

TRANSMISIJSKI MEHANIZMI I MONETARNE STRATEGIJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE

Bašić, Fran

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:845918>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-12**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije, smjer Financije



**TRANSMISIJSKI MEHANIZMI I MONETARNE
STRATEGIJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE**

Diplomski rad

Fran Bašić

Zagreb, srpanj 2020.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije, smjer Financije

**TRANSMISIJSKI MEHANIZMI I MONETARNE
STRATEGIJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EUROPE**
**TRANSMISSION MECHANISMS AND MONETARY
STRATEGIES IN SOUTHEASTERN EUROPE**

Diplomski rad

Fran Bašić, 0082051292

Mentor: Prof. dr. sc. Marijana Ivanov

Zagreb, srpanj 2020.

SAŽETAK

Transmisijski mehanizmi analiziraju odnos između nominalnih i realnih varijabla, odnosno do kojeg stupnja nominalni faktori utječu na realnu ekonomiju. Od izuzetne je važnosti središnjih banaka razumjeti funkcioniranje pojedinog transmisijskog mehanizma te pronaći one koji su učinkoviti u ostvarenju krajnjeg cilja monetarne politike. Monetarna strategija planski osigurava monetarnim politikama okruženje za razvoj i stabilnost gospodarstva. Države jugoistočne Europe dijele mnoge strukturne karakteristike gospodarstava, posebice države bivše Kraljevine SHS i SFRJ koje su dijelile istu monetarnu politiku i ekonomske šokove 74 godine. Kao rezultat izuzetno visoke hiperinflacije, gospodarski subjekti jugoistočne Europe izgubili su povjerenje u domaću valutu i kredibilitet svojih središnjih banka što je uzročno-posljedično loše utjecalo na uspješnost provođenje monetarnih politika. Danas se povjerenje u domaću valutu država jugoistočne Europe vraća, no ne zadovoljavajućim tempom što dokazuje još uvijek relativno visoki stupanj euroizacije. Relativno visoka euroizacija u terminima deviznih depozita i kredita u stranoj valuti ili indeksiranih kredita u SEE regiji, prikazuje „usku paletu“ učinkovitosti djelovanja transmisijskih mehanizama na ključne makroekonomske varijable, poput razine cijena i BDP-a. Najvažniji kanal u državama jugoistočne Europe se pokazao kanal deviznog tečaja preko kojeg središnje banke instrumentima monetarne politike utječu direktno ili indirektno na gospodarstvo. Kanal deviznog tečaja ima visok *pass-through* učinak promjene tečaja na cijene što posljedično utječe na inflacijska očekivanja subjekata. Kako se mijenja struktura gospodarstva, tako se i mijenja intenzitet transmisijskih mehanizama, a time i odgovarajuća monetarna strategija središnjih banaka. One prilikom donošenja monetarne strategije uzimaju prednosti i mane, odnosno dobiti i troškove provođenja istih kako bi donijele najbolju odluku što je bilo očigledno u državama koje su mijenjale svoju strategiju: Srbija, Albanija, Rumunjska, Bugarska i Sjeverna Makedonija.

Ključne riječi: monetarna strategija, transmisijski mehanizmi, jugoistočna Europa, kanal deviznog tečaja, ERM II

ABSTRACT

Transmission mechanisms analyse the relationship between nominal and real variables, and to which extent these nominal factors affect the existing economy. It is crucial that central banks understand the specific function of each monetary policy transmission mechanism and determine which are most effective in the overall policy. With the right strategy, strong monetary policy can systematically provide economic development initiatives with an environment of stability. The countries of Southeastern Europe share many structural characteristics, most notably those of the former Kingdom of SHS and SFRY, which have experienced the same monetary policy and economic shocks for 74 years. As a result of pronounced hyperinflation, Southeast European economic agents have lost confidence in their domestic currency and in the credibility of their central banks, which has had a negative effect on the performance of monetary policies. Today, confidence in the national currency of SEE countries is slowly returning, despite the still relatively high degree of euroization. This degree of euroization in terms of foreign currency deposits and loans, or indexed loans, proves the "narrow range" of transmission mechanisms' effectiveness on key macroeconomic variables, such as price levels and GDP. The most important channel in SEE countries has proven to be the exchange rate channel through which central banks influence monetary policy directly or indirectly with monetary policy instruments. The exchange rate channel has a high pass-through effect on exchange rates, which consequently affects inflation expectations of economic agents. As the structure of the economy changes, so does the intensity of transmission mechanisms and thus the corresponding monetary strategy of central banks. When adopting a monetary strategy, central banks make decisions by weighing advantages (profits) and disadvantages (costs) of implementing the new strategy. A change in monetary strategy was evident in Serbia, Albania, Romania, Bulgaria and North Macedonia.

Key words: monetary strategy, transmission mechanisms, Southeastern Europe, exchange rate channel, ERM II

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je DIPLOMSKI RAD isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student: FRAN BAŠIĆ

U Zagrebu, 13. srpnja 2020. godine

(potpis)

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada	1
1.2. Izvori podataka i metodologija rada	2
1.3. Struktura rada	2
2. MONETARNE STRATEGIJE ZEMALJA JUGOISTOČNE EUROPE	3
2.1. Teorijski okvir monetarnih strategija	3
2.1.1. Osnovne strategije prema izboru intermedijarnog cilja	6
2.2. Monetarne politike zemalja jugoistočne Europe	11
2.2.1. Albanija	12
2.2.2. Rumunjska	14
2.2.3. Srbija	18
2.2.4. Bosna i Hercegovina	21
2.2.5. Bugarska	23
2.2.6. Sjeverna Makedonija	24
2.2.7. Hrvatska	26
2.3. Izbor monetarne strategije u odabranim zemljama	26
3. KANALI MONETARNE TRANSMISIJE ZEMALJA JUGOISTOČNE EUROPE	35
3.1. Teorijska analiza kanala monetarne transmisije	35
3.2. Učinkovitost transmisijskih mehanizama po zemljama	39
4. EUROPODRUČJE I ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE	46
4.1. Teorijska analiza transmisijskog mehanizma i monetarne strategije u europodručju	46
4.2. Usporedba transmisijskih mehanizama u zemljama regije i europodručju	49
4.3. Perspektiva ulaska Bugarske i Rumunjske u ERM II	50
4.4. Strategija uvođenja eura u Hrvatskoj	53
5. ZAKLJUČAK	56
LITERATURA	57
POPIS GRAFIKONA	64
POPIS SLIKA	64
POPIS SHEMA	64
POPIS TABLICA	64
ŽIVOTOPIS	65

1. UVOD

Značaj i nužnost novca zasigurno je jedan od temelja suvremene ekonomije kakve danas poznajemo. Gotovo je nemoguće zamisliti robnu transakciju koja nije popraćena financijskim tokom. Riječ novac polazi od latinske riječi *monēta*, koja je nastala od imena rimske božice Juno Monēta, pokraj čijeg se hrama u vrijeme antičkog Rima kovao novac. Korijen te latinske riječi sadržan je u pojmu „monetarna strategija“ koji će biti od ključne važnosti u ovom diplomskom radu.

1.1. Predmet i cilj rada

Monetarna politika značajan je čimbenik financijske stabilnosti i faktor općenitog gospodarskog rasta. Povijest je pokazala, posebice u kriznim razdobljima, da zemlje u razvoju i razvijene zemlje imaju različiti izbor i utjecaj transmisivskih mehanizama na gospodarstvo. Predmet istraživanja ovog diplomskog rada su transmisivski mehanizmi i monetarne strategije zemalja jugoistočne Europe. Analizirat će se uzroci korištenja monetarnih strategija država u jugoistočnoj Europi te učinkovitost makroekonomskog modela transmisivskog mehanizma implementacije monetarnih politika u sljedećim državama: Hrvatske, Bosne i Hercegovine, Srbije, Crne Gore, Kosova, Sjeverne Makedonije, Albanije, Bugarske i Rumunjske. Većina zemalja ove ciljne skupine pri definiranju monetarne strategije postavljaju stabilnost cijena kao krajnji cilj monetarne politike. Kako bi se ostvario krajnji cilj, potrebno je težiti ostvarenju intermedijarnih ciljeva na koje utječu operativni ciljevi i instrumenti monetarne politike. Odabir intermedijarnog cilja jedan je od ključnih faktora ka ostvarenju cjenovne stabilnosti. Kako bi se ostvario krajnji cilj, svaka zemlja pri odabiru intermedijarnog cilja uzima u obzir niz karakteristika svog gospodarstva. Odluke središnjih banaka očituju se kroz transmisivske mehanizme monetarne politike koji različito utječu na ekonomsku aktivnost i inflaciju. Navedena problematika je višeslojna i zahtijeva perspektivu iz više kutova.

Cilj rada proizlazi iz predmeta istraživanja. Smisao rada je prikazati strategije monetarne politike zemalja regije kroz učinkovitost i analizu transmisivskih mehanizama u ostvarenju intermedijarnih i krajnjih ciljeva središnjih banaka. Nadalje, pokazat će se sličnosti i razlike Hrvatske kao male i otvorene ekonomije sa zemljama bivše SFRJ te s obilježjima monetarnog sustava europodručja.

1.2. Izvori podataka i metodologija rada

Metode istraživanja sukladne su ciljevima samog istraživanja. Prikupljeni izvori uključuju knjige, znanstvene i stručne članke objavljenje u znanstvenim i stručnim časopisima, godišnje izvještaje i druge publikacije dostupne na web stranicama nacionalnih središnjih banaka, izvještaje Međunarodnog monetarnog fonda, publikacije Europske središnje banke te internetski izvori domaćih i stranih autora. Podaci korišteni u radu prikupljeni su iz sekundarnih izvora. Metode istraživanja korištene u radu su analiza, sinteza, dedukcija, indukcija, kompilacija i metoda deskripcije.

1.3. Struktura rada

Diplomski rad podijeljen je u pet glavnih cjelina. Na kraju rada nalazi se popis literature, grafikona, tablica te životopis autora. U uvodnom poglavlju objašnjavaju se predmeti i cilj istraživanja te metodologija prikupljanja podataka.

U drugom poglavlju pristupa se teoretski monetarnoj strategiji kao načinu vođenja monetarne politike. Potom, se detaljno analiziraju monetarne politike zemalja jugoistočne Europe koje uključuju ekonomske i strukturalne karakteristike gospodarstva kroz povijest. Poglavlje završava analizom odluka središnjih banaka zemalja regije u prihvaćanju i održivosti monetarne strategije.

Prvi dio trećeg poglavlja objašnjava funkcioniranje kanala monetarne transmisije koje je potkrijepljeno formulama djelovanja. Nakon teoretske analize, proučava se učinak transmisijskih mehanizama na makroekonomske varijable u odabranim zemljama što posljedično utječe na odabir monetarne strategije zemlje.

U četvrtom poglavlju analizira se kompleksnost transmisijskog mehanizma europodručja te izbor monetarne strategije. Nakon toga, uspoređuje se sličnosti i razlike transmisijskog mehanizma europodručja i transmisijskih mehanizama u zemljama jugoistočne Europe. Potom se uspoređuju kriteriji i karakteristike Bugarske i Rumunjske s Hrvatskom u zadovoljavaju kriterija iz Maastrichta. Na posljjetku, dan je postupak uvođenje eura u Hrvatsku. Posljednje, peto poglavlje daje sažetak cjelokupnog istraživanja diplomskog rada i zaključne misli.

2. MONETARNE STRATEGIJE ZEMALJA JUGOISTOČNE EUROPE

Europa je oduvijek imala bogatu monetarnu povijest. Središnje banke od svog postojanja pa do danas žele savladati umijeće upravljanja monetarnom politikom smišljajući strategije za postizanje određenog cilja. Prema Houbenu, monetarna politika je „core“ poslovanja svake centralne banke.¹ U terminima monetarnih strategija, na Jugoistoku Europe situacija je raznolika. Od devet promatranih država, tri države jugoistočne Europe imaju ciljanje inflacije, a četiri države imaju ciljanje deviznog tečaja kao intermedijarni cilj. Crna Gora i Kosovo nemaju svoju monetarnu strategiju zbog unilateralnog prihvaćanja eura kao nacionalne valute, ali prema metodologiji MMF-a ulaze u skupinu zemalja sa sidrom deviznog tečaja.

