

Lovre Božina\*

UDK 332.5:338.97(497.5)

Izvorni znanstveni rad

## NOVČANA POLITIKA U SUVREMENIM NOVČANIM SUSTAVIMA S OSVRTOM NA HRVATSKE PRILIKE

*U hrvatskim prilikama odnosi na novčanokreditnom području prožeti su različitim utjecajima institucionalnih mjera, pa je realno očekivati izražen stupanj centralizacije emisije novca. To je razlog što autor u članku iznosi kako je nekad bilo s novčanom politikom, kako danas jeste u razvijenim novčanim sustavima slobodne valute i kako je u hrvatskim prilikama. Time želi dati kritički osvrt na ono kako jest, kao poticaj za promišljanje o tome kako usmjeravati novčanu politiku da bismo povećali učinkovitost gospodarstva.*

### Uvod

Problemi novčane politike u suvremenim novčanim sustavima očekivani su zbog činjenice da kod papirne valute nema čvrstih ograničenja o emisiji novca, pa centralne novčane vlasti mogu mijenjati željenu količinu gotovog i depozitnog novca, unatoč činjenici da sklonost držanju gotovine nije određena novčanim čimbenicima, odnosno da je djelomično emisija novca vezana i uz nenovčane segmente unutar pojedinih sektora gospodarstva.

Budući da ekonomske jedinice unutar sektora za svoje transakcijske i druge namjene potražuju realnu, a ne nominalnu količinu novca, to se općenito uzevši, toj potražnji za novcem može udovoljiti tako da se realna količina novca poveća ili povećanjem nominalne količine ili smanjenjem opće razine cijena. Praktično gledano, u obzir dolazi samo povećanje nominalne količine novca u optjecaju, kao način za povećanje realne količine novca u gospodarstvu. Realna količina novca u optjecaju i načini promjene te količine samo su jedan od problema koji su relevantni u suvremenim novčanim sustavima, posebno sa stajališta likvidnosti jedinica sektora gospodarstva i obavljanja netraskacijskih funkcija novca. Naime, za razliku od sustava zlatne valute, danas, pored gotovog novca imamo glavninu

---

\* L. Božina, izvanredni profesor Fakulteta ekonomije i tuzima "Dr. Mijo Mirković", Pula. Članak primljen u uredništvu: 05. 04. 2000.

novčanog optjecaja depozitnog karaktera, a uz to različiti novčani supstituti obavljaju manje ili više uspješno različite novčane funkcije. Zato se relevantnim za suvremenu novčanu politiku nameće pitanje koliko novčane vlasti moraju voditi računa o "novčanoj" strani nenovčanih depozita?<sup>1</sup> Da bi se na ta i na druga pitanja odgovorilo potrebno je poći od novčane politike u vrijeme zlatne valute, kada je bilo slično potpunoj konkurenciji u teoriji cijena, a zatim razmotriti različite probleme novčane politike u suvremenim novčanim sustavima. Jasno je da tako razloženo istraživanje ima smisla i zbog aktualnosti u hrvatskom novčanom sustavu gledano prospektivno. Teoretska rješenja mogu pripomoći u praktičnom oblikovanju organizacijskog i funkcionalnog aspekta odgovarajućeg novčanog sustava i novčane politike u željenim prilikama hrvatskoga gospodarstva.

### Novčana politika u tijeku zlatne valute

Na novčanu politiku u tijeku zlatne valute relativno je malo utjecala centralna banka na količinu novca u optjecaju. Kako su se u vrijeme zlatne valute novcem smatrali samo zlatnici, odnosno poslije i banknote, novčana je politika u osnovi ograničena samo na količinu zlatnika, odnosno banknota u optjecaju.<sup>2</sup> Ali budući da je u vrijeme zlatne valute u sustavu emisije prisutan sustav djelomičnog pokrića, onda je zbog djelomičnog pokrića i sustav zlatne valute zanimljiv sa stajališta vođenja novčane politike.

U vrijeme zlatne valute u optjecaju su samo zlatnici i simbolički novac, koji je 100 % pokriven zlatom, ili su u optjecaju, pored zlatnika, i banknote, koje nisu 100 % pokriven zlatom. U prvom slučaju, tzv. strict commodity standarda, u optjecaju može biti samo toliko novca, koliko ima zlata u novčanom obliku. Banknote su samo potvrda o zlatu odnosno uputnica na to zlato koje je deponirano u bankama. Stoga bilančno gledano emisiju novca možemo jednostavno prikazati s funkcionalnog stajališta kod sustava 100% pokrića banknota (vidi sliku 1.).

Slika 1.

#### IMOVINSKA BILANCA CENTRALNE BANKE KOD SUSTAVA STOPOSOTNOG POKRIĆA

| AKTIVA    | PASIVA                   |
|-----------|--------------------------|
| 100 zlato | 100 banknote u optjecaju |

<sup>1</sup> O toj problematici vidi u raspravama: L.Božina: "Sustav obveznih rezervi i likvidnost banaka", Ekonomski pregled, br.3-4 1999., L. Božina: "Obvezne rezerve i emisija novca", Pula, Gospodarstvo Istre, br. 1-2, 1994.

