija u sustavu. No, dok je navedeno apsolutno ključno i nužno, pokazalo se da nije sasvim dovoljno, pogotovo kada se uzme u obzir mogućnost panika i juriša na banke. Konačna karakteristika koja će značiti stvaranje središnjeg bankarstva u suvremenom smislu, odnosno institucionalizaciju povjerenja unutar monetarnog sustava bila je upravo uloga zajmodavca u krajnjoj nuždi (Goodhart, 1988; Borio, 2019).

S razvojem uloge zajmodavca u krajnjoj nuždi analogno je došlo i do razvoja monetarne politike, odnosno operacionalizacije kako svakodnevnih tako i kriznih procedura provođenja monetarne politike. Prije Prvog svjetskog rata, slično kao i danas, među središnjim bankarima nije bilo manjka konsenzusa oko toga što zapravo predstavlja provođenje (konvencionalne) monetarne politike. To se u suvremenosti vidi kao postavljanje ciljane razine kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa u dnevnim operacijama sve do sljedećeg sastanka izvršnog tijela pojedine središnje banke. Tijekom 19. stoljeća, navedeno se konkretno odnosilo na postavljanje diskontne stope po kojoj poslovne banke mogu dobiti likvidnost od središnje banke.

Prvi koji na ovaj način teorijski tumači monetarnu politiku, odnosno politiku središnje banke jest Thornton (1802), koji sinonimski promatra politiku središnje banke i postavljanje „stope banke“ ili stope diskontnog prozora. Njegove misli dalje razvija Wicksell (1936) u svom klasiku iz 1898. godine, kada argumentira da diskontna stopa treba pratiti stopu realnog povrata na kapital, s ciljem učinkovitije kontrole ekspanzije novca, odnosno inflacije. Pritom, Thorntonov koncept „stope trgovačkog profita“ analogna je preteča Wicksellovoj stopi, danas poznatoj kao „prirodna“ stopa. Slijedno tome, perspektiva prema kojoj bi monetarna politika – putem instrumenta diskontnog prozora – trebala ciljati stopu realnog povrata na kapital ili „prirodnu“ stopu (koja fluktuirala) bila je dominantna u drugoj polovici 19. stoljeća (King, 1936).

Kao što je navedeno, Walter Bagehot imao je značajan utjecaj na provođenje monetarne politike krajem 19. stoljeća, posebice na Banku Engleske. Predmet Bagehotove analize bilo je novčano tržište, odnosno njegova inherentna nestabilnost ako ga se tek „pusti na miru od strane središnje banke“ (Bagehot, 1873: 58).² Kako tumači Bindseil (2004), nestabilnost novčanog tržišta proizlazi iz kombinacije dvaju preduvjeta. Prvo, visoke volatilnosti cjenovno neelastične ponude centralnobankarskih rezervi. Drugo, iznimno niske elastičnosti potražnje za rezervama na novčanom tržištu s obzirom na kratkoročni kamatnjak. Već je navedena kombinacija dovoljan argument za izabrati kamatnu stopu naspram količine novca kao operativni cilj.

Bindseil (2004) navodi kako je suvremena situacija gotovo identična u tom pogledu. Novčana tržišta svakodnevno su suočena s tranzitornim šokovima sa strane ponude i potražnje. Tipični šokovi ponude predstavljaju promjene u autonomnim (likvidnosnim) faktorima, poput količine gotovog novca u optjecaju, količine depozita države kod središnje banke ili fluktuacija koje kreira platni sustav (Meulendyke, 1998). Budući da je platni sustav temelj monetarnog sustava, logično je kako finalna namira između banaka uvjetuje nisku cjenovnu elastičnost potražnje za centralnobankarskim rezervama.³ Istovremeno, potražnja za rezervama doslovno može snažno varirati iz dana u dan, ovisno o faktorima van kontrole – kako poslovnih banaka tako i središnje banke. Naposljetku, ono što upravo izložena argumenta-

² Zbog toga, prema „Bagehotovu pravilu“, središnje banke u krizi trebaju osiguravati likvidnost slobodno i često, uz dobar kolateral i visoku cijenu (Tucker, 2014).

³ Plastičan primjer može biti nenadani odljev depozita iz jedne u drugu banku pred kraj radnog dana, u situaciji kada banka koja gubi depozit nema viškove likvidnosti. Tada banka može birati (ograničenu) ponudu rezervi na međubankovnom tržištu u zadnji čas ili prihvatiti (najskuplju) ponudu rezervi iz primarne emisije središnje banke, aktivacijom instrumenta prekonoćnog kredita (ili nekad, diskontnog prozora). Odnosno, može i pasivno čekati dok se zadnje navedeni instrument ne aktivira automatski s obzirom na nemogućnost da monetarna institucija dan (obračunsko razdoblje) završi u računovodstvenoj neravnoteži.

cija također implicira jest manjak povezanosti operativnog provođenja monetarne politike i šireg makroekonomskog konteksta. Drugačije, inherentna nestabilnost novčanog tržišta ne proizlazi iz realnih ili monetarnih šokova u makroekonomskom smislu, već u smislu platnog prometa prije svega. Takvi šokovi mogu biti tranzitorne, slučajne ili anegdotalne naravi, prije nego sistematske. Tim je više teže opravdati operativno provođenje monetarne politike s obzirom na makroekonomske veze, kako sugerira Pooleov model (1970).

Nadalje, moguće je postaviti pitanje koliko je Banka Engleske u 19. stoljeću zaista bila uspješna u kontroli kratkoročnih tržišnih kamatnih stopa. Naime, središnja banka uvijek može administrativno postaviti vlastitu kamatnu (diskontnu) stopu, ali ne i potpuno kontrolirati transmisiju na tržište. Definitivnog odgovora najvjerojatnije nema (Bindseil, 2004), ali bez definitivnog odgovora na postavljeno pitanje otkriva se potencijalno cijela jedna nova karakteristika monetarne povijesti: tendencija da nositelji monetarne vlasti djelomično „maskiraju“ svoju konkretnu ulogu u monetarnom sustavu. Ovo će pogotovo biti relevantno u idućem razdoblju, s naglaskom na Fedove prakse nakon Prvog svjetskog rata pa sve do instrumentalizacije Taylorova pravila.

Prema Kingu (1936), odgovor na pitanje je li Banka Engleske uspješno kontrolirala kratkoročne kamatne stope je – diskutabilan. Vrijeme o kojem je riječ obilježile su mnogobrojne debate na tu temu na londonskom financijskom tržištu. S jedne strane, Banka Engleske tvrdila je da to nije njezina direktna odgovornost. S druge strane, financijska tržišta tome su oponirala. Način na koji se moglo tvrditi da središnja banka nije bila zadužena za kamatnjake bio je fokusirati se na ulogu središnje banke u kvalitativnom određenju tko ima pravo uopće dobiti likvidnost iz primarne emisije. Drugim riječima, kao bijeg od odgovornosti za cijenu likvidnosti poslužio je kvalitativni kriterij odluke tko zadovoljava kolateralne zahtjeve za diskontiranje mjenica, odnosno vrijednosnica (King, 1936).