2.1. Teorijski okvir monetarnih strategija

„Strategija je općenito dugoročan plan akcija dizajniran da se postigne određeni cilj.“² Pojam monetarne strategije je doista širok i može se shvatiti na više načina. Jedna od definicija glasi da je monetarna strategija skup parametara dvije funkcije. Prva je funkcija reakcije monetarne politike na ekonomska događanja, a druga je reakcija komunikacije aktualne monetarne politike prema javnosti. Funkcija reakcije smatra se instrument monetarne politike s kojim se preko ostvarenja intermedijarnog cilja ostvaruje krajnji cilj. Komunikacijska funkcija obuhvaća sve aspekte transparentnosti funkcije reakcije na određenu promjenu u gospodarstvu kojoj je cilj iskontrolirati očekivanja javnosti i time ostvariti željeni učinak monetarne politike.³ Ekonomski odnosi ovise o **strukturnim karakteristikama** gospodarstva koje određuju razinu do koje su egzogeni šokovi amortizirani prije nego li imaju efekt na ciljeve monetarne politike.⁴ Neke od strukturnih karakteristika koje određuju monetarnu politiku su razlike u elastičnosti cijena i nadnica, mobilnost radne snage, otvorenost ekonomije, kapitalne restrikcije i mobilnost, raznolikost proizvodnje, proračunski stabilizatori i financijska struktura.⁵ Kako bi se kvalitetno definirala monetarna strategija, polazi se od krajnjeg cilja kojeg središnje banke primarno

¹ Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers, str. XIII. predgovora

² Visković, J. (2012) *Značaj monetarnih strategija za ostvarivanje financijske stabilnosti zemalja srednje i jugoistočne Europe*. Doktorska disertacija. Split: Ekonomski fakultet, str. 79.

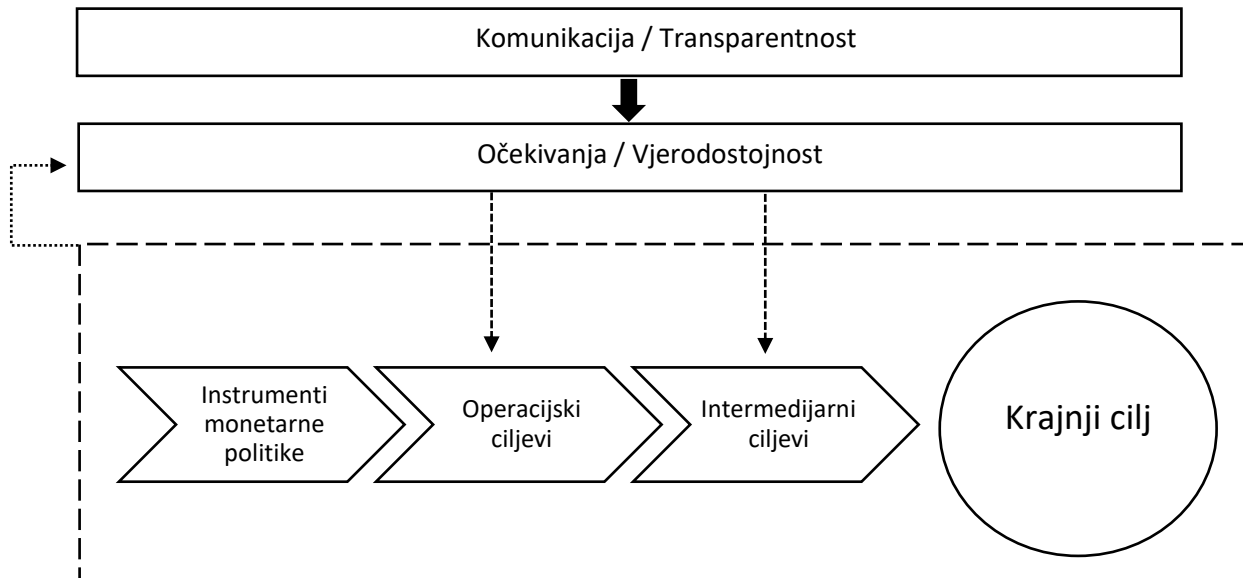
³ Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers, op.cit., str. 2.

⁴ Ibid.

⁵ Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers, op.cit., str. 4.

definiraju. Nakon određivanja krajnjeg cilja, definira se jedan ili više intermedijarnih ciljeva koji utječu na ostvarenje krajnjeg cilja. Potom, definiraju se operacijski ciljevi i instrumenti monetarne politike kao alati kojima se ostvaruje intermedijarni cilj. Nakon što se odrede ova četiri elementa, potrebno je odrediti strategiju komunikacije središnje banke prema javnosti.

Shema 1. Strategija monetarne politike



Izvor: Izrada autora

Na shemi 1. prikazani su ključni elementi strategije monetarne politike. Monetarna vlast usmjerava očekivanja javnosti transparentno informirajući javnost o načinima na koji se provodi monetarna politika ka ostvarenju unaprijed određenog cilja. Vanjski okvir označen isprekidanom linijom predstavlja strategiju komunikacije, a okviri s punom linijom utjecaj komunikacije na očekivanja javnosti. Očekivanja imaju direktan utjecaj na stabilnost sustava kroz intermedijarne i operacijske ciljeve u terminima stabilnosti cijena. Cilj transparentnosti je ostvariti stabilnost i predvidivost cijelog sustava monetarne politike.

Krajnji ciljevi monetarne politike javno su objavljeni i uobičajeno definirani zakonom o središnjoj banci ili drugom regulativom kojom se određuje odgovornost središnje banke kao njezinog nositelja. Tipičan krajnji cilj monetarne politike predstavlja stabilnost cijena koja se javlja kao primarni ili čak jedini cilj djelovanja središnjih banaka.⁶ Krajnji cilj u širem smislu može uključiti visoku zaposlenost, ekonomski rast i financijsku stabilnost.

Intermedijarni ciljevi služe kao pomoć monetarnoj politici u ostvarivanju krajnjih ciljeva. Definira se kao ekonomska varijabla koju: (i) središnja banka može kontrolirati s određenim

⁶ Lovrinović, I. i Ivanov, M. (2009) *Monetarna politika*. Zagreb: RRiF Plus d.o.o, str.206.

odmakom i sa određenim stupnjem preciznosti i (ii) koja je u relativno stabilnoj ili barem predvidljivoj vezi sa krajnjim ciljem monetarne politike, kojoj je intermedijarni cilj glavni indikator.⁷ Intermedijarni cilj mora biti u vezi s krajnjim ciljem na način da promjene u intermedijarnoj varijabli služe kao preludij postupnim promjenama u krajnjem cilju.⁸ Intermedijarni ciljevi mogu, ali i ne moraju biti javno objavljeni. Ukoliko se intermedijarni ciljevi javno objave, posebice su izražene monetarne strategije koje se oslanjaju na korištenje eksplicitnog nominalnog sidra, odnosno kao nominalnih varijabla kojima se sidre inflacijska očekivanja javnosti i promoviraju niske stope inflacije. Prethodno navedeno uključuje monetarne strategije ciljanja monetarnih agregata, ciljanja deviznog tečaja i ciljanja inflacije.⁹

Operacijski ciljevi su ekonomske varijable koje središnja banka želi kontrolirati i zaista kontrolira na dnevnoj bazi putem instrumenata monetarne politike na čije je promjene veoma osjetljiva. Operacijski ciljevi, daju upute nositeljima monetarne politike što učiniti i služe kao sredstvo komuniciranja vrijednosti operacijskog cilja i očekivanih promjena javnosti.¹⁰ Kao mogući operacijski ciljevi na koje djeluju instrumenti monetarne politike mogu se koristiti viškovi likvidnosti banaka, ukupni primarni novac ili kratkoročne kamatne stope na međubankovnom tržištu.

Instrumenti monetarne politike su „alati“ kojima središnja banka izravno djeluje na ostvarivanje operativnih ciljeva i neizravno na ostvarivanje intermedijarnih ciljeva. Zemlje koje imaju manje razvijeni financijski sustav imaju manji broj instrumenata na raspolaganju i time limitirani utjecaj na ciljeve.¹¹ U zemljama koje imaju više razvijeniji financijski sustav, postoji veći broj instrumenata na raspolaganju, pri čemu će te zemlje koristiti one instrumente koji su tržišnog karaktera. Postoje tri tradicionalna instrumenta monetarne politike su: diskontna politika, politika otvorenog tržišta i politika obvezne rezerve.¹²

⁷ Visković, J. (2012) *Značaj monetarnih strategija za ostvarivanje financijske stabilnosti zemalja srednje i jugoistočne Europe*. Doktorska disertacija. Split: Ekonomski fakultet, op.cit., str. 81.

⁸ Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers, op.cit., str. 74.

⁹ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, str. 1. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/606944/download/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> [3.11.2019.]

¹⁰ Visković, J. (2012) *Značaj monetarnih strategija za ostvarivanje financijske stabilnosti zemalja srednje i jugoistočne Europe*. Doktorska disertacija. Split: Ekonomski fakultet, op.cit., str. 81.

¹¹ Ibid.

¹² Lovrinović, I. i Ivanov, M. (2009) *Monetarna politika*. Zagreb: RRiF Plus d.o.o, op. cit., str. 209.

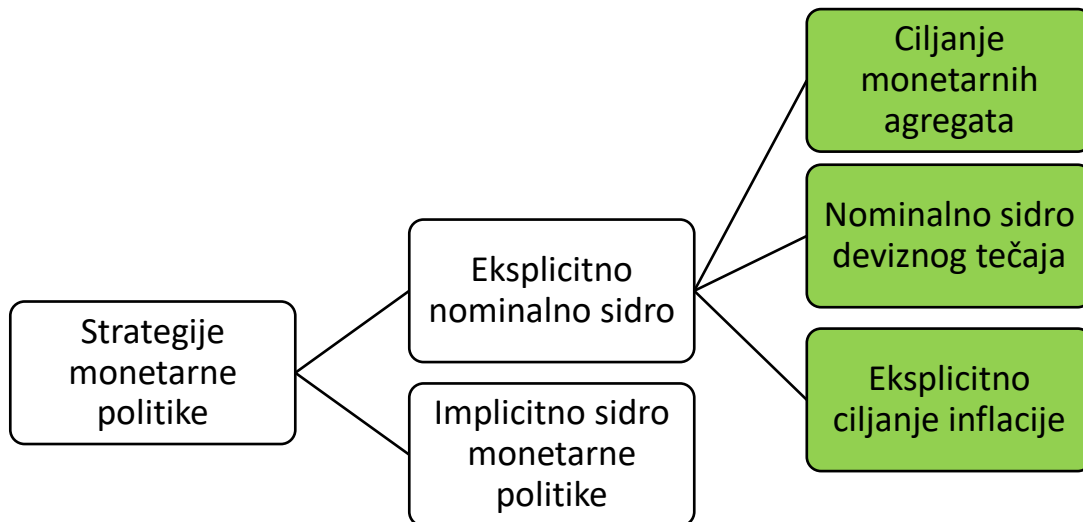
2.1.1. Osnovne strategije prema izboru intermedijarnog cilja

Koncepcija „nemogućeg trojstva“ (trokuta) tvrdi da u isto vrijeme nije moguće koristiti tri varijable ekonomske politike: 1) fiksni tečajni režim, 2) slobodne međunarodne tokove kapitala i 3) samostalnu aktivnu monetarnu politiku. Međutim, danas su međunarodni tokovi novca i kapitala opće prihvaćeni te se izbor vodi između dvije varijable, odnosno „nemogućeg dvojstva“: 1) fiksnog tečaja i ograničenja u vođenju monetarne politike ili 2) fleksibilnog tečaja i aktivnije monetarne politike. Ova teorija podržava strategije ciljanja monetarnih agregata, ciljanja inflacije i strategije bez eksplicitnog nominalnog sidra monetarne politike.¹³ Navedene strategije su ujedno i intermedijarni cilj monetarne politike.