<sup>2</sup> Vidi: I. Perišin – A. Šokman: "Monetarno-kreditna politika", Zagreb, Informator, 1992.

Dakle, banknote su 100% pokrivenе zlatom za novčane namjene, pa kažemo da su banknote konvertibilne u zlatu. Naravno da je takav sustav samo teoretski zanimljiv, prije svega zbog krutosti emisije.<sup>3</sup> Da bi udovoljile povećanim potrebama novčanog optjecaja u vrijeme sustava zlatne valute banknote su samo djelomično bile pokrivenе zlatom (partial commodity standard). Banknote su dolazile u optjecaj kreditima državi i/ili poduzećima preko, prije svega, kratkoročnih mjenica, ali su kao takve bile konvertibilne u zlatu.

Bilančno gledano s funkcionalnog stajališta, u odnosu na sliku 1. promijenila se samo struktura aktive u imovinskoj bilanci centralne banke, i to tako da imamo djelomično pokriće emisije banknota u kreditu (slika 2.)

Slika 2.

IMOVINSKA BILANCA CENTRALNE BANKE KOD 1/3  
POKRIĆA BANKNOTA ZLATOM

| AKTIVA                          | PASIVA                   |
|---------------------------------|--------------------------|
| 100 zlato                       | 300 banknote u optjecaju |
| 200 krediti državi i poduzećima |                          |

Tako je uvođenje institucije djelomičnog pokrića banknota omogućilo potrebno povećanje količine novca u optjecaju bez promjene zlata kao valutne robe, čime se položaj centralne banke bitno mijenja. Ne samo da centralna banka može utjecati, već ona to mora činiti ako želi sačuvati propisano ili na osnovi prakse stečeno pokriće u zlatu u vrijeme zlatne valute.

Budući da je centralna banka mogla davati kredite samo po eskontu (ili reeskontu) robnih mjenica, takvi su krediti automatski omogućivali vraćanje duga o dospjeću mjenice. Istina je da su banknote koje su nastajale na osnovi tih kredita u bilancama poslovnih banaka služile kao osnovica za emisiju kredita. Koliko je tih banknota kod poslovnih banaka, to nije previše brinulo centralnu banku u vrijeme zlatne valute, jer obveze po viđenju poslovnih banaka koje su emitirane su osnova banknota, tj. novca centralne banke tada nisu ubrajali u novac.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Najbliže je tome sustavu 100% pokrića bila Engleska u tijeku "fiducirane" emisije Bank of England, sukladno s tzv. Peelovim zakonom iz g. 1884. po kojem je ograničena količina banknota nepokrivenih zlatom, koju je mogla izdati Bank of England na 14 milijuna funti. Osim te "fiducirane" emisije ("Fiduciary issue"), sve dodatne banknote morale su biti 100 % pokrivenе zlatom.

<sup>4</sup> Peelov zakon iz godine 1844., utemeljen na načelima currency škole u potpunosti je zapostavio ulogu čekova i depozitnog novca u transakcijama, ostavljajući im slobodu cirkulacije. Zakonska sloboda cirkuliranja čekova omogućila je depozitnom novcu da detronizira banknote, čime se otvara

Vlasnici banknota konvertirali su iste u zlatnike, jer su jednostavno željeli imati zlatnike, ili zbog plaćanja prema vjerovnicima iz inozemstva. Zbog oba je razloga moglo doći do smanjivanja pokrića banknota u zlatu. Ako taj odljev nije bio kompenziran priljevom zlata, centralna je banka morala intervenirati da bi uspostavila potrebno pokriće i time osigurala konvertibilnost banknota. Ako je, npr., centralna banka imala 1/3 pokriće banknota i izgubila 20 jedinica zlata zbog vanjskog odljeva, njena je bilanca dobila ovaj oblik: (vidi sliku 3.).

Slika 3.

IMOVINSKA BILANCA CENTRALNE BANKE KOD PROMIJENJENOG  
DJELOMIČNOG POKRIĆA BANKNOTA ZLATOM

**BILANCA CENTRALNE BANKE**

| A           | P                           |
|-------------|-----------------------------|
| 80 zlata    | 280 banknote u<br>optjecaju |
| 200 krediti |                             |

U bilanci centralne banke pokriće je manje od 1/3, pa ako se želi uspostaviti 1/3 pokrića, mora doći ili do dodatnog priljeva zlata za novčanu svrhu do 1/3 pokrića ili do smanjenja banknota za 40 jedinica. Ako nema dodatnog priljeva zlata za novčanu svrhu, a centralna je banka glede optjecaja pasivna, dolazi do smanjenja kredita sa 200 na 160 jedinica, i to povećanjem kamatnjaka centralne banke za toliko, koliko je potrebno da bi se krediti smanjili za 40 jedinica.

Slika 4.