Svejedno, upravo izneseno ne umanjuje činjenicu da je monetarna politika bila provedena, ali i teorijski koncipirana putem diskontne stope, odnosno kao politika kamatnjaka. Međutim, ukazuje na izvore obrasca koji će pogotovo biti aktualan u većini 20. stoljeća: prije svega, raskorak između percipirane i stvarne operativne uloge monetarne politike. Također, uz to, nerijetko je u tandemu slijedila i tajnovitost ili netransparentnost središnjih bankara – koja je samo dodatno pomogla produbiti navedeni raskorak.

3. FED, KONCEPT MULTIPLIKATORA I DOKTRINA REZERVNE POZICIJE

Razdoblje do Prvog svjetskog rata u monetarnoj povijesti središnjeg bankarstva obilježeno je dominacijom Banke Engleske i zlatnog standarda. Nasuprot toga, razdoblje nakon Prvog svjetskog rata obilježeno je sve većim značajem Feda i monetarno-teorijske inovacije iz SAD-a: monetarnog multiplikatora. Osnivanje prave moderne središnje banke u SAD-u bilo je u povojima dugi niz desetljeća. To se napokon i dogodilo pred osvit Prvog svjetskog rata, kada je osnovan Fed, odnosno Sustav federalnih rezervi, sa svim svojim početnim ustrojnim manama.

U ratnim i prvim poratnim godinama, Fed je patio od brojnih nedostataka, prije svega, od velikog političkog pritiska, visokog stupnja decentralizacije, nedostatka iskustva i prevelikog utjecaja poslovnih banaka na cjelokupni monetarni sustav (Bindseil, 2004). Pogotovo

je u ratnom razdoblju bio izražen politički pritisak, zbog kojeg je Fed pomogao financirati rat s (pre)niskim kamatnim stopama. To je bio uvod u manifestaciju manjka iskustva pri anticikličkom djelovanju od strane Feda odmah nakon Prvog svjetskog rata. Naime, cjenovni je indeks u dvogodišnjem razdoblju nakon jeseni 1919. godine pao za oko 35 % (nakon rasta od 150 % od 1914. godine), prateći pad realnog BDP-a za više od 20 % (Meltzer, 2003), istovremeno kad je Fed provodio restriktivnu politiku.

Ono što je pritom bilo posebno problematično nije neuspjeh ili relativno nesnalaženje Feda, druge središnje banke također su radile i rade pogreške tijekom svoje povijesti. Kao što ističe Bindseil (2004), problematična je bila *ex post* racionalizacija ovog neuspjeha. Fed je tvrdio da je pravi razlog kumulativno visoke inflacije za vrijeme rata bila preveliko posuđivanje od strane poslovnih banaka korištenjem diskontnog prozora, zanemarujući svoju odgovornost za cijenu likvidnosti iz tog istog diskontnog prozora. Ukratko, problem su bile količine, a ne cijena likvidnosti. Spomenuta racionalizacija kreće istodobno kada na popularnosti i važnosti dobiva i sasvim novi teorijski koncept monetarnog multiplikatora, koji prvi smišlja i teoretizira Cherster A. Philipps (1920).

Posebno je evidentan bio (namjeran) izostanak riječi i sintagmi povezanih s kamatnom stopom u Fedovim izvješćima iz tog razdoblja. Ovo su primijetili i Friedman i Schwartz (1963) analizirajući godišnji izvještaj Vijeća guvernera Feda iz 1921. godine te Goodfriend (2003) koristeći riječ „frustracija“ u opisu Fedova iskustva s korištenjem kamatne stope. Racionalizacija vlastitog neuspjeha – s uporištem u tada fragilnom povjerenju američkog društva u federalne institucije – rezultirala je potpunim Fedovim paradigmatskim zaokretom od uobičajenih operativnih procedura (orijentiranih na cijenu likvidnosti) prema konceptima koji naglašavaju kvantitetu centralnobankarske likvidnosti. Drugim riječima, u spletu povijesnih okolnosti, teorija monetarne multiplikacije počinje dobivati centralno mjesto. Slijedno tome, došlo je do uspostavljanja koncepta „posuđenih rezervi“ (Goodfriend, 2003), koje su Fedu pomogle „zamaskirati“ njegovu odgovornost da upravlja kratkoročnim kamatnim stopama. To ne znači da Fed i dalje nije upravljao kratkoročnim kamatnjacima, već je u očima javnosti uspio sebe djelomično izuzeti od potpune odgovornosti za njih, tako što je naočigled oslabio vezu između diskontne stope i tržišnih stopa.

Ovakav narativ od strane Fedovih dužnosnika samo će dodatno biti pojačan tijekom godine. Štoviše, to će u najvećoj mjeri potrajati većinu 20. stoljeća, sa zenitom u Volckerovu razdoblju od 1979. do 1982. godine u provođenju monetarne politike (barem deklarativno) prema strogim monetarističkim principima. Drugim riječima, doktrina rezervne pozicije (RPD) bit će dominantna Fedova doktrina tijekom 20. stoljeća, sve do institucionalizacije Taylorova pravila (Taylor, 1993) početkom 90-ih godina 20. stoljeća. Na taj način, Fed će biti u direktnoj (ponovno, barem deklarativnoj) suprotnosti s europskim središnjim bankama, a pogotovo u usporedbi s Bankom Engleske.

Prema RPD doktrini, ključni instrument monetarne politike postaju operacije na otvorenom tržištu. Putem njih dolazi do ubacivanja tzv. „slobodnih novčanih sredstava“ (centralnobankarskih rezervi) u sustav koja bi potom multiplikacijom trebala pokrenuti kreditnu i monetarnu ekspanziju. Samim time, smatra se kako promjene u diskontnim stopama slijede iz promjena tržišnih stopa (a ne obrnuto). U takvoj interpretaciji instrumentarija i uloge monetarne politike dijagnoza nominalno loše Fedove politike u poratnom razdoblju postaje dijagnoza ekscesivnog zaduživanja poslovnih banaka iz diskontnog prozora. Da bi se plauzibilno tvrdilo kako puki rast diskontne stope ne bi bio dovoljan da zaustavi neželje-

no ponašanje poslovnih banaka, bilo je nužno razviti cjelokupni narativ koji premješta fokus s cijene na količinu likvidnosti. Zapravo, ovo se može smatrati početkom tzv. „stigme“ koju je Fed koristio nad kreditima iz primarne emisije (naspram operacija na otvorenom tržištu) jer – iako je nerijetko držao kamatne stope na diskontni prozor nižima od tržišnih stopa – uspio je u obeshrabrivanju banaka da redovito (racionalno) koriste diskontnu stopu, postavljajući stigmu putem moralnih pritisaka, objave informacija i birokratskog otežavanja cjelokupnog postupka.⁴

Istodobno, raste popularnost monetarnog multiplikatora kao dominantnog koncepta objašnjenja kreacije nove likvidnosti u sustavu. Tome je tako pogotovo s obzirom na to da se i J. M. Keynes – u jednom zanimljivom sklopu povijesnih anegdota (što je ipak van opsega ovog rada) – prislonio konceptu multiplikatora i tako dobrim dijelom odredio put suvremene makroekonomske znanosti. U svakom slučaju, tijekom 30-ih godina 20. stoljeća postalo je jasno kako je RPD – na bazi teorije monetarne multiplikacije – postao glavna osnova u objašnjavanju i komuniciranju Fedove monetarne politike prema javnosti.