U svim promatranim zemljama jugoistočne Europe, stabilnost cijena se eksplicitno ili implicitno postavlja kao krajnji cilj. Stoga, naglasak će se staviti na odabir **intermedijarnog cilja** koji se razlikuje u odabranim zemljama. O samom odabiru strategije zemalja jugoistočne Europe bit će više govora u potpoglavljima 2.2. i 2.3.

Općenito, strategije monetarne politike mogu se podijeliti u dvije velike skupine, prikazano na shemi 2:

Shema 2. Prikaz monetarnih strategija



Izvor: Izrada autora

¹³ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 1.

Prije nego li se krene u analizu pojedinih strategija, potrebno je objasniti pojam **nominalnog sidra**. Na engleskom jeziku *nominal anchor*, označava nominalnu varijablu koja presudno utječe na promjene razine cijena i čijom se kontrolom ostvaruje cjenovna stabilnost u gospodarstvu i eliminiranje inflacijskih očekivanja.¹⁴ Dakle, varijabla koja se proglašuje sidrom pomaže središnjoj banci u ostvarenju planiranih ciljeva monetarne politike.

Strategija implicitnog (bez eksplicitnog nominalnog) sidra monetarne politike središnje banke ne koristi niti jednu službenu objavljenu varijablu preko koje sidri inflacijska očekivanja javnosti i održava stabilnost cijena, nego se vodi očekivanjima koje determinira niz promjena u monetarnoj i realnoj sferi gospodarstva. Strategija koristi veći broj informativnih i intermedijarnih varijabla koje predstavljaju implicitna nominalna sidra te ne obvezuju središnju banku na dosljednu strategiju vođenja monetarne politike. Pri tome, središnjoj banci nisu definirana „pravila“ koja bi ju obvezala na dosljednu strategiju vođenja monetarne politike, stoga ova strategija uživa najveći stupanj diskrecije u odnosu na druge monetarne strategije. Monetarna politika u ovoj strategiji nije ograničena zahtjevima za očuvanje stabilnog rasta monetarnog agregata ili deviznog tečaja, nego na kretanje u gospodarstvu prvenstveno djeluje promjenama referentnih kamatnjaka središnje banke. Referentne kamatne stope tipično se javljaju kao operativni cilj monetarne politike, neovisno da li je kao takav službeno objavljen u strategiji središnje banke.¹⁵ Prema MMF-ovoj godišnjem izvješću o tečajnim režimima i restrikcijama iz 2018. g. koja u svoju statistiku uključuje 189 zemalja članica i 3 teritorija objavila je da 24,0%, odnosno 46 zemalja provodi monetarnu strategiju implicitnog sidra. Niti jedna promatrana država jugoistočne Europe nema ovu monetarnu strategiju.

Strategija eksplicitnog monetarnog sidra su monetarne strategije kod kojih središnje banke javno objavljuju nominalne varijable kojima sidre očekivanja javnosti i promoviraju niske stope inflacije. Čak 76,0% ili 146 članica MMF-a ima neki od oblika eksplicitnog nominalnog sidra.¹⁶ Kao što je prikazano na shemi 2, monetarne strategije s eksplicitnim nominalnim sidrom dijele se na sljedeće tri strategije.

1. Ciljanje monetarnih agregata (engl. *monetary aggregate target*) objašnjava strategiju koja kao svoj intermedijarni cilj izabire jedan od monetarnih agregata. Ona uključuje službenu

¹⁴ BeniĆ, Đ. (2014) Monetarna politika: Transparentnost središnje banke i ciljanja inflacije. *Ekonomski misao i praksa* [online], god XXIII., br.1., str. 241. Dostupno u: <https://hrcak.srce.hr/file/182466> [28.3.2020.]

¹⁵ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 8.

¹⁶ Ibid

objavu i ciljanje stope rasta agregata M0, M1, M2 ili M3. Temelji se na Friedmanovoj tezi da središnja banka može kontrolom ponude novca djelovati na opću razinu cijena i inflacijska očekivanja javnosti.¹⁷ Strategija funkcionira na principu **pouzdanе veze** između ciljane varijable (inflacije) i ciljanih monetarnih agregata (M0, M1, M2 ili M3). Glavni problem koji nastaje je slaba veza između varijable i monetarnih agregata. Tu vezu najviše oslabljuju velike promjene u brzini optjecaja i nestabilna potražnja za novcem, koju je nemoguće kontrolirati. Ukoliko je šok na strani potražnje velik, veza slabi i time ciljanje agregata vodi velikim devijacijama kamatne stope od optimalne razine, što će rezultirati volatilnosti inflacije, outputa i kamatnih stopa, a time i gubitkom vjerodostojnosti središnje banke. To je razlog zbog kojeg su središnje banke u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju radije koriste druge monetarne strategije. Države koje koriste ovu strategiju karakterizira veća stopa inflacije u odnosu na razvijene zemlje. Također, istraživanje je pokazalo da je veza između monetarnih agregata i inflacije stabilna za zemlje sa stopama inflacije preko 10%, dok je za zemlje sa stopama inflacije ispod 10% ta veza iznimno slaba.¹⁸ Navedeno se ne može sa sigurnošću potvrditi, već se izbor monetarne strategije bolje može povezati uz strukturna obilježja njihovog gospodarstva, uključujući nerazvijenu institucionalnu, ekonomsku i financijsku strukturu.¹⁹

2. Strategijom ciljanja deviznog tečaja (engl. *exchange rate target*) smatra se (i) fluktuiranje domaće valute unutar unaprijed objavljenih granica, npr. $\pm 2\%$ u razdoblju 6 mjeseci i više ili (ii) fiksni devizni tečaj gdje je domaća valuta vezana za jednu stranu valutu ili košaricu valuta. U oba slučaja stabilan devizni tečaj predstavlja službeno i javno objavljeni intermedijarni cilj za postizanje stabilnosti cijena u kratkom, srednjem i dugom roku. Ovom strategijom središnja banka nastoji koristiti devizni tečaj kao komunikacijski kanal što rezultira da su inflacijska očekivanja javnosti određena prvenstveno fluktuacijama tečaja, a manje osjetljiva ili neosjetljiva na kretanje kamatnjaka, ponude novca, stupanj iskorištenosti kapaciteta itd. Strategija ciljanja deviznog tečaja karakteristična je za zemlje koje imaju niski financijski i institucionalni razvoj s velikom trgovinskom otvorenošću koja pospješuje kretanje međunarodnih tokova novca i kapitala. Ova strategija učinkovita je u suzbijanju inflacijskih očekivanja u uvjetima neizgrađenog povjerenja u domaću valutu zbog

¹⁷ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 2.

¹⁸ De Grauwe, P. (2007): *Economics of Monetary Union*. SAD, New York: Oxford University Press, str. 209.

¹⁹ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 3.

povijesnih iskustva višegodišnjih i snažnih pritisaka što je evidentno u zemljama bivše Jugoslavije.²⁰ Što se tiče fiksno vezanog deviznog tečaja, postoje režimi valutnog odbora i dolarizacije valute. U valutnom odboru domaća valuta ima 100 postotno pokriće, ponekad i veće od 100%, u nekoj stranoj valuti (npr. američkom dolaru ili euru). Središnje banke ovih država određuju fiksni tečaj s valutom za koju se domaća valuta vezuje. Ovaj oblik stavlja monetarnu politiku domaće središnje banke u način „autopilota“ jer država ovisi o kretanju strane valute.

Dolarizacija podrazumijeva potpunu zamjenu domaće valute sa stranom valutom (npr. američki dolar). Na taj način domaća valuta se potpuno izjednačava s valutom vezivanja. Dolarizacija predstavlja jaču povezanost domaće valute sa stranom valutom od valutnog odbora iz razloga jer je puno skuplje, ali ne i nemoguće, za domaću središnju banku da vrati kontrolu nad vlastitom monetarnom politikom i da promijeni paritet gotovo nepostojeće domaće valute.²¹ Jedan od nedostataka ove strategije je gubitak monetarne politike i monetarne neovisnosti kojima se može obraniti od unutarnjih (domaćih) šokova. Nadalje, kretanje domaćih kamatnjaka determinirano je kretanjem kamatnjaka u zemlji sidra, dok razliku u vidu većih domaćih kamatnjaka predstavlja premija rizika koja je karakteristična za ovakve sustave sidra jer postoji kontinuirana izloženost takvih zemalja špekulativnom napadu na valutu. Strategiju ciljanja deviznog tečaja ima ukupno 42,2% ili 81 članica MMF-a. Neće se navoditi sve članice nego će se spomenuti samo neke od zemalja:

- zemlje koje su unilateralno uvele jednu od valuta (engl. *no separate legal tender*): **Kosovo, Crna Gora** (uvele su euro kao domaću valutu),
- zemlje su u sustavu valutnog odbora: **Bosna i Hercegovina i Bugarska** (vezuju domaću valutu uz euro)
- zemlje koje ne koriste niti jedno eksplicitno sidro, ali se oslanjaju na sidro deviznog tečaja: **Hrvatska, Sjeverna Makedonija**.²²

²⁰ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 15.

²¹ Mishkin, F. S. (2001) *Monetary policy strategies for emerging market countries: Case studies from Latin America*, str. 2. Sjedinjene Američke Države: Columbia University and National Bureau of Economic Research

²² International Monetary Fund (2018) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, op. cit., str. 6 -8. Dostupno na: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/AREAER/areaer-2018-overview.ashx> [3.11.2019.]

3. Strategija ciljanja inflacije (engl. *inflation target*) smatra se krajnjom strategijom u evoluciji monetarnih strategija, jer nije moguće održavati tečaj stabilnim pri liberaliziranim kapitalnim tijekovima. Ciljanje inflacije omogućava jasno sidro za monetarnu politiku, fleksibilan devizni tečaj omogućuje manevarski prostor neovisne monetarne politike i stvara „amortizere“ za moguće vanjske šokove.²³ Ciljanje inflacije ima niz prednosti, a to su: uspješno suzbijanje inflacijskih očekivanja (inflacija se javno objavljuje), održiv ekonomski rast i aktivno vođenje monetarne politike koje daje središnjim bankama **širi manevarski prostor** u orijentiranju na širi spektar varijabla i kanala transmisije. Suzbijanje inflacije treba uzeti s mjerom opreza, javnost zna usidriti niska inflacijska očekivanja zanemarujući pad realne vrijednosti novca. Širi manevarski prostor daje središnjim bankama veći stupanj diskrecije koji im daje pravo na intervenciju, najčešće operacijama na otvorenom tržištu. Ciljanjem inflacije središnja banka se može koncentrirati na stanje u domaćoj ekonomiji prateći potencijalne domaće šokove, ne brinući toliko o deviznom tečaju. Također, ova strategija je puno razumljivija javnosti, što povećava njihovo povjerenje.²⁴ Mana ciljanja inflacije kao strategije je što se inflacija mora razviti na tržištu dobara i usluga koja su namijenjena potrošnji (odnosno na koje se odnosi indeks potrošačkih cijena kao mjera inflacije). Problem nastaje ukoliko se inflacija pojavi na tržištu imovine npr, kao što se pojavila u krizi 2008. g. Stoga, ciljanje inflacije u kratkom roku može biti nedjelotvorno u očuvanju stabilnosti cijena jer monetarna politika ne može korigirati inflacijske pritiske koje prvotno nije sama izazvala kroz ekspanziju novca i kredita.²⁵ Karakteristika zemalja regije je da su prije strategije ciljanja inflacije, sve zemlje koristile strategiju ciljanja monetarnih agregata. Prema godišnjem izvješću MMF-a iz 2018. godine, 21,4% ili 41 članica MMF-a koristi ciljanje inflacije kao monetarnu strategiju. Neke od zemalja su:

- zemlje s plivajućim režimom deviznog tečaja: **Albanija, Rumunjska.**
- zemlje s tečajem u režimu puzajućeg prilagođavanja: **Srbija**

²³ Hammond, G., Ravi Kanbur, S. M., Prasad, E. (2009) *Monetary policy frameworks for emerging markets*. Northampton, SAD: Edward Elgar Publishing Limited, str. 11.