IMOVINSKA BILANCA CENTRALNE BANKE KOD NOVOG 1/3  
POKRIĆA BANKNOTA ZLATOM

**BILANCA CENTRALNE BANKE**

| A           | P                           |
|-------------|-----------------------------|
| 80 zlata    | 240 banknote u<br>optjecaju |
| 160 krediti |                             |

logičan slijed razvitka suvremenih novčanih sustava papirne valute. O povijesnom i logičnom slijedu razvitka depozitnog novca vidi: F. Zdravec: "Problemi suvremenog novca", Zagreb, Naprijed, 1960.

Kamatnjak u tijeku zlatnog važenja postaje instrument novčane politike koji je primjenjivala centralna banka za održavanje novčanog optjecaja. No, smanjenje opsega potražnje za bankarskim kreditima, preko toga količine novca u optjecaju, opsega agregatne potražnje i na kraju proizvodnje, nisu bila jedina reakcija na povećani kamatnjak. Promjena kamatnjaka utjecala je na međunarodne tokove kapitala. Zbog povišenog kamatnjaka došlo je do priljeva tzv. "hot money" izvan domicilnog valutnog područja, a to je bio razlog zbog kojeg nije bilo potrebno smanjiti kredite, npr., u našem slučaju 40 jedinica i isto tako nije bilo potrebno za toliko povećati kamatnjake koliko bi bilo potrebno, ako toga kratkoročnog priljeva nije bilo. Zato je konačni ravnotežni položaj centralne banke bio moguć kako to prikazuje slika 5.

Slika 5.

IMOVINSKA BILANCA CENTRALNE BANKE KOD URAVNOTEŽENOG 1/3  
POKRIĆA BANKNOTA ZLATOM

BILANCA CENTRALNE BANKE

| A           | P                           |
|-------------|-----------------------------|
| 90 zlata    | 270 banknote u<br>optjecaju |
| 180 krediti |                             |

Takvo je konačno stanje u bilanci centralne banke posljedica efekata multiplikativnog smanjenja banknota u optjecaju smanjenjem kredita zbog povećanog kamatnjaka, i priljeva zlata (ili smanjenja odljeva zlata) radi povećanja kamatnjaka zbog kamatnjaka u inozemstvu.

Promjena bankarskog kamatnjaka i mijenjanje banknota u optjecaju zbog priljeva ili odljeva zlata pravila su zlatne valute kojih su se morale pridržavati sve centralne banke, bez obzira imaju li priljev ili odljev zlata. Tih su se pravila držale i centralne banke država koje su imale aktivnu platnu bilancu, jer je u tom slučaju olakšan teret izravnavanja platne bilance, uspostavljanja potrebnog pokrića i smanjenja opsega proizvodnje u državama koje su imale pasivnu platnu bilancu. Iskustva govore da se tih pravila ipak nisu uvijek pridržavale centralne banke država s viškom u platnoj bilanci. Umjesto da smanjenjem kamatnjaka idu u ekspanziju kredita i s tim proizvodnje, one su sterilizirale zlato, a to je opteretilo izravnavanja platne bilance u tom slučaju države koje su izgubile zlato, tj. države koje su imale manjak u platnoj bilanci. Budući da su se centralne banke koje su izgubile zlato morale pridržavati pravila igre, bez obzira na ponašanje centralnih banaka u državama s viškom u platnoj bilanci, ako su htjele sačuvati odgovarajuće pokriće i time konvertibilnost banknota i zlatnu valutu, došlo je do istosmjernih kretanja u količini novca u optjecaju. Stanje u kojem su centralne banke koje su

izgubile zlato i morale smanjiti količinu novca u optjecaju, a centralne banke kojima su se povećale zlatne rezerve i nisu povećale novčani optjecaj, dovelo je do toga da u tijeku zlatne valute dođe do kontrakcije novčanog optjecaja, kredita i proizvodnje, što nije mogla rješavati novčana politika, iako je već kao takva dovela do osnovice papirne valute i suvremenih novčanih sustava.

### Novčana politika u tijeku papirne valute

Pošto je napušten zlatni standard i pošto je centralna banka oslobođena problema vezanih uz krutost emisije novca umjesto problema vezanih uz ograničenost količine novčane kovine, tj. zlata, javljaju se problemi neograničenosti "novčane" osnovice. Kroz kanale emisije u optjecaj se može pustiti bilo koja željena količina različitih pojavnih oblika novca. Osim toga, uz novac, različite novčane funkcije mogu obavljati brojni nenovčani financijski oblici. Sve je to razlog što je položaj centralne banke postao složeniji u tijeku emisija, a njezina bilanca vertikalno i horizontalno gledano složenija i funkcionalno više vezana uz bilance poslovnih banaka i njihovih klijenata.<sup>5</sup> Zato pogledajmo može li centralna banka učinkovito utjecati na količinu novca, koji emitiraju poslovne banke. O tome da centralna banka može regulirati optjecaj toga novca nema dvojbe.