No, dok je Fed bio ustrajan u prikazu RPD doktrine kao službene, mnogo je teže bilo doslovno pronaći konkretne prakse koje bi to nedvojbeno potvrdile s obzirom na činjenicu da je kratkoročni kamatnjak uvijek početak svake transmisije monetarne politike prema ostatku ekonomije. Ipak, u razdoblju od Prvog svjetskog rata pa sve do kraja zlatno-dolar-skog standarda (uključujući potom i kratko razdoblje 1979. – 1982.), tri su praktične karakteristike Fedove monetarne politike (Bindseil, 2004):

- a) „stigma“ koju je Fed nametnuo na diskontni prozor kako ne bi gubio kontrolu nad rezervama
- b) provođenje operacija na otvorenom tržištu putem fleksibilnih stopa bez prethodnog fiksiranja cijene likvidnosti te
- c) izostanak točnog određenja operativnog cilja monetarne politike (osim u uskom, izoliranom slučaju 1979. – 1982.).

U razdoblju nakon Drugog svjetskog rata, Fed je službeno provodio monetarnu politiku preko ciljanja „slobodnih rezervi“, odnosno viška likvidnosti iznad posuđenih rezervi banaka. To je činio uz pomoć više instrumenata, uključujući obveznu pričuvu, operacije na otvorenom tržištu i diskontnu stopu, ali i uz pomoć tzv. „direktnih mjera“ monetarne kontrole (poput postavljanja regulatornog stropa na pasivne kamatne stope banaka). Potom u 70-im godinama 20. stoljeća stopa federalnih fondova postaje bitnija kao indikator u provedbi monetarne politike. Međutim, ponovno kvantitativne varijable dominiraju, pogotovo 1972. godine uvođenjem ciljanja rezervi na privatne depozite, odnosno postavljanjem ciljanih dvomjesečnih stopa rasta za navedenu varijablu (Meulendyke, 1998). Stoga, Fed je doslovno ciljao izabranu kvantitetu rezervi na bankovne depozite s obzirom na željenu količinu (tj. rast) agregata M1. Budući da je jasno kako bi neometano provođenje operacija na otvorenom tržištu s ovako postavljenim ciljem direktno dovelo do visoke volatilnosti stope federalnih fondova, Fed je još dodatno uveo ograničenje na navedenu stopu.

No, stvarno provođenje monetarne politike nije oponiralo samo udžbeničkom pojednostavljenju procesa, već i službeno komuniciranim Fedovim operativnim ciljevima. Primjerice, već u 70-im godinama 20. stoljeća, maloprije spomenute rezerve na depozite bile

⁴ Navedena „stigma“ čak se uspjela održati sve do Velike financijske krize.

su redefinirane iz operativnog u intermedijarni cilj, a potom i potpuno odbačene. U međuvremenu, ciljale su se tako da su uglavnom ciljevi bili – promašeni. S druge strane, itekako se pazilo da stopa federalnih fondova bude u uskom, planiranom koridoru. To je pogotovo vrijedilo za razdoblje od 1974. do 1979. godine (Cook i Hahn, 1989).

Ipak, postoji kratkotrajno razdoblje kada je Fedova monetarna politika najbliže u praksi bila vođena prema strogo monetarističkoj verziji RPD doktrine. To se dogodilo za vrijeme Volckerova šoka, točnije od 1979. do 1982. godine. Zanimljivo, baš tada je ponovljena epizoda dezinflatorne monetarne politike, kao i u razdoblju nakon Prvog svjetskog rata (1919.-1921.), koja je prouzročila recesiju i rast nezaposlenosti. Kako poentira Bindseil (2004), prva epizoda svjedočila je stvaranju RPD doktrine, a druga (Volckerova) najpreciznijoj aplikaciji RPD doktrine u svakodnevnoj provedbi monetarne politike.

Službeno, u razdoblju 1979. – 1982. provodilo se ciljanje neposuđenih rezervi. Međutim, danas se to smatra vjerojatno najkompliciranijom procedurom provedbe monetarne politike, a debate oko toga što se točno uopće radilo još su dugo bile otvorene unutar Feda (Strongin, 1995). Istovremeno, smatra se da se diskrecijska politika ni u tom razdoblju nije uspjela eliminirati s obzirom na volatilnost kamatnih stopa i racionalnu anticipaciju monetarnih institucija imajući na umu kretanja monetarnih agregata (pred kraj obračunskih razdoblja). Neki autori poput Mishkina (2004) tvrde da je ova epizoda služila tek tome da Fed ne preuzme službenu operativnu odgovornost za vrlo visoki rast kamatnih stopa u tom razdoblju, odnosno recesiju i nezaposlenost koji su izazvani monetarnom politikom (uz, naravno, uspješno rušenje inflacije). Drugi, pak, postavljaju tezu da se radilo o namjernoj „obmani“ kao nužnom preduvjetu da se uspije provesti ekstremni rast kamatnih stopa (Go-dhart, 2001).

No, uz to je potrebno napomenuti da se čini kako je tada monetarizam i RPD zaista bio Fedov *modus operandi* ili barem dio fundamentalnih mišljenja i teorijskog okvira većeg broja ekonomista unutar Feda. Postoje zapisi o unutarnjim raspravama iz tog doba oko provedbe monetarne politike. Pritom, Bindseil (2004) pokazuje da je jednom prilikom, za vrijeme sastanka (31. ožujka 1981.), Volcker morao čak četiri puta izraziti svoju „zbunjenost“ i „izgubljenost“, kao i još minimalno četiri člana FOMC-a (engl. *Federal Open Market Committee – FOMC*). Nakon ove epizode, popularnost RPD doktrine (i monetarizma uopće) počela se značajno smanjivati tijekom 80-ih godina, a iz središnjih banaka iščeznula je (uglavnom) početkom 90-ih godina 20. stoljeća.