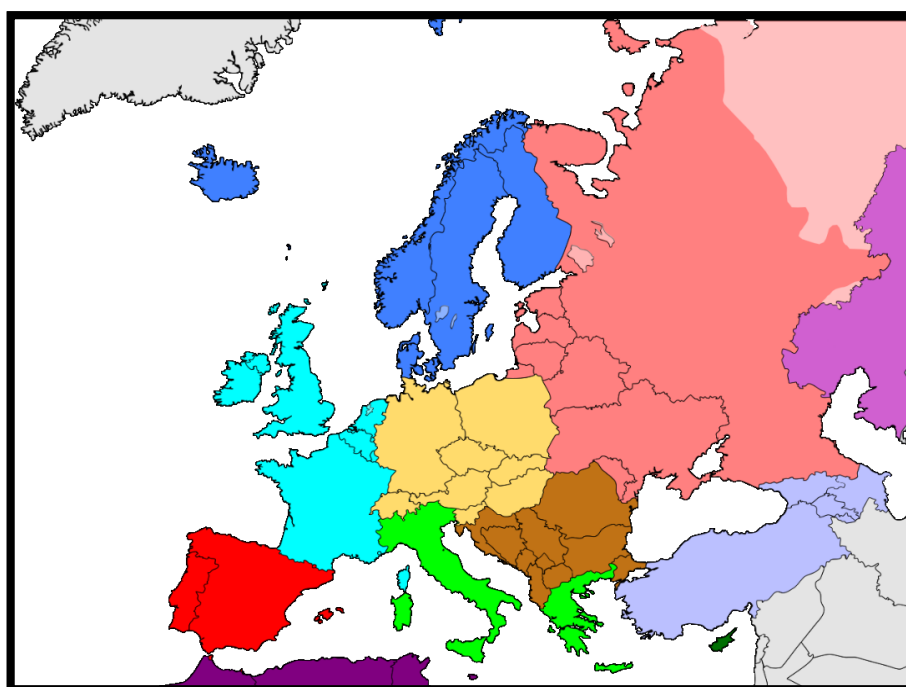
²⁴ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 3. - 7.

²⁵ Ibid.

2.2. Monetarne politike zemalja jugoistočne Europe

Jedan od glavnih izazova koji se postavlja pred središnje banke je izbor adekvatne monetarne politike i strategije, koji ovisi o velikom broju faktora. Najvažniji faktor su strukturalne karakteristike koje određuju izbor monetarne strategije, a to su: fleksibilnost nadnica, mobilnost rada, stabilnost proračuna, stupanj otvorenosti, mobilnost kapitala, diverzificiranost i sličnost proizvodne baze s zemljama trgovinskim partnerima, razlike u financijskoj strukturi (utjecaj na snagu i brzinu transmisijskog mehanizma) i endogenost u donošenju odluka monetarne strategije.²⁶

Slika 1. Regije Europe prema CIA World Factbook klasifikaciji



Izvor: CIA World Factbook, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>

Zemlje koje su predmet ovog istraživanja označene su smeđom bojom na slici 1: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Hrvatska, Kosovo, Rumunjska, Sjeverna Makedonija i Srbija koje zajedno čine zemlje jugoistočne Europe ili SEE regiju, bez istočnog dijela Turske (Tracija). Od promatranih devet država jugoistočne Europe, četiri države imaju ciljanje deviznog tečaja, a tri države ciljanje inflacije kao intermedijarni cilj. Crna Gora i Kosovo su unilateralno prihvatile euro kao svoju domaću valutu i nemaju intermedijarni cilj kao takav. Bugarska te Bosna i Hercegovina su u režimu valutnog odbora i zato im se krajnji cilj monetarne politike razlikuje od ostatka navedenih zemalja (isključujući Crnu Goru i

²⁶ Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers, op.cit., str. 11. - 33.

Kosovo). One imaju stabilnost domaće valute kao krajnji cilj zbog fiksnog vezanja svoje valute za euro i održavanja pokrića deviznih rezervi na minimalno 100% razini domaće valute. Navedeno je prikazano u tablici 1.

Tablica 1. Intermedijarni i krajnji ciljevi i tečajni režimi odabranih zemalja jugoistočne Europe u 2020. godini.

Država	Valuta	Intermedijarni cilj	Krajnji cilj	Režim deviznog tečaja
Albanija	Albanski lek (ALL)	Ciljanje inflacije	Stabilnost cijena	Plivajući režim
Bosna i Hercegovina	Konvertibilna marka (BAM)	Ciljanje deviznog tečaja	Stabilnost domaće valute	Valutni odbor
Bugarska	Bugarski lev (BGN)	Ciljanje deviznog tečaja	Stabilnost domaće valute	Valutni odbor
Crna Gora	Euro (EUR)	Euroizacija	Stabilnost financijskog sustava	Euroizacija
Kosovo	Euro (EUR)	Euroizacija	Stabilnost financijskog sustava	Euroizacija
Hrvatska	Hrvatska kuna (HRK)	Ciljanje deviznog tečaja	Stabilnost cijena	Upravlano fluktuirajući
Rumunjska	Rumunjski leu (RON)	Ciljanje inflacije	Stabilnost cijena	Plivajući režim
Sjeverna Makedonija	Makedonski denar (MKD)	Ciljanje deviznog tečaja	Stabilnost cijena	Upravlano fluktuirajući
Srbija	Srpski dinar (RSD)	Ciljanje inflacije	Stabilnost cijena	Puzajući režim

Izvor: izrada autora prema internetskim stranicama središnjih banaka

Albanija, Bugarska i Rumunjska pripadaju zemljama koje nisu bile dio bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije te je pretpostavka da je njihova ekonomska, a time i povijest monetarne politike drugačija od ostatka promatrane grupe. Fokus u ovom poglavlju stavit će se na povijesne i sadašnje strukturalne karakteristike gospodarstava koje su dovele do odabira pojedinih monetarnih strategija u vremenskom razdoblju u zadnjih 25 do 30 godina, ovisno o dostupnosti podataka.

2.2.1. Albanija

Albanija je država jugoistoka Europe populacije 2,8 milijuna stanovnika²⁷ i 28.748 km² površine. Od kraja Drugog svjetskog rata do 1990. g, Albanija je bila u socijalističkom režimu vladavine što je uključilo eliminaciju privatnog vlasništva i vanjske trgovine. U tom

²⁷ INSTAT (2018): Demography and Social Indicators, Population. [online], travanj, dostupno na <http://www.instat.gov.al/en/themes/demography-and-social-indicators/population/publication/2020/population-in-albania-1-january-2020/> [4.4.2020.]

razdoblju, dva puta je izdana nova valuta. Novija povijest financijskog sustava Albanije počinje se razvijati krajem 1990. g. njezinim ulaskom u tranzicijsku fazu s državne planske ekonomije na tržišnu ekonomiju i osnutkom *Banka e Shqipërisë*, odnosno današnje središnje banke Albanije 1992. godine. U vrijeme tranzicije, Albaniji je bilo od ključne važnosti uspostaviti kontrolu nad inflacijom koja je bila veoma volatilna. U prosincu 1992. g. iznosila je 226%, da bi samo tri godine nakon, u prosincu 1995. g. iznosila 7,79%. Kao intermedijarni cilj izabrana je monetarna baza što implicira korištenje **strategije ciljanja monetarnih agregata**.²⁸

U razdoblju 1993. – 1995. g., središnja banka provodila je monetarnu politiku visokih kamatnih stopa kako bi privukla novac u bankovni sustav, no ne zadugo. Zbog siromaštva i lake zarade u razdoblju 1993. – 1997. g., došlo je do razvoja neformalnog tržišta i bujanja tzv. piramida sreće, engl. *pyramid schemes*. Radi se o poslovnom modelu u kojem ne postoji ponuda proizvoda ili usluga, već model funkcionira na temelju ulaganja određene svote novca (članarine) s obećanjem vrlo visokih povrata novca (često i višim kamatnim stopama povrata od banaka) s dokazom ulaganja u neki oblik lukrativnog poslovanja. Mnoge obitelji u Albaniji uložile su svu ušteđevinu, a neke su uzimale i kredite od banaka. Kako bi zavarale ulagače, 17 albanskih tvrtki prividno su ulagale novac u investicije kako bi potaknule povjerenje. Cjelokupni novac u svim albanskim piramidalnim shemama iznosio je 1,708 milijardi američkih dolara ili 177 milijardi ALL što je oslabilo monetarnu politiku jer novac nije išao kroz bankovni sustav. Iznos u piramidalnim shemama u jednom trenutku 1996. g., iznosio čak 64% cjelokupnog BDP-a Albanije. Štoviše, 51% cjelokupnog stanovništva je uložilo svoja sredstva. Neke od najvećih tvrtki su bile: VEFA, Gjallica, Populli, Xhaffer i Sude.²⁹ Kulminacija događaja eruptirala je rane 1997. g., kada je albansko gospodarstvo ušlo u krizu primarno zbog toga što navedene kompanije nisu znale upravljati prikupljenim depozitima te su ih polagale u poslovne banke. U nadi smanjenja rezervi, banke su kupovale blagajničke zapise time i time kreditirale državu što je dovelo do tri puta veće inflacije nego u prijašnjoj godini. Demokratska stranka je smijenjena i zavladao je anarhija, što je kao posljedicu imalo pad BDP-a praćen porastom inflacije, rast kamatnih stopa, porast nezaposlenosti, krizu likvidnosti, proračunski deficit, „juriš na banke“ te deprecijaciju valute od 44,6%.³⁰ U vrijeme

²⁸ Kolasi, G. (2001) *Monetary policy regimes and Bank of Albania's attitude*, Economic Bulletin vol 3. (4). Albanija: Bank of Albania (Statistics Department), str. 295.

²⁹ Jarvis, C. (1999) *The rise and fall of the pyramid schemes in Albania*. IMF Working paper, str. 13 -21. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9998.pdf>

³⁰ Jarvis, C. (1999) *The rise and fall of the pyramid schemes in Albania*. IMF Working paper, op. cit., str. 13 -21. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9998.pdf>

krize bio je potreban kvalitetan odgovor središnje banke Albanije pravovremenom i odgovarajućom monetarnom politikom. BOA je financirala proračunski deficit od vlastitih zajmova koji su pod kolateralom (7%) te trezorskim zapisima (vlastitim i kupljenim na sekundarnom tržištu, 93%). U prosincu 1997., ona je donijela zakon koji je potaknuo njenu potpunu neovisnost i gdje su postavljeni temelji s ciljem cjenovne stabilnosti. BOA je regulirala dnevnu količinu povlačenja depozita te je osiguravala likvidnost sustava s instrumentima REPO, obratni REPO (bankama drugog reda) i lombardni kredit (poslovnim bankama). Kako bi vratila povjerenje građana, podignula je kamate na depozite u albanskim lekovima na čak 37% što je uzrokovalo veliki udio konverzija iz strane valute u albanske lekove. Priljev novaca u bankovni sistem povećao je agregat M3 što je bio pokazatelj da se polako gospodarstvo oporavlja.³¹

Samo pet godina nakon, 2002. godine, došlo je do ponovnog šoka na bankovni sustav. Donesena je odluka parlamenta o osiguranju depozita i privatizacije štednih banaka koje su imale 80% svih depozita te je Nacionalna banka za trgovanje vrijednosnim papirima promijenila vlasništvo. Problem je nastao zbog loših prijašnjih iskustava i ne informiranosti građana o funkcioniranju bankovnog sustava. Sve navedeno je rezultiralo povlačenjem depozita iz dvije najveće banke i na taj način uzrokujući paniku i problem likvidnosti sustava. Kako bi spriječila ponovni „juriš na banke“ BOA je provela edukacijske i informativne mjere kako bi objasnila depozitarima kako je bankovni sustav zdrav.³² Makroekonomski pokazatelji bili su po kontrolom čitavo vrijeme do danas osim u vrijeme globalne krize 2008. g.