Ako je bliži cilj novčane politike - količina novca u optjecaju, centralna banka može postići taj cilj tako da utječe na kreditni potencijal poslovnih banaka, a preko toga na strukturu i opseg financijskog potencijala poslovnih banaka. U biti centralnu banku zanima novčani dio financijskog potencijala poslovnih banaka, odnosno njezine su mjere usmjerene na emisijski dio kreditnog potencijala poslovnih banaka. No da bi utjecala na taj emisijski dio, ona cilja na cjelokupan kreditni potencijal. Ako se odobri toliko emisijskih kredita da se s time poveća količina novca u optjecaju baš za toliko koliko se poveća opseg potražnje za njim, onda je novčani sustav neutralan, a emisijskim se kreditima samo osigurava neometan reprodukcijски proces u gospodarstvu. Ipak je u praksi novčani sustav često aktivan, i to ponajprije u tom smislu da, odobrava više emisijskih kredita, nego što se povećala potražnja novca. Posljedice su tada različite. Zbog toga se može povećati raspoloživa domaća štednja, i/ili može se povećati samo sudjelovanje novčanog sustava u posredovanju prijenosa štednje, a ukupna štednja ostane nepromijenjena, i/ili može se povećati i sudjelovanje novčanog sustava pri posredovanju u prijenosu štednje, a da se istodobno smanji ukupna domaća štednja. Tako posljedice aktivne uloge novčanog sustava ovise o tome, hoće li se i za koliko, zbog prekomjernog povećanja emisijskih kredita, povisiti opća razina cijena, i hoće li se i za koliko, zbog inflacije koja tome slijedi, smanjiti dio ušteđenog dohotka. S toga stajališta moguće je očekivati da će se zbog aktivne uloge novčanog sustava povećati štednja tamo gdje nema drugih mogućnosti za oblikovanje štednje, odnosno

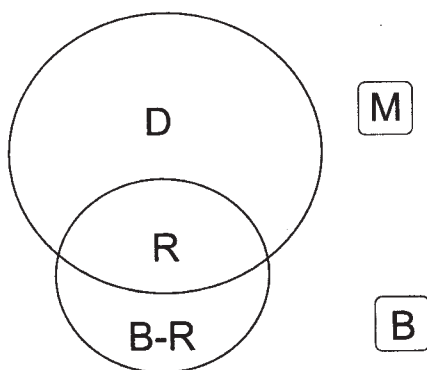
<sup>5</sup> O emisiji novca vidi: I. Ribnikar: "Emisija primarnog novca", Ljubljana-Beograd, Narodna banka Slovenije - Institut za spoljnu trgovinu, 1973.

tamo gdje nema navika, instrumenta i/ili institucija za formiranje štednje u drugim, nenovčanim oblicima. Samo je u takvim prilikama aktivna uloga emisijskog sustava u alokaciji financijskih oblika pozitivna. Inače, opseg emisijskih kredita određen je potrebnim povećanjem novčanog optjecaja. Budući da je odnos između gotovine (C) i depozitnog novca (D) stabilan, kao što je stabilan odnos rezervi (R) i depozitnog novca, postoji čvrsta povezanost između ukupne količine novca u optjecaju (M), kao bližeg cilja novčane politike, i primarnog novca centralne banke (B), koju možemo pisati kao  $M=mmB$ , odnosno  $M=(1+c)/(r+c)B$ , kada nas zanima stanje, odnosno  $\Delta M=\Delta(1+c)/(r+c)\Delta B$  kada nas zanima utjecaj promjene količine primarnog novca na promjenu količine novca u optjecaju.<sup>6</sup> Dakle, centralna banka mijenja količinu novca u optjecaju ili mijenjajući veličinu monetarnog multiplikatora, koji ovisi opet o dva koeficijenta, od kojih je jedan pod snažnim utjecajem nemonetarnih čimbenika (c). Budući da je povećanje količine novca u optjecaju u principu potreba, a promjene su koeficijenta rezervi (r) ograničene, promjena količine novca u optjecaju na duži rok zasniva se na promjeni primarnoga novca, ako namjerno zapostavimo promjenu koeficijenta obrtaja, koji nije pod izravnom kontrolom novčanih vlasti.

Zato što novčana politika djeluje na svoje ciljeve preko instrumenata te politike, njih dijelimo na instrumente novčane politike koji utječu na veličinu primarnog novca, tj. na donji krug na slici 6. i na instrumente koji utječu na veličinu novčanog multiplikatora, tj. na omjer između gornjeg i donjeg kruga na slici 6.

Slika 6.

#### ODNOS IZMEĐU PRIMARNOG NOVCA I KOLIČINE NOVCA U OPTJECAJU



<sup>6</sup> O porijeklu i biti primarnoga novca vidi najnoviju raspravu u radu: I.Ribnikar: "Primarni denar", Ljubljana, Bančni vestnik, št. 5, 2000., str.55-57.