4. MONETARNA POLITIKA IZMEĐU POKUŠAJA KONTROLE KOLIČINE I CIJENE LIKVIDNOSTI

Kada se tvrdi da je za vrijeme dominacije RPD doktrine vladala nepreciznost ili je izostajalo točno određenje operativnog cilja monetarne politike, potrebno je napokon precizno definirati na što se točno misli. Konkretno, u provođenju monetarne politike trebalo bi eksplicitno razlikovati operativni cilj monetarne politike, s jedne strane, naspram instrumenta monetarne politike, pripadajućeg signala te intermedijarnog cilja ili ciljeva, s druge strane. Operativni cilj je varijabla koju središnja banka želi (i može) kontrolirati na dnevnoj bazi. Danas (kao uostalom i u 19. stoljeću) postoji konsenzus da je operativni cilj suvremene monetarne politike – kratkoročni kamatnjak na međubankovnom (ili novčanom) tržištu.

Instrument monetarne politike je način, kanal ili „oruđe“ kojim središnja banka dolazi do ostvarenja operativnog cilja. U današnjosti, tipični konvencionalni instrumenti stalno su raspoložive mogućnosti, operacije na otvorenom tržištu i instrument obvezne pričuve.⁵ Pritom, signal bi bila konkretna varijabla s kojom se neposredno pokušava kontrolirati operativni cilj, a u kontekstu pripadajućeg instrumenta. To je, primjerice, administrativna kamatna stopa (u kontekstu instrumenta diskontnog prozora), odnosno koridor kamatnih stopa (u kontekstu instrumenta stalno raspoložive mogućnosti). Moguće je, naravno, instrument i pripadajući signal shvatiti sinonimski.

Naposljetku, intermedijarni cilj može biti varijabla koju središnja banka pokušava kontrolirati (ili, bolje rečeno, utječe na nju) tijekom određenog razdoblja, odnosno s vremenskom odgodom i manjim stupnjem preciznosti, a ta varijabla u relativno je predvidi voj vezi s krajnjim ciljem monetarne politike (Bindseil, 2004). Intermedijarni cilj može biti devizni tečaj, izabrani monetarni agregat ili neka krivulja prinosa, odnosno srednjoročna ili dugoročna kamatna stopa. Imajući to na umu, intermedijarni cilj danas se manje smatra „ciljem“, a više indikatorom koji informira monetarnu politiku.

Velik dio odgovornosti za konfuziju i nepreciznosti pri korištenju ovih termina pada na Poolea (1970) i njegov model, tj. točnije utjecaj Pooleova modela na udžbeničke i akademske interpretacije (vidjeti npr. Walsh, 2003; Woodford, 2003). Poole direktno postavlja dihotomiju izbora između kamatne stope i količine novca kao instrumenta monetarne politike. No, nijedno ni drugo nije – instrument. Poole se s time ne slaže kad definira instrument kao „varijablu koju se može kontrolirati bez pogreške“ (Poole, 1970: 198). Nepreciznost Pooleove terminologije nije opstala u središnjem bankarstvu, ali je opstala u udžbeničkim verzijama modela multiplikacije.

Dakle, operativni cilj monetarne politike jasno je određen. No, nije uvijek postojao konsenzus što će to biti. To je ovisilo o tome je li dominantna SID ili RPD doktrina u danom razdoblju i kod promatrane središnje banke. RPD doktrina bila je pogotovo vezana uz Fed i njegovo provođenje monetarne politike u razdoblju od kraja Prvog svjetskog rata sve do početka 90-ih godina 20. stoljeća. Prema RPD-u, operativni cilj nije kamatna stopa ni u jednoj formi, već izabrani kvantitativni koncept.⁶ Međutim, u novijim interpretacijama, poznati primjeri provođenja RPD doktrine (poput najpoznatije Feda, ali i Bundesbanka sredinom 20. stoljeća), prije se mogu dijagnosticirati kao ciljanje zadanog intermedijarnog cilja nego operativno, svakodnevno provođenje ciljanja kvantitativnog indikatora. Slijedno, moguće je zaključiti kako je konvencionalna operativna procedura uvijek bila i ostala upravljanje kratkoročnim kamatnim stopama (Disyatat, 2008). Štoviše, u interpretaciji Moslera (2002), Fed je oduvijek provodio politiku ciljanja kamatnjaka, no prije 1994. godine ciljane stopa bila je znana samo Fedu, a nakon toga je počela biti informirana i šira javnost. Ponovno, očito se radi o drugačijem percipiranju uloge (ne)transparentnosti u provođenju monetarne politike.

⁵ Za vrijeme RPD dominacije kod Feda, pogotovo u razdoblju nakon Drugog svjetskog rata, aktualni su bili posebni instrumenti „direktne kontrole“, poput stropa na pasivne kamatne stope.

⁶ Tijekom povijesti, kvantitativnih koncepata bilo je raznih, primjerice: monetarna baza ($R + G$), rezerve poslovnih banaka, ukupna količina operacija na otvorenom tržištu, neposudene rezerve (rezerve smanjene za posuđene rezerve), višak rezervi (iznad obvezne pričuve), slobodne rezerve (višak rezervi smanjen za rezerve koje su banke posuđile putem diskontnog prozora) i posuđene rezerve (Bindseil, 2004).

Tijekom povijesti se RPD način provedbe monetarne politike pokazao neučinkovitim, arhaičnim i, na kraju, napuštenim i u deklarativnom i u operativnom smislu. Pokušaj eksplicitnog kontroliranja kvantitete rezervi vodio je u preveliku volatilnost cijene rezervi (kamatne stope), a u izboru između dviju volatilnosti (količina ili cijena)⁷, središnje banke s vremenom su u potpunosti shvatile da im je znatno učinkovitije kontrolirati cijenu likvidnosti.⁸ Iz drugačije perspektive, može se reći kako provođenje monetarne politike putem kamatnjaka predstavlja elastičnost ponude novca, koja inherentno ovisi o potražnji (s obzirom na to da se cijena određuje egzogeno, a količina endogeno). Pritom je ključno istaknuti da postavljanje kratkoročne kamatne stope ne ovisi o količini centralnobankarske likvidnosti, već o načinu na koji središnje banke upravljaju pristupom navedenoj likvidnosti. Drugim riječima, ne postoji nužno jaka (a kamoli mehanička) veza između kvantitete centralnobankarske likvidnosti i njezine cijene.

No, ako se odluči upravljati količinom, vrlo je izvjesno da će cijena znatno varirati. Za to postoje i povijesni dokazi. Primjerice, prije nego što je Fed osnovan, bankovni sustav SAD-a nije mogao neutralizirati kratkoročne šokove i posljedične fluktuacije kamatnih stopa. Tako su 1907. godine kamatne stope varirale od 2 do 45 % u siječnju, od 3 do 25 % u ožujku, od 5 do 125 % u listopadu itd. (Burgess, 1927; Bindseil, 2004). Naravno, moguće je okrenuti argument u sasvim suprotnom smjeru i postaviti tezu da je RPD validna doktrina, samo što središnje banke nikad nisu u potpunosti prihvatile njezine tekovine. No, ista volatilnost kao u SAD-u iskustvo je i londonskog financijskog tržišta u 19. stoljeću, kao što je zajednički nazivnik recesijskih (u biti, procikličkih) epizoda u SAD-u upravo kvantitativno određenje operativnog cilja.