2.2.2. Rumunjska

Rumunjska je zemlja koja se geografski nalazi na „raskrižju“ centralne, istočne i jugoistočne Europe s populacijom od 19.401.658 stanovnika³³ i površinom od 238.397 km². Službena valuta je rumunjski lej (rom. *Leu românesc*) te se 1 lej sastoji od 100 bana. U svojoj monetarnoj povijesti, postojala su četiri rumunjska leja. Prvi rumunjski lej je uveden 1867. g. u vrijeme Osmanskog carstva. Drugi lej je stupio na snagu nakon Drugog svjetskog rata u razdoblju 1947.

³¹ Pisha, A. i Vorpsi, B. (2010) *Monetary policy in Albania during 20-th century economic crises: A comparative and historical perspective*. Prezentacija za Tursku središnju banku. Istanbul, op. cit. Dostupno na: http://www3.tcmb.gov.tr/konferanslar/SEEMHN/sunumlar/Arta_Pisha-Besa%20Vorpsi.pdf [4. 4. 2020. g.]

³² Ibid [4. 4. 2020. g.]

³³ Eurostat, Population od 1st January. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00001> [8.4.2020. g.]

– 1952. g.,³⁴ treći lej je bio aktivan od 1952. g. do 2005. g., a četvrti lej je aktivan od 2005. g., pa do danas. Rumunjska monetarna politika je od Drugog svjetskog rata pa sve do pada Berlinskog zida bila veoma limitirana, posebice u vrijeme tadašnjeg predsjednika Nicolae Ceaușescu. Unatoč statističkoj nepreciznosti, opće je priznato da je između 1950. i 1975. g., rumunjska ekonomija imala jedan od najvećih rasta u svijetu. Problem je što se većinom ulagalo u **industriju**, a ne u potrošnju, čime je nastao prividan rast gospodarstva koji je vidljiv i danas, ali u drugom smislu. Od ulaska u GATT 1971. g. do 1982.g., dakle u 11 godina, inozemni dug rumunjske narastao je s 1,2 milijarde na 13 milijardi američkih dolara.³⁵ Ceaușescu je naredio tzv. „štednu politiku“ kojom je htio otplatiti inozemne dugove nastale 1970. -ih godina. Pošto je imala fiksno vezani tečaj, dug je bilo nemoguće za vratiti te je 1981. g. Rumunjska zatražila kreditnu liniju od IMF-a kao pomoć u vraćanju dugova.³⁶ Godine 1986. g., Rumunjska je otplatila pola duga³⁷, a 1989. g. potpuni dug prije predviđenog vremena da bi u siječnju 1990. g. imala 2,8 milijardi dolara suficita i 1,7 milijardi dolara deviznih rezervi.³⁸

Nakon veoma strogog i represivnog komunističkog režima, prvi znakovi promjene dolaze u prosincu 1989. godine kada je Nicolae Ceaușescu smaknut s vlasti. Ono što je zajedničko gotovo svim komunističkim zemljama je privatizacija državne imovine, koja je počela u Rumunjskoj 1992. g. transferirajući 30% dionica od 6000 državnih poduzeća prema pet najvećih fondova u kojima je svaka osoba dobila potvrdu o djeliću vlasništva.³⁹ Moderna monetarna politika Rumunjske središnje banke (NBR) počela je djelovati u punom jeku tek 1990. g. nakon njezinog izlaska iz komunističkog režima. Tranzicijsko razdoblje rumunjske ekonomije okarakterizirano je vrlo visokom i volatilnom stopom inflacije. Izbori monetarne politike ukorijenjeni su u razumijevanju inflacije kao fenomena viška agregatne potražnje. Politika se mijenjala kroz godine, tako da je u godinama (1990. – 1996.) korišteno ciljanje široke ponude novca (agregata M3), a u godinama (1997. – 2005.) snažno ciljanje razine novca. Glavni cilj tada bilo je obuzdavanje inflacije kako bi se gospodarstvo vratilo na put održivog

³⁴ Gruia, Cătălin (2012) "*Metamorfozele leului*" [online]. Rumunjska: National Geographic. Dostupno na: <https://web.archive.org/web/20130612174354/http://www.mygeographic.ro/wp-content/uploads/2012/07/Romania-0712-local-currency-department.pdf> [8.4.2020.g.]

³⁵ Georgescu, V. (1991) *The Romanians – A history*. SAD: Ohio State University Press, str. 270.

³⁶ Carey, H. F. (ed.) (2004) *Romania since 1989: Politics, Economics, and Society*. SAD: Lexington Books, op. cit, str. 374.

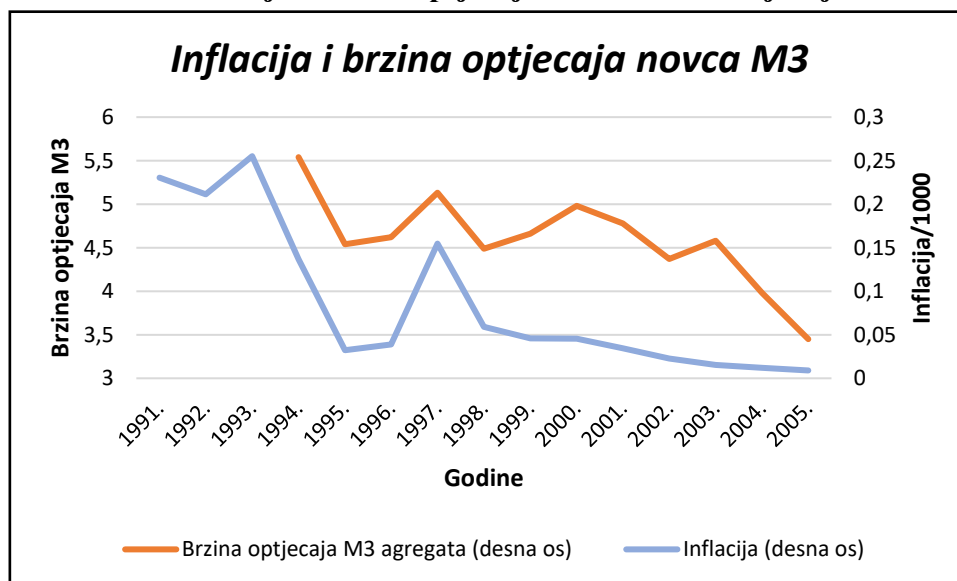
³⁷ The New York Times (1986) *Debt halved, Romania says*. The New York Times Archives, 28. studenog, str. 6, sekcija D.

³⁸ Roper, S. D. (2000) *The Unfinished Revolution (Postcommunist States and Nations)*. Nizozemska: Harwood academic publishers, str. 88.

³⁹ Budina, N., Maliszewski, W., de Menil, G. i Turlea, G. (2006) *Money, inflation and output in Romania, 1992 – 2000*. Journal of International Money and Finance (25.), str. 3.

ekonomskog rasta. Taj cilj se htio ostvariti „sidrom“ monetarne politike koje bi očuvalo neovisnost središnje banke. Ovaj je način prikladan za ekonomije koje u isto vrijeme imaju šok na strani potražnje za novcem i poteškoće konkurencije u okvirima vanjske trgovine.⁴⁰ Unatoč formalnoj strategiji ciljanja monetarnih agregata, naglasak monetarne politike za suzbijanje inflacije stavljen je na tečaj koji više nije bio fiksiran, već u režimu plivajućeg deviznog tečaja.⁴¹ Na grafikonu 1. prikazana je brzina optjecaja novca M3 i inflacija. Radi lakšeg grafičkog prikaza, desna okomita os, odnosno stopa inflacije je podijeljena s 1000, a lijeva okomita os prikazuje brzinu optjecaja novca u agregatu M3. Kao što je vidljivo na grafikonu, u godinama do 2000. g., brzina optjecaja novca pospješivala je rast inflacije i obrnuto. No, bitno je napomenuti da smanjenje inflacije od 1998. g. na dalje nije bilo toliko povezano sa smanjenjem monetarne baze M3 koliko je bilo s deviznim tečajem jer je brzina optjecaja novca i dalje relativno visoka nakon 1998. godine, što dokazuje orijentaciju NBR-a na devizni tečaj. Monetarna strategija ciljanja monetarnih agregata koristila se od 1990. g. do 2005. g., kada je uvedena **monetarna strategija ciljanja inflacije**.

Grafikon 1. Inflacija i brzina optjecaja novca u Rumunjskoj



Izvor: izrada autora prema podacima *IMF Statistical Appendix* i Svjetske Banke

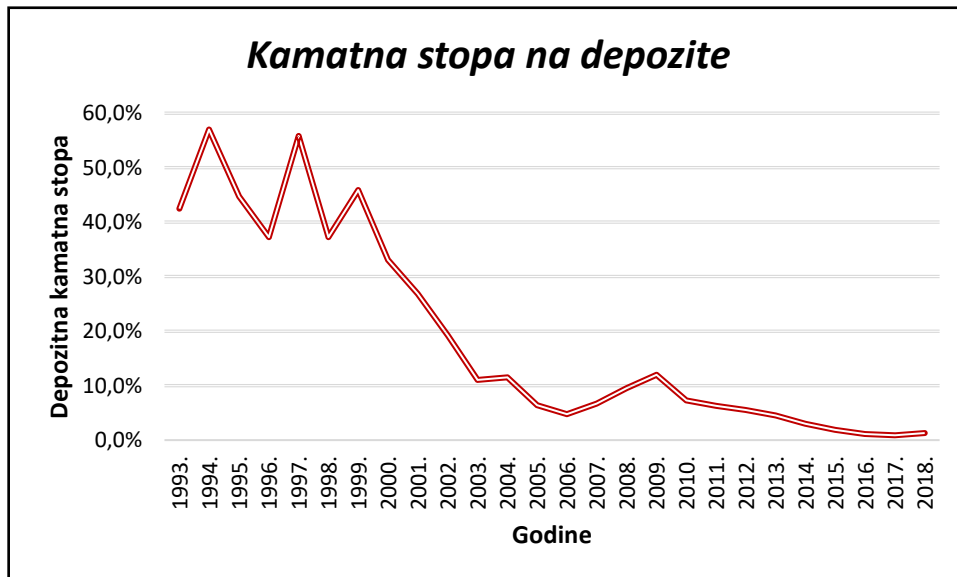
Tečaj je igrao ključnu ulogu u rumunjskoj novijoj povijesti. Postoji čvrsta veza između inflacije i tečaja, koja se pokazala ključna za makroekonomsku politiku. Smanjenjem inflacije na jednoznamenkastu brojku, nastao je začarani krug. Niska inflacija može biti ostvarena samo

⁴⁰ Gabor, D. (2008) *From Rhetoric to Practice in Monetary Policy: A Romanian Perspective*, Comparative Economic Studies (50). Ujedinjeno Kraljevstvo: University of Sterling, Department of Economics, str. 516. - 518.

⁴¹ Ibid, str. 517.

držanjem tečaja precijenjenim, na taj način pogoršavajući trgovinski deficit, što ne bi bilo problematično dok postoji obilje deviznih rezervi i dok postoje inozemne investicije koje su se privlačile visokim kamatnim stopama na depozite koje su prikazane na grafikonu 2.