Navedena podjela instrumenata novčane politike relativno je jednostavna i kao takva nam pokazuje kakve implikacije ima njihovo prakticiranje na količinu novca u optjecaju i na strukturu emisijskog kanala. Ne pokazuje nam dovoljno kako će se pojedini instrumenti odraziti na kreditni potencijal poslovnih banaka. Zato postoji i druga podjela instrumenata na kvantitativne ili opće instrumente i kvalitativne ili selektivne instrumente novčane politike, kojima centralna banka utječe na strukturu financijskog potencijala poslovnih banaka opsegom emisijskog dijela kreditnog potencijala. Potrebna količina primarnog novca da bi se održala nepromijenjena količina novca u optjecaju unatoč promjenama koeficijentata  $c$  i  $r$ , iznosi:  $\Delta B = [(c+r)/(1+c)] \Delta M + M/(1+c) \Delta r + [M(1+r)/(1+c)]^2 \Delta c$ .<sup>7</sup>

Ako se novčani optjecaj stalno povećava, krediti posredstvom kojih dolazi u optjecaj primarni novac ne smanjuju se tj. dobivaju trajni karakter, a njihov kamatnjak može biti znatno manji od tržišnog, a to upućuje da su oni koji se koriste takvim kreditima posebno stimulirani preraspodjelom štednje u novčanom obliku koja se distribuira novčanim sustavima.<sup>8</sup>

Jedinice sektora privrede koje općenito imaju više bankarskih kredita nego što iznosi njihovo prosječno stanje depozitnog novca, tada koriste efekt preraspodjele imovine. S toga se stajališta danas može u hrvatskim prilikama raspravljati o smanjenju kamatnjaka i o drugačijoj ulozi centralne banke u funkcioniranju novčanoga sustava.<sup>9</sup> Naravno, drugačija uloga traži i drugačije poglede, shvaćanje i, na kraju, pristupe novčanoj politici. Bitno je definirati ciljeve, a tek se nakon toga može raspravljati o novčanoj politici. Definirajući neke probleme novčane politike u hrvatskom novčanom sustavu, možda dolazimo do ocjene koje ciljeve izabrati i zašto, što i jest okvir vođenja novčane politike u konkretnim prilikama.

<sup>7</sup> Vidi o tome više u radu: I. Ribnikar: Isto kao pod 5.

<sup>8</sup> S toga stajališta u postojećim se prilikama hrvatskoga gospodarstva možda može razmišljati o drugačijem ponašanju novčanog sustava. Možda su naše prilike previše "tranzicijske" da bi centralna banka imala u vidu samo količinu novca u optjecaju preko kvantitativnih instrumenata. Regionalno prilično različita Republika Hrvatska ima gospodarstvo podložno prakticiranju u značajnom dijelu selektivnih instrumenata, što bi povoljno utjecalo na investicijsku aktivnost i na financijsku strukturu u bilancama poduzeća. To su unutrašnje promjene koje bez zaduživanja u inozemstvu mogu stabilizacijski djelovati na gospodarske prilike. Naravno, to traži aktivnu novčanu politiku, a to opet znači i drugačije poglede na prakticiranje novčane politike od Hrvatske narodne banke. S toga stajališta, kada je riječ o kadrovskim promjenama unutar novčanih institucija, uvijek je uputno poći od toga kakva se želi dati uloga centralnoj banci u emisiji novca i u financiranju gospodarstva. Iskustva drugih upućuju na to da demokracija ne mora uvijek biti praćena i decentralizacijom novčanog sustava, ali jest praćena kontroliranim centralizacijom emisije novca.

<sup>9</sup> Hrvatski je novčani sustav danas u značajnom dijelu pod dominantnim utjecajem inozemnog kapitala. Budući da se radi o malom valutnom području, moglo se očekivati da privatizacija banaka, nakon neprimjerenog načina "pretvorbe" u kojoj su poslovne banke i njihove uprave revalorizacijom kredita privredni, tj. pogrešnim njihovim ulaganjima, postale vlasnici equity kapitala poduzeća, može lako privući interes inozemnih ulagača kojima krajnji cilj nisu ekonomski učinkovite banke s kamatnjacima primjerenim razvijenim zemljama. Nažalost, upravo se dogodilo da su poslovne banke prodane, a tako pribavljena sredstva završila su u potrošnji, a financijsko je tržište ostalo i dalje a rudimentarnim financijskim oblicima i sa starim financijskim problemima.



Bez toga je moguće isto tako voditi novčanu politiku, ali nažalost sa slabim izgledima da učinkovito utječe na četiri konačna cilja novčane politike. Naša ne tako daleka prošlost dobar je podsjetnik kako je tada bilo s novcem. Bilo ga je mnogo i svi su ga se htjeli brzo riješiti.