Iz današnje perspektive, velik dio prigovora na validnost RPD doktrine pogotovo se odnosi na udžbenički koncept „učinka likvidnosti“, odnosno kreditni kanal transmisijskog mehanizma monetarne politike.⁹ Učinak likvidnosti stilizira se kao utjecaj rasta ponude novca (M_s) koji utječe na pad cijene novca (pad kamatnjaka), što potom pozitivno djeluje na investicije i realni dohodak. No, empirijska istraživanja fokusirana oko učinka likvidnosti u potpunosti zanemaruju shvaćanje kako je novac dominantno determiniran s potražne strane, što se pogotovo odnosi na dnevne i tjedne frekvencije koje se tiču učinka likvidnosti. U stvarnosti, nositelji monetarne politike zaista prilagođavaju količine centralnobankarskih rezervi, ali ne u kontekstu operativnog cilja, već radi ispunjavanja autonomnih potreba monetarnog sustava za kliringom i finalnom namirom. Drugim riječima, postojanje učinka likvidnosti je „istovremeno trivijalno i nemoguće detektirati“ (Disyatat, 2008: 12). Štoviše, budući da se operacije na otvorenom tržištu provode s ciljem kontriranja ili sterilizacije autonomnih faktora (a ne s ciljem konkretnog ciljanog pomicanja kamatnih stopa), operacije na otvorenom tržištu mogu se shvatiti kao operacije koje za cilj imaju upravo spriječiti učinak likvidnosti da se uopće pojavi (Disyatat, 2008).

⁷ Središnje banke – kao jedini monopolisti ponude rezervi – jasno mogu kontrolirati i cijenu i količinu rezervi, ali nikad oboje istodobno.

⁸ Riječima Tuckera, tada u funkciji člana komisije za monetarnu politiku Banke Engleske, Banka Engleske nikada u povijesti nije pomislila koristiti operacije na otvorenom tržištu s ciljem kontrole količine rezervi koja bi utjecala potom na kamatne stope (Tucker, 2004: 12).

⁹ U stvarnosti, učinak likvidnosti u principu se ne može mjeriti, nije značajan za implementaciju monetarne politike niti je uopće relevantan u kontekstu transmisije monetarnih učinaka na realnu ekonomiju (Disyatat, 2008).

Što se tiče kreditnog kanala transmisijskog mehanizma, da bi monetarni multiplikator bio zaista odgovarajući alat u provedbi monetarne politike, kako navodi Disyatat (2008), tri pretpostavke morale bi biti zadovoljene (od kojih nije nijedna):

- a) obvezna pričuva zaista ograničava emitiranje depozita po viđenju s obzirom na danu količinu centralnobankarskih rezervi
- b) poslovne banke ne mogu olako supstituirati između depozita po viđenju i drugih formi financiranja, što znači da krediti moraju biti smanjeni ako središnja banka smanji ponudu centralnobankarskih rezervi i
- c) postojanje nefinancijskih poduzeća koja se pouzdaju u dostupnost bankovnih kredita implicira direktnu vezu između razine ekonomske aktivnosti i dostupnosti centralnobankarskih rezervi u danom trenutku.

No, budući da je realizirana ponuda centralnobankarskih rezervi endogenog karaktera (osim u iznimnim i nekonvencionalnim slučajevima), postojanje kreditnog kanala u praksi ovisi o tome hoće li promjene u kamatnim stopama na novčanom tržištu imati neovisan učinak na ponudu kredita od strane poslovnih banaka (Disyatat, 2008).

Još jedna instanca gdje je RPD doktrina i pripadajući model multiplikacije imao veliki utjecaj jest pitanje deviznih intervencija i sterilizacije. Prema RPD-u, kupoprodaja deviza koja nije sterilizirana rezultirat će direktnim promjenama u kamatnim stopama. No, nije potrebno da intervencija u potpunosti (količinski) sterilizira likvidnost koja se emitirala u spot-transakciji. Potrebno je također naglasiti da se nesterilizirane intervencije rijetko događaju u praksi: središnja banka ili održava ili ne održava adekvatnu razinu rezervi. Stoga je uglavnom zavaravajuće govoriti o „djelomičnim“ sterilizacijama. Središnja banka intervenira u devizno tržište da osigura svoj operativni cilj (bilo da je kamatna stopa ili, primjerice, devizni tečaj za male otvorene ekonomije), a pritom izbjegne preveliku volatilnost cijene likvidnosti (zbog neoptimalnog upravljanja ponudom rezervi). Drugim riječima, promjena u tržišnim kamatnim stopama događa se putem arbitraže i ne uključuje nikakve korespondentne promjene u količinama rezervi (Disyatat, 2008).

Nakon Volckerova razdoblja u Fedu i istovremenog smanjenja relevantnosti monetarizma, u svijetu središnjeg bankarstva SID doktrina postala je neupitno dominantna. U akademskom svijetu, pak, došlo je do svojevrsnog razilaženja. S jedne strane, udžbenički pristup ostao je baziran na RPD doktrini. S druge strane, „Novi ekonomski konsenzus“ prihvatio je Taylorovo pravilo i neowicksellijanski teorijski okvir, ali je ostao pri intermedijacijskog teoriji kreacije likvidnosti, što i dan danas ima značajne implikacije s obzirom na spoznajnu vrijednost mnogih srednjostrujaških makroekonomskih modela.

U konačnici, moguće je sumirati (konvencionalno) provođenje monetarne politike u nekoliko principa, po uzoru na Fullwiler (2017) i Lavoie (2022). Prvo, količina rezervi služi samo u dvije temeljne svrhe: finalnost plaćanja i (gdje još postoji) ispunjavanje regulatornog zahtjeva obvezne pričuve. Dakle, količina rezervi ne služi za *ex ante* „financiranje“ kredita ili bilo kakvu kreaciju „vanjskog“ novca. Drugo, kao monopolist ponude agregatne količine rezervi, središnje banke imaju fundamentalnu, pravnu obvezu osiguravati neometano funkcioniranje nacionalnih platnih sustava. Treće, operativni cilj monetarne politike nužno je ciljanje kamatne stope, dok je direktno ciljanje monetarne baze ili količine rezervi u praksi neodrživo ili vrlo teško uz značajne negativne nuspojave. Četvrto, središnje banke prilagođavaju se potražnji za rezervama (od strane poslovnih banaka) pri ciljanoj kamatnoj

stopi, dok istovremeno prilagođavaju (steriliziraju) promjene u vlastitoj bilanci bez kojih bi prilagodba potražnji za rezervama bila nekonzistentna. Peto, obvezne pričuve prvenstveno su način da se „ugladi“ potražnja za rezervama, a ne da se kontroliraju monetarni agregati.