Grafikon 2. Kamatna stopa na depozite u razdoblju 1993. – 2018. godine



Izvor: izrada autora prema statističkim podacima IMF-a

NBR je precijenjivao tečaj na dovoljno visokoj razini da potakne pad inflacije, ali opet ne dovoljno nisko da ne potakne još veći deficit vanjske trgovine koji bi mogao utjecati na povjerenje inozemnih investitora što bi konačno dovelo do deprecijacije i inflacije. U vremenima manjka inozemnog kapitala, koristile bi se devizne rezerve za održavanje leja. Suprotno, u vremenima viška inozemnog kapitala, aprecijacija valute bi se spriječila kupovanjem deviza na deviznom tržištu. Ekonomija je ovisila o snažnom priljevu deviza u zemlju, zbog tečaja te zbog strukture platne bilance. Kod strategije ciljanja monetarnih agregata, praksa je pokazala da se za spuštanje inflacije obično koristi devizni tečaj i operacije sterilizacije. Međutim, sterilizacije nisu poduzete u strogom smislu ciljanja monetarnih agregata kako bi se izolirale devizne pričuve od intervencija na deviznom tržištu (jer sterilizacije nisu uspjele ukloniti masivni višak likvidnosti u sustavu), već je sterilizacija služila kao pomoćni instrument upravljano plivajućem tečaju. Odnosno, služila je kao sredstvo za privlačenje stranog kapitala nudeći **visok povrat inozemnim investitorima**. Ova politika je dovela NBR u nepovoljnu poziciju s poslovnim bankama, odnosno dogodio se začaran krug gdje je strani kapital ubirao profit iz očekivanja moguće aprecijacije tečaja te iz visokih povrata na bankovnim depozitima. Poslovne banke su ovisile o likvidnosti na deviznom tržištu, te bi manjak povjerenja inozemnih investicija natjerao NBR na striktnu sterilizacijske mjere,

tjerajući poslovne banke na tržište novca kako bi zadovoljile obvezne rezerve i trend rasta kamatnih stopa.

U kolovozu 2005. g., NBR je prihvatila ciljanje inflacije kao strategiju monetarne politike s glavnim instrumentom kamatne stope (prekonoćne kamatne stope). U skladu s novom strategijom ciljanja inflacije, NBR je morala napustiti direktne intervencije na deviznom tržištu, ali s epitetom „fleksibilnog“ ciljanja inflacije i pomnog praćenja deviznog tržišta. To je predstavljalo problem promjene nominalnog sidra jer je aprecijacija/deprecijacija deviznog tečaja imala snažan utjecaj na promjene troškova i cijena. Liberalizacija kapitala je povećana dopuštajući ne rezidentima pristup bankovnim računima u domaćoj valuti, za koju se NBR pribojavao da će biti iskorištena od strane špekulanata. NBR je donio odluku da će s jedne strane inflaciju stabilizirati smanjenjem kamatnih stopa, a s druge strane će se postupno povlačiti s deviznog tržišta zbog straha od stimuliranja agregatne potražnje i na taj način ograničiti nominalnu aprecijaciju domaće valute.

Više o rumunjskoj monetarnoj strategiji, transmisijskim mehanizmima i ulasku u ERM II bit će obrađeno u poglavljima 2.3., 4.2. i 4.3.

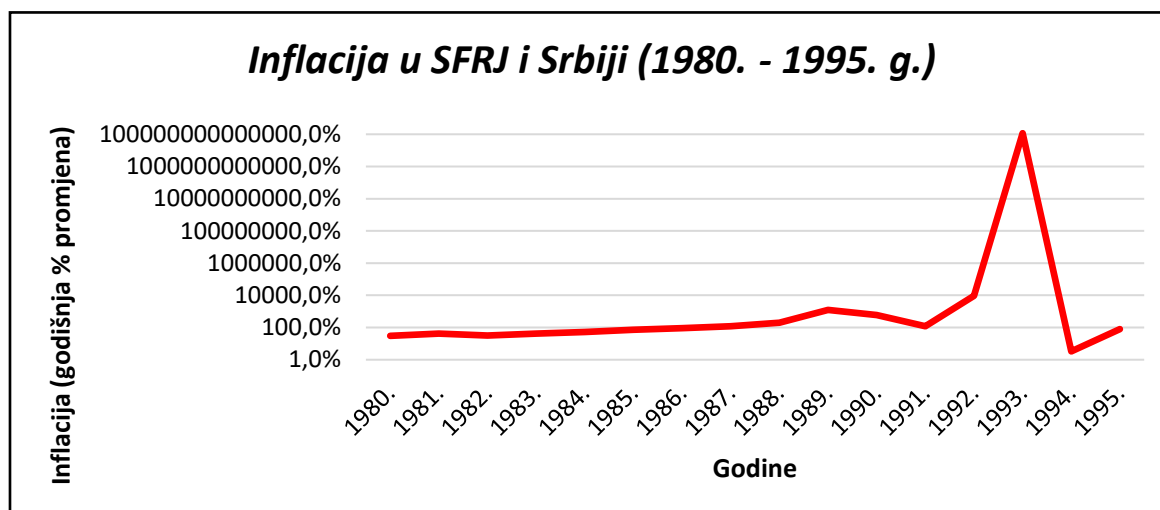
2.2.3. Srbija

Srbija je zemlja jugoistočne Europe s populacijom 6.963,764 stanovnika⁴² i površinom 77.474 km². Povijesno gledano, za razliku od Albanije, Rumunjske i Bugarske, Srbija je bila dio Jugoslavije zajedno sa Slovenijom, Bosnom i Hercegovinom, Hrvatskom, Crnom Gorom, Sjevernom Makedonijom i Kosovom. Nakon Drugog Svjetskog rata cijela zemlja je preuzela socijalistički planski oblik ekonomije. Dio države je kolektiviziran, a dio je nacionaliziran i redistribuiran. Jugoslavija nije bila organizirana kao druge socijalističke zemlje, već je imala tržišni mehanizam i poduzetnički duh za razliku od ostalih socijalističkih zemalja. Narodna Banka Jugoslavije je koristila neadekvatne instrumente monetarne politike, posebice nakon 1974. g. Držala je nisku nominalnu kamatnu stopu, dok je realna kamatna stopa bila negativna (korigirano za inflaciju), što je dovelo do kreditne ekspanzije i dodatne likvidnosti u bankovnom sustavu. U 1980.-im središnja banka pokušala je provesti restriktivnu politiku koja je bila neefektivna. Poduzeća su pokušala zaobići bankovno financiranje koristeći alternativne načine (npr. mjenice i zadužnice), što je dovelo do nekontroliranog rasta kredita između poduzeća i još većeg rasta inflacije zbog veće brzine optjecaja novca. Prosječna godišnja stopa inflacije je

⁴² Eurostat, Population od 1st January, op. cit. Dostupno na: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00001> [10.4.2020. g.]

progresivno rasla, od 30% 1980. g. na troznamenkaste brojke u 1987. i 1988. da bi došlo do hiperinflacije u 1989. g. (1252%).⁴³ Razvoj Jugoslavije se u '70.-im godinama bazirao na inozemnim zajmovima i inozemnom financiranju. Rezultat toga doveo je do rasta vanjskog duga s 2 milijarde USD 1970. g. na 14 milijardi USD 1979. g. te nakon drugog naftnog šoka na 18 milijardi USD 1980. g. Najveći problem tadašnje Jugoslavije i Srbije je bilo održavanje stabilnosti cijena. Kroz cijelu povijest država je imala problema s inflacijom, posebice krajem '80.-ih i početkom '90.-ih godina prošlog stoljeća. Kretanje inflacije prikazano je na grafikonu 3. Najveća inflacija dogodila se u siječnju 1994. g., kada je u jednom danu cijena rasla prosječno 60% dnevno, odnosno 313 milijuna % mjesečno što ju je učinilo trećom najvećom inflacijom ikada, odmah nakon mađarske inflacije 1945.–1946. g. te Zimbabvea 2008. godine. K tome, hiperinflacija je trajala 24 mjeseca čineći je drugom najdužom hiperinflacijom nakon Ruske 1920.-ih koja je trajala 26 mjeseci.⁴⁴

Grafikon 3. Inflacija u SFRJ i Srbiji (1980. – 1995.g.)



Izvor: izrada autora prema Uvalić, M. (2010) *Serbia's Transition: Towards better future*. Ujedinjeno Kraljevstvo, London: Palgrave Macmillan, str. 23 i str. 54.

Kako bi se smanjila inflacija 1989. g, donesen je novi antiinflatorni program Ante Markovića u nadi stabilizacije države. Program je bio baziran na „šok terapiji“ gdje je glavnu ulogu igrao devizni tečaj koji je ovim programom bio čvrsto vezan za njemačku marku. Neke od ostalih mjera su bile „zamrzavanje“ nadnica, veće monetarne kontrole, liberalizacije 75% cijena i liberalizacije 95% uvoza.⁴⁵ Problem ovog programa je što „šok terapija“ može biti učinkovita

⁴³ Ibid

⁴⁴ Uvalić, M. (2010) *Serbia's Transition: Towards better future*. Ujedinjeno Kraljevstvo, London: Palgrave Macmillan, str. 56.

⁴⁵ Žižmond, E. (1992) *The collapse of the Yugoslav Economy* [online]. Soviet Studies, Vol. 44, br. 1. Taylor & Francis, op. cit., str. 107. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/152249> [11.4.2020.]

do određene razine inflacije koja je najčešće uzrokovane inflacijskim očekivanjima, a ne „cost-push“ inflacijom.⁴⁶

Nakon službenog raspada Jugoslavije 27. travnja 1992. g., Srbija i Crna Gora, odnosno treća Jugoslavija je doživjela potpuni ekonomski kolaps zvan hiperstagflacija, odnosno razdoblje visoke inflacije i stagnacije ili pada BDP-a. Loše ekonomsko stanje odraz je kolapsa interregionalne trgovine, gubitka tržišta s ostalim Jugoslavenskim republikama, vojnih konflikata, sankcija od strane inozemstva te lošeg vođenja ekonomske politike (monetarne i fiskalne). Naime, Srbija (treća Jugoslavija) je tada bila u najdubljoj recesiji od svih tranzicijskih država, poglavito zbog jedne od najviših i najdužih hiperinflacija ikada zabilježenih u ekonomskoj povijesti, vidljivo na grafikonu 3.

U navedenom razdoblju, središnja banka je izgubila potpunu kontrolu nad ponudom novca jer se novac izdavao ilegalno u četiri regionalne centralne banke (Srbija, Crna Gora, Vojvodina i Kosovo) te u kućanstvima koje su izdavale čekove bez bankovnog pokrića. Pokrivanje javnog deficita kroz tiskanje novca je izravno doprinijelo inflaciji, dok je inflacija kontinuirano smanjivala stvarnu vrijednost javnih prihoda (tzv. Olivera-Tanzi efekt) te na taj način pridonijela sve većem javnom deficitu što je zauzvrat zahtijevalo dodatnu novčanu emisiju.⁴⁷ Službeni tečaj u lipnju 1992. g. je bio $YD\ 200 = DM\ 1$, dok je tečaj na crnom tržištu bio šest puta veći, $YD\ 1200 = DM\ 1$. Stabilizacijski program Markovića se pokazao neuspješnim jer je od prosinca '89.-te do lipnja '92. g. tečaj deprecirao s $DM\ 1 = YD\ 7$ na $DM\ 1 = YD\ 1200$, što je 99,42%. Hiperinflacija je konačno zaustavljena 1994. g., tzv. Avramovićevim stabilizacijskim programom koji je u potpunosti zaustavio tiskanje starih dinara te zamrznuo cijene u starim dinarima te je uveo valutni odbor.

Nakon 2000. g., brojne financijske reforme su uslijedile u financijskom sektoru (privatizacija, dolazak stranih banaka, itd.) koje su rezultirale porastom povjerenja građana u bankarski sektor čime se također počelo vraćati povjerenje u domaću valutu. Dolazak stranih banaka i postojanje konkurencije imale su kritičnu ulogu u cijelom procesu.⁴⁸ Kako bi se vratilo povjerenje u dinar, koji je kao rezultat hiperinflacije izgubio osnovne funkcije (sredstva plaćanja i sredstva čuvanja vrijednosti), Srbija je morala izgraditi okruženje s niskom i stabilnom inflacijom kao osnovnim

⁴⁶ Ibid, str. 108.