### Neki problemi novčane politike u Republici Hrvatskoj

Pristupi prodaji "equity" kapitala poslovnih banaka inozemnim kupcima, s jedne, i krutost instrumentarija novčane politike, sa druge strane, jasno oslikavaju složenost vođenja novčane politike u hrvatskim prilikama, a to se ne reflektira samo na izbor bližeg njezinog cilja, već i na izbor preferiranog konačnog ili konačnih ciljeva novčane politike. No, zato što je novčana politika samo segment ekonomske politike, sva je ta složenost instrumentarija i ciljeva novčane politike determinirana, prije svega, stavovima o ekonomskoj politici.

Zbog velikih problema hrvatskoga gospodarstva u likvidnosti i zbog činjenice da je osnovna zadaća centralne banke briga o domaćoj likvidnosti, tj. o održavanju u optjecaju odgovarajuće količine novca, s pravom se može postavljati pitanje je li izabrana praksa hrvatske novčane politike prikladna i možemo li danas uopće više voditi suverenu novčanu politiku?<sup>10</sup>

Unatoč toj i takvoj determinaciji o hrvatskoj novčanoj politici, valja razmišljati o njezinoj aktivnoj ulozi, primjerenoj potrebama gospodarstva viđeno prospektivno, s jedne, i prirodnim resursima koji jesu, sa druge strane. Hrvatske prirodne prednosti nisu uključene u gospodarski razvitak i u tome novčana politika ne samo da nije učinkovita, nego, zbog svoje rudimentarnosti, destimulirajuće utječe na gospodarsku aktivnost. Centralizirana politika emisije novca sužava kanale kreditne emisije, okrećući poslovno bankarstvo izvozu kapitala. Do takvih prognoza dolazimo na osnovi podataka o određenim novčanim kretanjima.

U tablici 1. izabrali smo nekoliko stanja i odnosa u bilancama novčanih institucija u RH da bismo u razdoblju od godine 1993. do 1999. mogli pratiti odnose između monetarnih institucija i, naravno, dovoditi to u vezu s realnim kategorijama.

---

<sup>10</sup> Umjesto da se danas u nas raspravlja, ili još bolje da se jučer raspravljalo, kako izbjeći "grubo" napuštanje suverenosti u kreditnoj politici, a preko toga i u novčanoj politici, danas se nepotrebno raspravlja o obveznim rezervama sa stajališta jesu li one prevelike ili nisu. Takva je rasprava sa stajališta novčane politike nepotrebna, jer se: prvo, ne radi o tome jesu li one premale ili prevelike, već što se preko obveznih rezervi želi; i drugo, obvezne rezerve uopće nisu potrebne za vođenje novčane politike, jer je jasno da i bez tih rezervi Hrvatska narodna banka može regulirati količinu kuna u optjecaju.

Tablica 1.

IZABRANE POZICIJE U BILANCAMA NOVČANIH INSTITUCIJA U RAZDOBLJU IZMEĐU  
 GODINE 1993. DO 1999.

| Godina | Primarni novac | Gotov novac izvan banaka | Ukupne rezerve poslovnih banaka kod centralne banke | Depozitni novac | Novčana masa $M_1$ | Ukupna likvidna sredstva | Obveznice i instrumenti tržišta novca | min. kn - postotak |      |         |      |
|--------|----------------|--------------------------|---|-----------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|--------------------|------|---------|------|
|        |                |                          |   |                 |                    |                          |                                       | C/D                | R/D  | $M_1/B$ | R/B  |
| 1993.  | 2 248,9        | 1 367,5                  | 860,9   | 1 758,7         | 3 134,1            | 10 061,1                 | 48,3                                  | 0,78               | 0,49 | 1,39    | 0,38 |
| 1994.  | 4 714,2        | 2 657,3                  | 2 039,7   | 3 969,7         | 6 642,6            | 17 679,9                 | 208,5                                 | 0,66               | 0,51 | 1,41    | 0,43 |
| 1995.  | 6 744,1        | 3 362,1                  | 3 350,3   | 4 870,0         | 8 234,9            | 24 623,0                 | 130,7                                 | 0,69               | 0,68 | 1,22    | 0,5  |
| 1996.  | 8 770,4        | 4 361,3                  | 4 409,6   | 7 007,5         | 11 368,9           | 36 701,1                 | 128,1                                 | 0,62               | 0,63 | 1,3     | 0,5  |
| 1997.  | 10 346,1       | 5 307,5                  | 5 045,6   | 8 423,8         | 13 731,4           | 50 742,0                 | 133,6                                 | 0,63               | 0,60 | 1,33    | 0,49 |
| 1998.  | 9 954,2        | 5 718,8                  | 5 908,1   | 7 808,9         | 13 531,4           | 57 340,3                 | 154,1                                 | 0,73               | 0,76 | 1,36    | 0,59 |
| 1999.  | 10 310,0       | 5 959,2                  | 8 987,3   | 7 891,1         | 13 858,8           | 56 699,3                 | 478,6                                 | 0,76               | 1,13 | 1,34    | 0,87 |

Izvor: Proračun autora na osnovi podataka iz Biltena Hrvatske narodne banke, br. 2, 2000.