Uz ovih pet principa, Lavoie (2003) te Rochon i Rossi (2011) ističu i šestu, iznimno bitnu značajku: sposobnost središnje banke da fiksira kamatne stope manje je povezana s monopolom nad izdavanjem monetarne baze nego s činjenicom da je središnja banka prvenstveno na hijerarhijskom vrhu sustava kliringa i namire. Budući da su banke zakonski dužne finalizirati svoje kliring-račune putem bilance središnje banke, moć središnje banke da ultimativno određuje cijenu likvidnosti koja se koristi za finalnu namiru postojana je, odnosno nije pod utjecajem raznoraznih promjena i trendova u financijskom svijetu, sve dok hijerarhija i arhitektura monetarnog sustava nisu promijenjene.

5. KORIDOR KAMATNIH STOPA U SUSTAVU OSKUDNIH REZERV

Sada je pozornost potrebno usmjeriti na praktičnu primjenu SID doktrine u današnjosti, točnije, u suvremenim provedbama konvencionalne monetarne politike. Zbog toga se u naslovu naglašava sustav „oskudnih“ rezervi, u namjernoj suprotnosti sustavu „obilnih“ rezervi. Naime, prije 2008. godine, monetarna politika implicitno se smatrala konvencionalnom.¹⁰ U konvencionalnoj i suvremenoj provedbi monetarne politike veći broj velikih središnjih banaka operativno je bio fokusiran na održavanje koridora kamatnih stopa. Istovremeno, rezerve su bile strukturno oskudne. To ne znači da se nije moglo dogoditi da postoji višak rezervi u sustavu, već da je dugoročan trend bila oskudica rezervi na razini bankovnog sustava. Cilj toga također je bio većim dijelom implicitan: ideja je oduvijek bila da se namira između monetarnih institucija odvija na tržištu. Drugim riječima, postojale su rezervama suficitarne i deficitarne banke. Tržišna kratkoročna kamatna stopa bila bi ishod tržišnih potraživanja i zaduživanja na međubankovnom (prekonoćnom) tržištu, s granicama koridora zadanim od strane središnje banke, koja sama ima pasivniju ulogu nego što će to biti nakon Velike financijske krize.

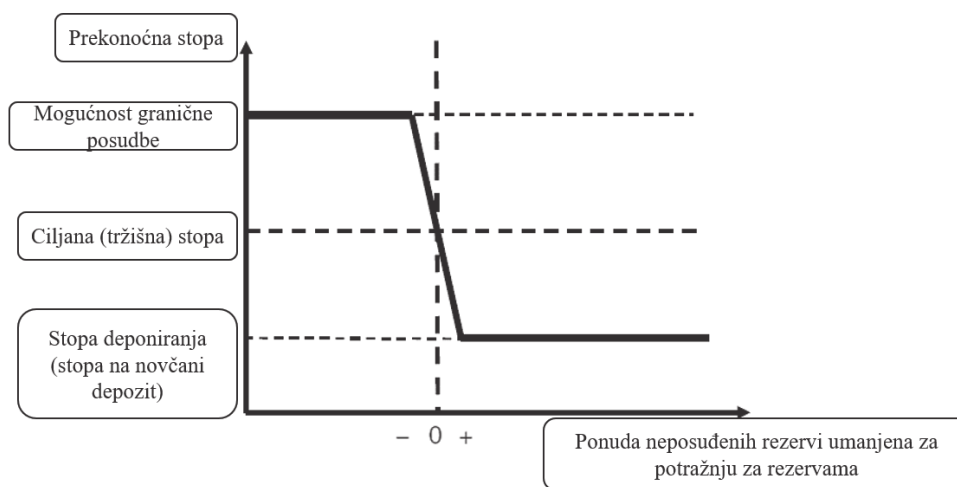
Postoji više izvora literature koji se bave provedbom monetarne politike u kontekstu sustava koridora (vidjeti npr. Guthrie i Wright, 2000; Woodford, 2003; Whitesell, 2006). Prije Velike financijske krize taj sustav koristile su, primjerice, Australija, europodručje, Kanada, Novi Zeland i Ujedinjeno Kraljevstvo. Međutim, u izvorima literature nerijetko se mogao dobiti dojam da ga doslovno primjenjuje samo nekolicina zemalja, a ostale ne. Što bi potom moglo značiti da u tim drugim zemaljama i središnjim bankama i dalje vrijedi da promjene u kamatnim stopama slijede iz promjena količina rezervi (uglavnom putem operacija na otvorenom tržištu). Međutim, kako argumentira Disyatat (2008), službena primjena ili manjak primjene sustava koridora ne mijenja činjenicu da je veza između količine rezervi i kamatnih stopa inverzna od najčešće pretpostavljene, a svakako nije mehanička niti ovisi o učinku likvidnosti. Karakteristika koja to može zamagliti (ali ne i promijeniti) jest manjak transparentnosti pojedinih središnjih banaka tijekom povijesti.

¹⁰ Uz izraženu iznimku Banke Japana i japanske ekonomije, koja je iskusila zamku likvidnosti prije drugih razvijenih ekonomija te, samim time, i prednjačila u korištenju kvantitativnog labavljenja (engl. *quantitative easing* – QE).

Općenito, postoje četiri različita operativna sustava u kojima je dominantna SID doktrina. Drugim riječima, razlikuju se četiri sustava dizajnirana radi operativnog ciljanja kamatne stope (Lavoie, 2022): a) simetrični sustav koridora, b) sustav beskamatonosnih rezervi, c) sustav „poda“ i d) sustav „stropa“. U nastavku su ukratko prikazana prva dva navedena s obzirom na to da se oni odnose na konvencionalnu monetarnu politiku (do 2008. godine).

Na Slici 1. nalazi se prikaz simetričnog sustava koridora kamatnih stopa. Na apscisi je neto ponuda rezervi (neposuđene rezerve smanjene za potražnju za rezervama), a na ordinati prekonoćna kamatna stopa. Pojednostavljeno, u ovom sustavu postoji „pod“ koridora i „strop“ koridora. Pod bi najčešće predstavljala kamatna stopa na prekonoćna deponiranja (viškova rezervi) kod središnje banke. Samim time, viškovi su remunerirani na podu koridora. Strop je onda diskontna stopa središnje banke u nekoj suvremenoj inačici, poput kamatne stope na prekonoćne kredite (mogućnost granične posudbe), dostupne uz odgovarajući kolateral. Naravno, banke mogu podizati i unutardnevne kredite. Istovremeno, održavaju se redovite operacije na otvorenom tržištu u određenoj vremenskoj frekvenciji, primjerice, na tjednoj bazi, koje bi dodatno pomogle u upravljanju kratkoročnim kamatnjacima.