⁴⁷ Uvalić, M. (2010) *Serbia's Transition: Towards better future*. Ujedinjeno Kraljevstvo, London: Palgrave Macmillan, op. cit., str. 55 – 56..

⁴⁸ Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 2.

uvjetom za održiv ekonomski rast što je i djelomično uspjela uvođenjem strategijom ciljanja inflacije, o kojoj će biti više govora u poglavlju 2.3.

2.2.4. Bosna i Hercegovina

Ostale države Jugoslavije neće biti u tolikoj mjeri analizirane pošto dijele istu povijest do ranih 1990-ih. kao i Srbija.

Bosna i Hercegovina je država s populacijom od oko 3,5 milijuna stanovnika⁴⁹ s površinom od 51.129 km². Ona je mala, otvorena i tranzicijska ekonomija s velikim nepovjerenjem u lokalnu vlast i institucije. Za vrijeme rata 1990.-ih godina bosanskohercegovačka ekonomija je mnogo pretrpjela kada se zabilježio pad BDP-a od 90% (isključujući usluge) između 1990. – 1995. g. Danas je ekonomija ostala krhka, primarno vođena potrošnjom i ranjiva na eksterne šokove. Državna valuta zvana konvertibilna marka (BAM) uvedena je 1998. g. te je bila vezana za njemačku marku u omjeru 1:1, a kasnije nakon uvođenja eura, vezana za euro u odnosu 1 EUR = 1,95583 BAM. Do danas, Bosna i Hercegovina i Bugarska imaju najdulje režim valutnog odbora na svijetu. Interesantna činjenica je da se za BiH smatralo da će imati valutni odbor najviše 6 godina.⁵⁰

Monetarna politika BiH je praktično nepostojeća, s velikom limitiranošću zbog režima valutnog odbora. Iako valuta BiH nosi ime konvertibilna marka (KM) ona to nije jer se njome ne može trgovati na FOREX (deviznom) tržištu niti u bilo kojem obliku na financijskim tržištima. Problem valutnog odbora je što se vrijednost valute ne određuje na deviznom tržištu, već ju određuje država. Bosanskohercegovačka trgovina nije u ravnoteži, više uvozi (55,8% BDP-a), nego što izvozi (40,59%) prema podacima iz 2018. godine⁵¹ što govori da država mora kupovati stranu valutu, čineći KM precijenjenom, no sa stabilnom inflacijom. Zbog niske razine konkurentnosti, produktivnosti rada i liberalizacije vanjske trgovine u kontekstu europskih integracija, BiH ima dugogodišnji, visoki vanjskotrgovinski deficit koji dominira u strukturi njezine platne bilance. Kad država ili banke posuđuju u stranim valutama u inozemstvu, one moraju izvršiti konverziju strane valute u domaću valutu, tako stvarajući primarni novac koji se može dalje umnožiti u depozitni novac. Svi proračuni (državni, regionalni, lokalni) su

⁴⁹ Eurostat, Population od 1st January. Dostupno na:

<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00001> [8.4.2020. g.]

⁵⁰ Marić, Ž. (2017) *Currency Board Policy and Economic Development of Bosnia and Herzegovina in the Context of European integration*. Acta Economica, Vol. 15, br. 27., str. 12.

⁵¹ Svjetska Banka (2020) World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files, Exports of goods and services (% of GDP) [online]. Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?end=2018&locations=AL-BA-BG-HR-RO-XK-RS-MK-ME&start=2014> [30.4.2020.]

uglavnom potrošački gdje su banke dominantne u pružanju potrošačkih kredita. Dakle, primarna emisija novca ne ide u proizvodnju, već u konačnu potrošnju koja je podmirena iz vanjskotrgovinskog deficita. On se mora financirati u stranoj valuti kupljenoj od središnje banke. Na taj način u većini slučajeva, količina prethodno emitiranog novac se povlači. Dakle, deficit tekućeg računa se financira kupnjom deviza od središnje banke što rezultira povlačenjem domaće valute koja je prethodno izdana otkupom deviza od stranog zaduživanja. Rezultati ovog procesa su stabilne cijene, precijenjena valuta, vrlo niska proizvodnja i zaposlenost, uz stalni porast u vanjskog duga.⁵² Valutni odbor stvara iluziju stabilnosti cijena i samopouzdanja stranih ulagača. Naime, cijene su stabilne jer nema deprecijacije i uvozne inflacije zbog zakonskih odredbi valutnog odbora (fiksna nominalno devizni tečaj), zbog kojeg domaći proizvođači ne mogu povećati cijene zbog strane konkurencije, jer bi to uzrokovalo još veću precijenjenost domaće valute. Stoga govori se o administrativnoj, a ne o tržišnoj stabilnosti cijena. Vanjski dug i inozemni transferi i dalje održavaju dovoljnu razinu bruto međunarodnih pričuva te zajedno s novčanom masom stvaraju iluziju financijske stabilnosti. Financijska stabilnost u BiH će biti moguća sve dok postoji način za inozemno zaduživanje. Kada se dosegne gornja granica zaduživanja, sve veći inozemni dug u budućnosti postat će ključno ograničenje financijske održivosti. Dugoročno funkcioniranje gospodarstva na načelima valutnog odbora će biti moguće sve dok devizne rezerve i novčana masa ne počnu značajno padati. Kada se to dogodi, vlada će morati prodati državna poduzeća i prirodne resurse, potpuno izgubiti svoj ekonomsku suverenitet te otići u bankrot.⁵³

Valutni odbor sa niskom stopom produktivnosti i liberaliziranom inozemnom trgovinom je uzrok precijenjene konvertibilne marke. Sva domaća bosanskohercegovačka poduzeća imaju troškove u domaćoj precijenjenoj valuti, dok su prihodi zarađeni od izvoza denominirani u stranoj valuti. Na taj način najveći „gubitnici“ u trgovini su bosanskohercegovački izvoznici koji nisu konkurentni niti na domaćem tržištu niti stranom tržištu jer domaći potrošači kupuju jeftinija uvozna dobra. Na ovaj način precijenjena domaća valuta potiče deindustrijalizaciju (prelazak na tercijarni sektor), bankrot i visoku nezaposlenost (18,4% od ukupne radne snage⁵⁴). Iz ovih razloga, bankovni sektor, kao najrazvijeniji u gospodarstvu, omogućuje kredite ponajviše za krajnju potrošnju dobara (iz uvoza). Precijenjena domaća valuta pogoduje

⁵² Ibid, Marić, Ž. str. 14

⁵³ Marić, Ž. (2017) Currency Board Policy and Economic Development of Bosnia and Herzegovina in the Context of European integration. *Acta Economica*, Vol. 15, br. 27., op. cit., str. 14.

⁵⁴ Svjetska Banka (2020) Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?end=2018&locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME&start=2014> [1.5.2020.]

bankarskom sektor i njegovom razvoju. Privatizirani bankarski sektor koji je uglavnom u stranom vlasništvu, alocira raspoloživa sredstva u potrošačke zajmove za kupnju uvezene robe, a ne u investicijske zajmove/kredite za domaću proizvodnju. Bankarski sektor u BiH posuđuje u stranim podcijenjenim valutama (npr. u eurima) i ostvaruje kamatne prihode u precijenjenoj domaćoj valuti (u konvertibilnoj marki) na relativno visoke kamatne stope. Stoga je bankarski sektor jedan od najprofitabilnijih sektora, dok je ekonomija BiH u kroničnoj recesiji. Također, trgovina je razvijena zbog profitabilnosti u kupnji podcijenjenih uvoznih dobara u stranoj valuti i prodaji u precijenjenoj domaćoj valuti. Trgovinski i bankarski sektor su zbog toga u funkciji trgovinskog deficita.⁵⁵

2.2.5. Bugarska

Bugarska je kao i Albanija, u svojoj povijesti promijenila svoju valutu četiri puta. Današnji, četvrti bugarski lev je uveden 5. srpnja 1999. godine gdje je 1 novi lev = 1 DEM, odnosno 1€ = 1.95583 leva.

Tijekom 1990. -ih godina bugarska ekonomija je bila krhka i nestabilna te je u tom razdoblju imala tri velike krize bankovnog sektora. Posljednja kriza 1996. – 1997. g., je najdublja te sadrži dvije krize u jednoj, bankovnu i tečajnu krizu. Kriza je obuhvatila jednu trećinu bankovnog sektora neovisno o vlasništvu (državno/privatno). Posljedica krize su bili problemi likvidnosti i solventnosti banaka koji su se pogoršali promjenom tečaja.⁵⁶ Gledajući iz široke perspektive, uzrok krizi bile su spore strukturalne reforme, nedovoljna prudencijalna regulacija i nerazumne prakse kreditiranja, kako stanovništvu tako i poduzećima. Uzročno-posljedična veza između bankarske i tečajne krize očituje se u nemogućnosti djelovanja bugarske središnje banke u situaciji kada dođe do povlačenja depozita, tzv. *run on the bank* te u stabilizaciji deviznog tečaja. Bitno je napomenuti da je prije nastupanja same krize '95. g., inflacija od 62% već bila prisutna. Naime, BNB je pokušala izvući ekonomiju iz krize ekspanzivnom monetarnom politikom što je potaklo kolaps deviznog tečaja rane 1997. g. Dvoznamenkasta inflacija u ljeto 1996. g. nagovijestila je pad kamatne stope na depozite, s tim da je realna kamatna stopa na depozite bila negativna, što je uzrokovalo povlačenje depozita. BNB je u prošlosti financirala

⁵⁵ Marić, Ž. (2017) *Currency Board Policy and Economic Development of Bosnia and Herzegovina in the Context of European integration*. Acta Economica, Vol. 15, br. 27., op. cit., str. 17. – 18.

⁵⁶ Roussenova, L. (2002) *The 1996-1997 financial crisis in Bulgaria*. Poljska, Varšava: International Seminar on Comparative Experiences in Confronting Banking Sector Problems in Central/Eastern Europe and Central Asia, str. 2.

problematične poslovne banke bez kolaterala, što je uzrokovalo porast primarnog novca ali ne i ponude novca zbog smanjenog multiplikatora rezultirajući gubitkom povjerenja u domaću valutu i bankovni sustav.⁵⁷ Kako bi se smanjila deprecijacija bugarskog leva, središnja banka je iscrpila već oslabljenje internacionalne rezerve koje su služile za plaćanje vanjskog duga koji je iznosio više od 1,2 milijardi USD. Posljedica je deprecijacija s 500 leva = 1 USD u zadnjem kvartalu 1996. g., na 2203,5 leva = 1 USD u veljači 1997. godine. Kasnije u 1997. g., Bugarska je ušla u režim valutnog odbora (više u 2.3. i 3.2.). Karakteristika monetarne politike u valutnom odboru je veoma ograničavajuća. Utjecaji su gotovo nepostojeći sa slabim ili nikakvim učinkom na cijene i output (proizvodnju) uspoređujući s ekonomijama koje imaju slobodniji režim monetarne politike.