Podaci u tablici 1. upućuju na to da je emisija novca u hrvatskim prilikama centralizirana (novčani multiplikator je mali, koeficijent gotovine i koeficijent ukupnih rezervi izrazito visok), a u posljednjem su razdoblju ta kretanja naglašenija. Mali novčani multiplikator upućuje na činjenicu da je svaka promjena novčanog optjecaja gotovo u cijelosti proizvedena primarnim novcem. U godini 1999. čak su ukupne rezerve veće od depozitnog novca, čime je indirektno uveden sustav 100% ukupnih rezervi poslovnih banaka. To upućuje na složenost problema u vezi s količinom novca u optjecaju, kada se kontrakcijom novčanog optjecaja žele rješavati neki drugi problemi, koji inače nisu bliži ciljevi novčane politike. To je djelomično razlog zbog kojeg je i likvidnost gospodarstva zapostavljena kao cilj novčane politike, a centralna banka više vodi računa o organizacijsko-financijskom ustroju hrvatskih banaka, odnosno o tome tko će biti budući vlasnici equity kapitala u bankama. Napuštanjem nacionalne suverenosti nad emisijom depozitnog novca napušta se i novčana suverenost. Unatoč istinitosti tvrdnje da - ili imamo visoku novčanu suverenost i loš novac, ili malu novčanu suverenost i dobar novac - kada se radi o razvijenom gospodarstvu teško je prihvatiti primjerenost te tvrdnje u hrvatskim prilikama. Uostalom, inozemni ulagači u equity kapital hrvatskih banaka nisu to činili dokapitalizacijom, čime bi potakli kreditnu aktivnost banaka, već kupnjom većinskog udjela u equity kapitalu, što je potpuno pogrešan pristup privatizaciji banaka u postojećim hrvatskim prilikama. Time nije riješen nijedan vitalni problem gospodarstva koji bi mogao pozitivno utjecati na neki od ciljeva ekonomske politike. U tijeku procesa privatizacije došlo je do sužavanja kanala emisije depozitnog novca, čime su poslovne banke u svojoj poslovnoj politici usmjeravane na transakcije s financijskim oblicima centralne banke (blagajnički zapisi). Sektorska struktura depozitnog novca upućuje na takva kretanja (tablica 2.).

Tablica 2.

SEKTORSKA STRUKTURA DEPOZITNOG NOVCA U RAZDOBLJU  
 OD 1993. DO 1999. GODINE

Mln.kn

| Godina | Depozitni novac | Privreda | Kućanstva | Lokalna država |
|--------|-----------------|----------|-----------|----------------|
| 1993.  | 1 758,7         | 1 264,7  | 327,9     | 142,5          |
| 1994.  | 3 969,7         | 2 678,2  | 764,1     | 512,8          |
| 1995.  | 4 870,0         | 3 161,9  | 1 168,8   | 495,3          |
| 1996.  | 7 007,5         | 4 489,2  | 1 661,3   | 683,8          |
| 1997.  | 8 423,8         | 5 692,8  | 2 235,7   | 484,2          |
| 1998.  | 7 808,9         | 4 794,2  | 2 492,2   | 514,3          |
| 1999.  | 7 891,1         | 4 695,6  | 2 686,5   | 314,7          |

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke, br. 5, 2000.

U sektoru kućanstva povećava se iznos depozitnog novca, što upućuje na problematičnost rizika u financijskom potencijalu poslovnih banaka, s jedne, i nepovjerenje ulagača u nenovčane financijske oblike, sa druge strane. U sektoru privrede može se lako upasti u pogrešan zaključak da se poduzeća racionalnije ponašaju raspoložujući raspoloživom financijskom imovinom, ulažući je u nenovčane oblike s većim prinosima. Radi se, zapravo, o velikoj ovisnosti poduzeća o kreditnoj aktivnosti banaka, pa su zbog smanjenja emisijskih kredita smanjeni emisijski kreditni potencijal i tome odgovarajuće depozitne pozicije. Da bi održala gospodarsku aktivnost poduzeća pribjegavaju nenovčanim transakcijama, tzv. međukreditiranju, po osnovi novčano nepokrivenih dužničko-vjerovničkih odnosa. Tako je centralizacija kanala emisije novca u hrvatskim prilikama odvela poduzeća izvan novčanih utjecaja, što se povratno negativno odražava na gospodarsku aktivnost, usmjeravajući pogrešno nositelje ekonomske politike na traženje odgovornosti za "ponzi" igre nastale u tijeku pretvorbe tzv. društvenog vlasništva, što bi moralo biti „čistilište“ za novu ekonomsku strategiju. Bez daljega, to jest zanimljivo, kao što je, uostalom, i zanimljivo štivo o povijesti "ponzi games", ali povijest upravo tih igara dala je dovoljno iskustva koje nije potrebno ponavljati. Valja nam tražiti novčanu politiku koja će dovesti do drugačije "potke" ekonomske politike, zasnovane na decentralizaciji emisije novca, a koja decentralizacija zahtijeva i razmišljanje kako spriječiti eventualne neekonomske ciljeve plasmana kreditnog potencijala izvan domicilnog valutnog područja. To znači da hrvatske privatizirane banke danas lako mogu postati podloga za međunarodne "ponzi" financije, što bi bilo izuzetno štetno za našu novčanu suverenost i za razvitak financijskih institucija i financijskih oblika.