Slika 1. Simetrični sustav koridora kamatnih stopa



Izvor: Lavoie (2022)

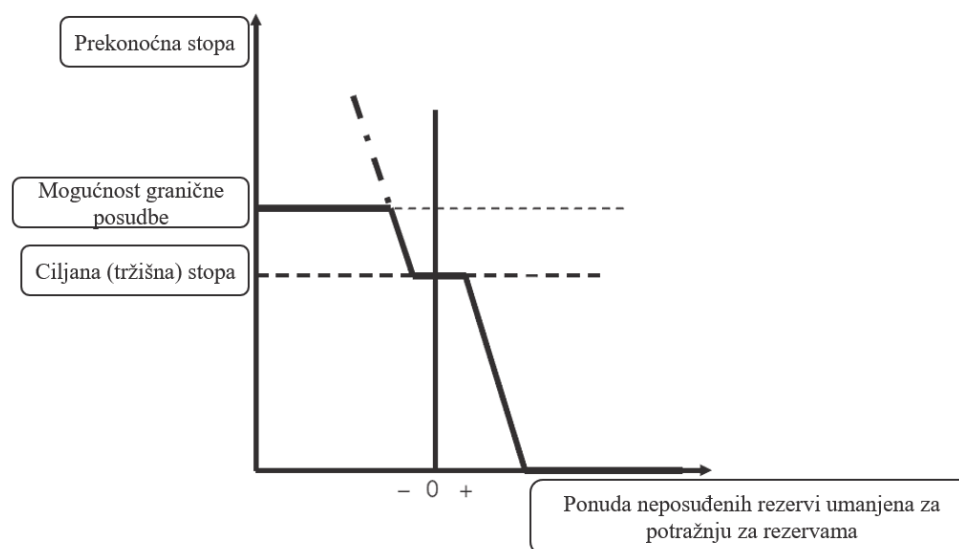
Ciljana kamatna stopa nalazi se unutar samog koridora (otud i naziv), a uspostavlja se na tržišni način, na prekonoćnom međubankovnom tržištu. Ciljana kamatna stopa u prosjeku je simetrična (ili vrlo blizu simetrije) između poda i stropa koridora ako bankovni sustav kraj dana dočeka s pozitivnim iznosima rezervi. No, što je veći iznos viška rezervi, to je veća šansa da se ravnoteža uspostavi bliže podu koridora (navedeno će otići u ekstremni slučaj u uvjetima strukturnog viška likvidnosti kao u suvremenosti): što je više likvidnosti, to je manja prilika za tržišne prekonoćne posudbe i cijena likvidnosti u prosjeku pada. Suprotno od toga, ako je sustav u (prevelikoj) oskudici rezervi, tada će banke koje se nađu u računovodstvenoj neravnoteži (uslijed kliringa) biti primorane tražiti likvidnost iz primarne

emisije, što će pomaknuti ostvarenu prekonoćnu kamatnu stopu prema gore. Nagib krivulje na Slici 1. ovisi o tome postoje li veće banke (koje imaju viškove rezervi) i koliki im je značaj naspram manjih banaka. Nagib također ovisi o vjerodostojnosti središnje banke da kontrolira tržišnu kamatnu stopu na ciljanoj razini.

Standardni diferencijal između poda i stropa koridora obično je bio oko 50 baznih bodova. Ne postoji tehnički razlog da diferencijal ne bude manji; štoviše, tada bi se mogla preciznije kontrolirati ciljana kamatna stopa na prekonoćnom tržištu (Fullwiler, 2013). Međutim, u tom slučaju, manja je motivacija banaka da namiru traže na tržištu, a veća da sredstva dobiju direktno od središnje banke (ovo će se također pokazati kao još jedna nuspojava u sustavu strukturnog viška likvidnosti).

Druga, nešto kompliciranija vrsta sustava koridora prikazana je na Slici 2. Ovaj prikaz stilizira provođenje monetarne politike u SAD-u do 2008. godine, u asimetričnom sustavu bez remuneracije viškova rezervi. Ovdje je ključna mogućnost pristupa diskontnom prozoru pri kojem banke mogu posuđivati likvidnost, ali ne dobivaju remuneraciju. U teoriji, diskontna stopa (mogućnost granične posudbe) trebala bi uvijek biti jednaka ili (uglavnom) iznad ciljane kamatne stope. U praksi, zbog postojanja „stigme“, moguće je bilo da diskontna stopa bude ispod tržišne stope, a da banke pritom odbijaju ili budu obeshrabrene da je koriste. U tom slučaju, pozitivna razlika između tržišne i diskontne stope može se tretirati kao trošak stigme. Uz to, Fed nije zahtijevao kolateral za posuđivanje uz stopu federalnih fondova, za razliku od posudbi iz diskontnog prozora (Lavoie, 2022).

Slika 2. Sustav koridora u SAD-u do 2008. godine



Izvor: Lavoie (2022)

Ponovno, nagib krivulje ukazuje na diferencijal između ponude neposuđenih rezervi i potražnji za rezervama pri prekonoćnoj kamatnoj stopi. Ravni dijelovi očekivani su kod nulte kamatne stope i diskontne stope, ali i kod očekivane prekonoćne kamatne stope u

sustavu s obveznim pričuvama. Kako ističe Fullwiler (2013), zadnjeg dana uprosječivanja obveza banaka, s obzirom na obveznu pričuvu potražnja za rezervama, trebala bi postati neelastična i samim time ravni dio krivulje trebao bi nestati. U ovakvom sustavu relativno je teže precizno ciljati željenu kamatnu stopu, a središnja banka mora paziti da je dovoljno likvidnosti u sustavu radi sprečavanja prevelikih oscilacija cijene likvidnosti. To pogotovo vrijedi ako središnja banka ne želi javno objaviti ciljanu kamatnu stopu, što je slučaj s Fedom prije 1994. godine. Podrazumijeva se da stigma diskontnog prozora ne olakšava taj posao.

Sumirano, moglo bi se reći da SID doktrina svoj začetak ima u Bagehotovu pravilu (Bagehot, 1873), tj. prepoznavanju inherentne nestabilnosti novčanog tržišta, a prvu potpunu formulaciju tek s Radcliffeovim izvještajem (1959), u kojem je cjelovito definiran instrument stalno raspoloživih mogućnosti. Pritom je zanimljivo da je Pooleov model iz 1968. godine (Poole, 1968), koji se smatra prvim SID modelom, u potpunoj suprotnosti s Pooleovim modelom iz 1970. godine, koji je zacementirao RPD doktrinu u udžbenicima (Bindseil, 2004). Podrazumijeva se da u SID modelu (tj. u provođenju monetarne politike putem koridora kamatnih stopa) kauzalnost ide od (očekivanog) korištenja stalno raspoloživih mogućnosti prema razlici između administrativnih stopa koridora i tržišne stope. Točno takvu kauzalnost sugerira i Radcliffeov izvještaj, a točno suprotna kauzalnost stvarnoj – kako je potražnja za posuđenim rezervama funkcija razlike između tržišne i diskontne stope – dominirala je gotovo cijelo stoljeće u srednjostružskoj literaturi.

6. ZAKLJUČAK

Cilj ovog rada bio je rasvijetliti povijesni i teorijski kontekst operativnog provođenja konvencionalne monetarne politike, s posebnim naglaskom na raskorak između teorije i prakse. Naime, povijesni razvoj monetarne politike demonstrira kako se stvarna operativna praksa središnjih banaka rijetko podudarala s modelom monetarne multiplikacije koji je dominirao akademskim diskursom. Analizom odnosa između doktrine rezervne pozicije (RPD) i doktrine kamatne stope (SID) može se zaključiti da je pokušaj kontroliranja količine centralnobankarskih rezervi kao operativnog cilja nerijetko bio neučinkovit, nestabilan i, u konačnici, napušten. S druge strane, ciljanje kratkoročne kamatne stope – kao cijene likvidnosti – pokazalo se operativno održivijim i bolje usklađenim s endogenom prirodom nastanka novca.

Povijesna iskustva, posebno iz praksi Feda i drugih vodećih središnjih banaka, sugeriraju da monetarna politika koja se oslanja na operativno ciljanje cijene (umjesto količine) likvidnosti omogućava učinkovitije postizanje konačnih ciljeva, odnosno uzrokuje manju volatilnost unutar monetarne transmisije. Time se opravdava suvremeni pristup u kojem centralne banke svoju operativnu funkciju temelje prvenstveno na upravljanju kamatnim stopama, dok se kvantitativni pokazatelji koriste kao sekundarni alati. U tom smislu, povijesno iskustvo predstavlja snažan argument za daljnje odbacivanje monetarističkih postavki.

No, osim navedenog, percepcija i teorijski okvir monetarne politike često su bili u raskoraku s njezinim stvarnim provođenjem dijelom i zbog svjesne netransparentnosti središnjih banaka. Transparentnost se, pak, značajno povećala u suvremenosti. S akademske

strane, kurikulumi se prilagođavaju znatno sporije. Zbog toga, nužna je reforma akademskog, odnosno pedagoškog okvira koji bi veći naglasak trebao stavljati na prepoznavanje činjenice endogenosti nastanka likvidnosti unutar monetarnog sustava, odnosno na defenzivnu ulogu središnje banke no što se konvencionalno smatra.

POPIS LITERATURE

1. Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. The Project Gutenberg EBook.
2. Bindseilm, U. (2004). The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine. *ECB Working Paper Series*, No. 372, lipanj.
3. Borio, C. (2019). On money, debt, trust and central banking. *BIS Working Papers*, No. 763, siječanj.
4. Bundesbank (2017). The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process. *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, travanj, 13–33.
5. Burgess, W. R. (1927). *The Reserve banks and the money market*. New York and London: Harper and Brothers Publishers.
6. Cook, T. C. i Hahn, T. (1989). The effect of changes in the Federal Funds rate target on market interest rate in the 1970s. *Journal of Monetary Economics*, 24, 331–351.
7. Disyatat, P. (2008). Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences. *BIS Working Papers*, No. 269, prosinac.
8. Friedman, M. i Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
9. Fullwiler, S. T. (2013). An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate. *Review of Keynesian Economics*, 1(2), 171–94.
10. Fullwiler, S. T. (2017). Modern central-bank operations: the general principles, u: Rochon, L. P. i Rossi, S. (ur.). *Advances in Endogenous Money Analysis*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 50–87.
11. Goodfriend, M. (2003). Review of Allan Meltzer's A history of the Federal reserve, Volume 1: 1913-1951. Federal reserve Bank of Minneapolis, The Region, prosinac.
12. Goodhart, C. (1988). *The evolution of central banks*. MIT Press.
13. Goodhart, C. (2001). The endogeneity of money, u: Arestis, P., Desai, M. i Dow, S. (ur.). *Money, macroeconomics and Keynes*. Routledge.
14. Guthrie, G. i Wright, J. (2000). Open Mouth Operations. *Journal of Monetary Economics*, 46, 489–516.
15. Ihrig, J., Weinbach, G. i Wolla, S. (2021). Teaching the Linkage Between Banks and the Fed: R.I.P. Money Multiplier. Federal Reserve Bank of St. Louis.
16. King, W. (1936). *History of the London Discount Market*. London: Frank Cass.
17. Lavoie, M. (2003). A primer on endogenous credit-money, u: Rochon, L.P. i Rossi, S. (ur.). *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 506–43.

18. Lavoie, M. (2022). *Post-Keynesian Economics: New Foundations* (2nd ed.). Edward Elgar Publishing.
19. Lombra, R. E. i Torto, R. G. (1973). Federal Reserve defensive behavior and the reverse causation argument. *Southern Economic Journal*, 40(1), srpanj, 47–55.
20. McLeay, M., Radia, A. i Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), 14–27.
21. Meltzer, A. (2003). *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*. Chicago: University of Chicago Press.
22. Meulendyke, A. M. (1998). *US monetary policy and financial markets*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
23. Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7. izdanje. Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
24. Moore, B. (1988). *Horizontalists versus Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press.
25. Mosler, W. (2002). A Critique of John B. Taylor's „Expectations, Open Market Operations, and Changes in the Federal Funds Rate“. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 3, proljeće, 419–422.
26. Phillips, C. A. (1920). *Bank Credit*. New York: Macmillan.
27. Poole, W. (1968). Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy. *Journal of Finance*, 23, 769–791.
28. Poole, W. (1970). Optimal Choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197–216.
29. Radcliffeov izvještaj (1959). *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*. Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, London: Her Majesty's Stationary Office.
30. Rochon, L. P. i Rossi, S. (2011). Monetary policy without reserve requirements: central bank money as means of final payment on the interbank market, u: Gnos, C. i Rochon, L. P. (ur.), *Credit, Money and Macroeconomic Policy: A Post-Keynesian Approach*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 98–115.
31. Rule, G. (2015). Understanding the central bank balance sheet. *Centre for Central Banking Studies*. Bank of England.
32. Strongin, S. (1995). The identification of monetary policy disturbances. Explaining the liquidity puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 35, 463–497.
33. Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
34. Thornton, H. (1802). *An inquiry into the nature and effects of paper credit of Great Britain*, reprint 1962. New York: Kelley.
35. Tucker, P. (2004). Managing the central bank's balance sheet: where monetary policy meets financial stability. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 44(3), 359–82.
36. Tucker, P. (2014). The lender of last resort and modern central banking: principles and reconstruction, u: *BIS Papers No 79: Re-thinking the lender of last resort*.

37. Vujeva, K. (2024). Monetarna politika i TARGET2 neravnoteže unutar Eurosustava, doktorski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
38. Walsh, C. E. (2003). *Monetary Theory and Policy*, 2. izdanje, Cambridge: MIT Press.
39. Whitesell, W. (2006). Interest-rate Corridors and Reserves. *Journal of Monetary Economics*, 53, 1177–1195.
40. Wicksell, K. (1936 [1898]). *Interest and Prices. A study of the causes regulating the value of money*. London: Macmillan, 1936.
41. Woodford, M. (2003). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press.