Unatoč tome što se iznesene pretpostavke čine za "globalna" razmišljanja neprihvatljivima, nije suvišno u izgradnji modela hrvatskoga novčanog sustava i o tome, kao o realnoj mogućnosti, razmišljati. To više, što je stvorena čvrsta podloga za razdvajanje novčane i kreditne politike, u kojoj će novčanom politikom u budućnosti sve više dominirati i upravljati ciljevi kreditne politike poslovnih banaka. To se nikako ne može, u nacionalnom interesu, uvjerljivo razložiti globalnim financijskim kretanjima u kojima je zajednička budućnost u malom broju banaka koje će svojom poslovnom politikom upravljati nacionalnom ekonomijom. Takva su objašnjenja, nažalost, naša praksa, naša velika zabluda i pogrešan put u izboru rješenja novčanoga sustava i novčane politike. Realno cijeneći naše gospodarske prilike i poznavanje pravila financijske teorije i prakse i naš model privatizacije, to su očekivana objašnjenja prikladna razmišljanju ljudi, po kojima je tržišnu ekonomiju moguće uvesti brzo preko rasprodaje financijskih institucija i jedinica javnog i privrednog sektora. Stečena iskustva nisu tome potvrda.

## Zaključak

Još uvijek i u znanstvenoj javnosti zaokupljenoj novčanim problemima česta razmišljanja o tome, kako je u tijeku zlatne valute sve bilo jasno i trans-

parentno. Kod toga se lako gubi iz vida razlog zbog kojeg je takav sustav napušten i zašto je izabran sustav sa složenom emisijom novca u kojoj su nastala tri centra novčane moći. Rasprava koja je tekla iznijela je niz problema povezanih s novčanom politikom, otkrivajući jednostavnu činjenicu da je u suvremenim novčanim sustavima emisija novca pod stalnim utjecajem nenovčanih čimbenika. Globalna kretanja donose tome sustavu nove probleme, a oni se tiču ne samo novčane suverenosti i odnosa između novčane i kreditne politike, nego su kao takvi usko povezani s nacionalnim suverenitetom i s održavanjem različitih nacionalnih prirodnih i kulturnih vrijednosti. Te vrijednosti valja imati u svakom segmentu ekonomske politike, a osobito u segmentu novčane politike i institucija koje prakticiraju tu politiku.

Kao malo, otvoreno valutno područje, valutno područje hrvatske kune i institucije u tome području u tome ne mogu biti izolirani, ali moraju razvijati različite financijske oblike koji će omogućiti tržišno uključivanje u međunarodne realne i financijske tokove. Učinjeno dosad u praksi privatizacije financijskih institucija ne daje dovoljno uporišta da je cilj takve privatizacije sukladan sa ciljevima nacionalne ekonomske politike, pa je rasprava o novčanom sustavu i novčanoj politici potrebna.

#### LITERATURA:

1. *L. Božina*: "Sustav obveznih rezervi i likvidnost banaka", Zagreb, Ekonomski pregled, br.3-4., 1999.
2. *L. Božina*: "Obvezne rezerve i emisija novca", Pula; Gospodarstvo Istre, br. 1-2, 1994.
3. *I. Perišin – A. Šokman*: "Monetarno-kreditna politika", Zagreb, Informator, 1992.
4. *I. Ribnikar*: "Emisija primarnog novca", Ljubljana-Beograd, Narodna banka Slovenije - Institut za spoljnu trgovinu, 1973.
5. *I. Ribnikar*: "Primarni denar", Ljubljana, Bančni vestnik, št.5, 2000.
6. *F. Zdravec*: "Problemi suvremenog novca", Zagreb, Naprijed, 1960.

## MONETARY POLICY IN CONTEMPORARY MONETARY SYSTEMS WITH RETROSPECT TO CROATIAN CONDITIONS

### Summary

Complexity of relations in monetary, credit and banking sphere cannot be considered from debtor-creditor relations between economy and financial institutions, respectively monetary segment of these institutions. Nevertheless balance data do not discover the origin of credits and obligations, they give not only their absolute amount, but also discover relative meaning of different forms of financing, financial transactions and flows. Just this is already sufficient in consideration of necessary measures of monetary and credit policy. In Croatian circumstances the relations in monetary-credit sphere are pervaded with different influences of institutional measures, thus it is reasonable to expect a noticeable level of money issue centralization. For this reason we expose during discussion the monetary policy it used to be, contemporary situation in developed monetary systems of free currency and what it is like in Croatian circumstances. By this we want to give a critical retrospect to the existing situation as an incentive to consideration of how to direct monetary policy in order to raise the efficiency of economy.