2.2.6. Sjeverna Makedonija

Makedonija je proglasila neovisnost od Jugoslavije 8. rujna 1991. g. u vrijeme kada je zakonsko sredstvo plaćanja bio jugoslavenski dinar. Prije neovisnosti, Sjeverna Makedonija je bila najsiromašnija republika Jugoslavije (samo 5% ukupnog saveznog proizvoda roba i usluga). U tajnosti pripremala se nova, nacionalna valuta, koja je uvedena u travnju 1992. g., ali samo u papirnatom obliku (novčanice). Tečaj makedonskog denara bio je vezan za njemačku marku, 1 MKD = 360 DEM. Godinu dana kasnije, 1993. g., uveden je „drugi denar“, odnosno izdane su kovanice. Od uvođenja prvog denara do rujna 1995.g., središnja banka Makedonije (NBRM) koristila je monetarnu strategiju ciljanja monetarnih agregata (M1) kao intermedijarni cilj. U listopadu 1995. g., središnja banka je uspostavila strategiju ciljanja nominalnog deviznog tečaja prema njemačkoj marki i nakon 2002. g. prema euru.⁵⁸

Danas je Sjeverna Makedonija najotvorenija država regije s 133,23% trgovine u BDP-u.⁵⁹ Njezin BDP per capita u američkim dolarima usklađen za PPP iznosio je u 2018. g. 16.358,67 USD, što ju grupira u još uvijek manje razvijeni dio jugoistočne Europe vidljivo na grafikonu

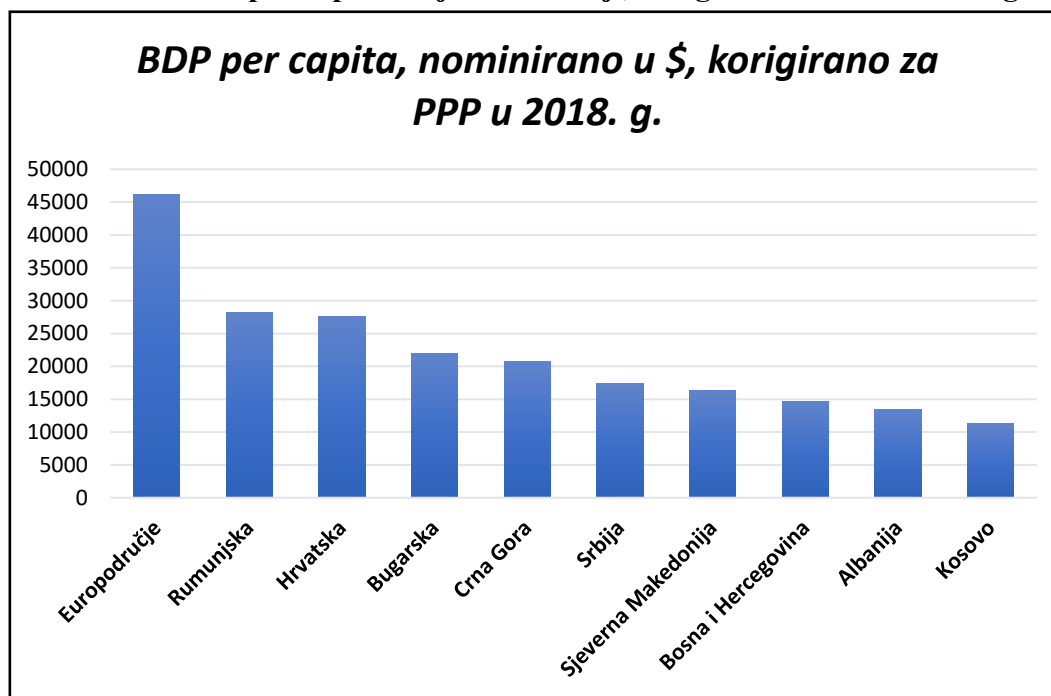
⁵⁷ Kovatchevska, P. (2000) The Banking and Currency Crises in Bulgaria: 1996 .- 1997. Poljska, Varšava: Studies & Analyses, Center for Social and Economic Research, str. 23.

⁵⁸ Središnja banka Sjeverne Makedonije, NBRM (2020) Home, Monetary policy, Design of monetary policy. Dostupno na: http://www.nbrm.mk/postavienost_na_monietarnata_politika-en.nspix [3.5.2020.]

⁵⁹ Svjetska Banka (2020) Trade (% of GDP) indicator). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK> [1.5.2020.]

4.⁶⁰ Jedan od najvećih problema Sjeverne Makedonije je visoka nezaposlenost stanovništva s 20,74% u 2018. g. Najveća nezaposlenost u regiji zabilježena je na Kosovu i iznosila je 29,42%.⁶¹ U Makedoniji se smatra da puno ljudi radi u sivoj ekonomiji, tako da je nezaposlenost u realnosti niža.

Grafikon 4. BDP per capita u Sj. Makedoniji, korigirano za PPP u 2018. g.



Izvor: izrada autora prema podacima Svjetske Banke

Kako bi se postigla stabilnost cijena kao glavni cilj monetarne politike, središnja banka koristi razne monetarne instrumente. Imajući u vidu da je odnos instrumenata i krajnjeg cilja monetarne politike složen i s vremenskim odmakom, ona prati kretanje određenih ekonomskih varijabli - operativnih i intermedijarnih ciljeva. Upravljaajući razinom kamatnih stopa, a samim tim i razinom likvidnosti u bankarskom sustavu, središnja banka Sj. Makedonije nastoji utjecati na razinu tečaja, kao intermedijarnog cilja monetarne politike. Većina fleksibilnih instrumenata središnje banke su operacije na otvorenom tržištu, koje bi se ovisno o likvidnosti u cjelokupnom bankarskom sustavu, mogle provesti operacijama kupnje/prodaje vrijednosnih papira.

⁶⁰ Svjetska Banka (2020) GDP per capita, PPP (current international \$). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?end=2018&locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK&start=2014> [1.5.2020.]

⁶¹ Svjetska Banka (2020) Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK> [1.5.2020.]

2.2.7. Hrvatska

Kao i ostale zemlje u bivšoj Jugoslaviji, Hrvatska je bila izložena izuzetno visokim razinama inflacije početkom 1990.-ih koja je uspješno iskorijenjena stabilizacijskim programom iz listopada 1993. godine. Za razliku od nekih država regije, Hrvatska nije prihvatila ciljanje monetarnih agregata, već je koristila strategiju nominalnog sidra deviznog tečaja. Danas je strategija ciljanja nominalnog sidra predmet rasprave o pravovaljanosti korištenja nakon 1995. g., a posebice početkom novog tisućljeća.⁶² Hrvatska dan danas ima najveći stupanj euroizacije u regiji, te se ona nije pokušala smanjiti niti na jedan način. Primjerice, Srbija je 2008. g. imala veći stupanj euroizacije nego li Hrvatska te je radi boljeg funkcioniranja strategije ciljanja inflacije uvela strategiju dinarizacije u ožujku 2012. g. u nadi povećanja značajnosti transmisijskog kanala kamatnjaka koja je donekle bila uspješna.⁶³ Najčešće korišten instrument monetarne politike HNB su devizne aukcije kojom se sprječava deprecijacija ili aprecijacija kune. Inflacijska očekivanja javnosti u Hrvatskoj su usidrena na tečaj kuna-euro što objašnjava zadaću središnje banke u održavanju tečaja. Monetarna politika nema i ne može imati veliki utjecaj zbog usmjerenosti na devizni tečaj gdje se povoljnom fiskalnom politikom nastoje privući inozemna direktna ulaganja.⁶⁴

2.3. Izbor monetarne strategije u odabranim zemljama

U analizi monetarnih strategija analizirat će se parametri koji mogu indicirati na prikladnost monetarne strategije. Središnje banke pri promjeni monetarne strategije moraju uzeti u obzir povijesna i prognozirana kretanja ekonomskih varijabli i karakteristike gospodarstva kako bi pravilno procijenile transmisijski učinak na cijene i proizvodnju.

Euroiziranost društva je parametar koji pokazuje u kojem udjelu subjekti u zemlji koriste stranu valutu (uključujući euro). Ona je ujedno i najznačajnija karakteristika svih zemalja jugoistočne Europe prikazana na grafikonu 5. Prikazani podaci su iz 2019. g., osim podatka za udio deviznih kredita za BiH koji je zbog nedostupnosti podataka iz 2018. godine. Podaci su obrađeni iz bilanci i izvještaja drugih monetarnih institucija (DMFI) država jugoistočne Europe. Devizni

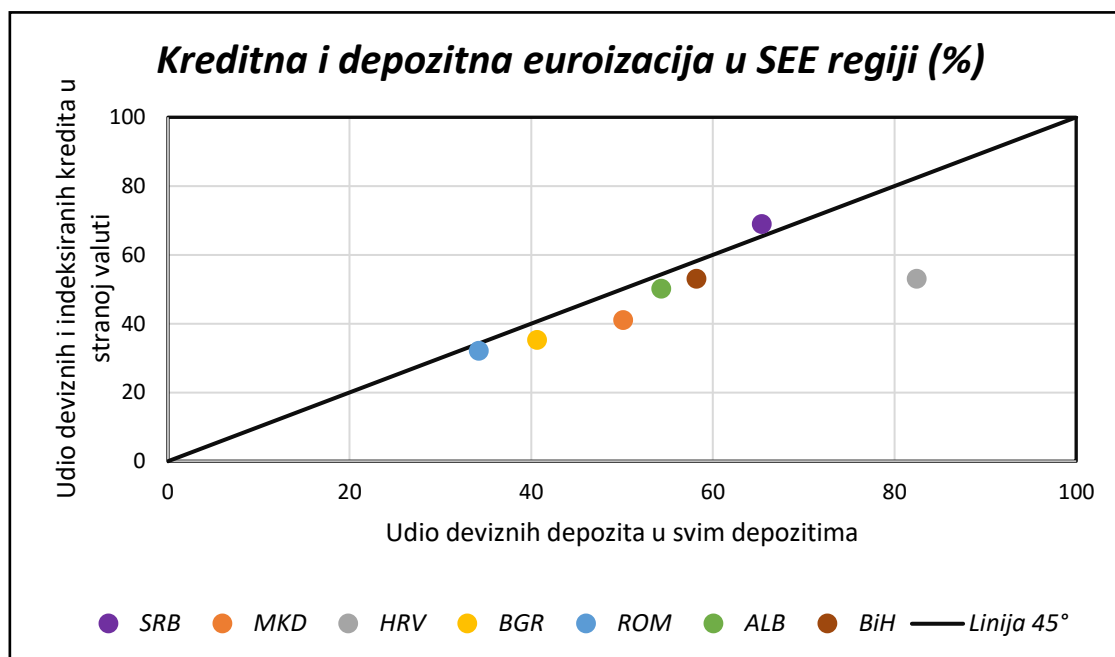
⁶² Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, str. 18. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/606944/download/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> [3.11.2019.]

⁶³ Martin, V. (2016) Veza između rezultata primene strategije dinarizacije i transmission mehanizma monetarne politike u Srbiji. *Ekonomске ideje i praksa*, prosinac, br.23., str. 37.

⁶⁴ Ibid, Ivanov, M. (2012), str. 19.

depoziti uključuju devizne depozite poduzećima i stanovništvu. Linija od 45° pokazuje stabilnost bankovnog sustava s vrijednosti 1 u omjeru kredita i depozita.

Grafikon 5. Kreditna i depozitna euroizacija u SEE regiji (%) u 2019. godini.



Izvor: izrada i izračun autora prema godišnjim i mjesečnim izvještajima, bilancama te publikacijama središnjih banaka navedenih zemalja

U Albaniji tranzicijsko razdoblje bilo je puno ekonomskih programa i monetarnih politika kojima je krajnji cilj bila stabilizacija cijena. Dokazalo se da u razdoblju ciljanja monetarnih agregata nije postojala jasna veza između inflacije i ponude novca, što dokazuje činjenica da monetarni agregati često nisu bili na planiranim razinama, a inflacija je često bila ispod ciljane razine. Također, pokazalo se da je tečaj determinanta koja uvelike određuje kretanje inflacijskih očekivanja.

Ono što je problem kod industrijske tranzicijske zemlje poput Albanije je što agregati ne mogu apsorbirati brzinu šokova koja dolazi sa strane potražnje za novcem.⁶⁵ Kontrola inflacije središnje banke samo objavom ciljanog rasta M3 agregata nije zadovoljavajuća jer postoje snažni inflacijski pritisci na kretanje deviznog tečaja te cjenovne promjene na različitim tržištima (FOREX tržište, šokovi na strane ponude, itd.). Prelaskom na ciljanje inflacije, Albanija je dobila veću razinu transparentnosti u komunikaciji prema javnosti, a time i kontrolu nad očekivanjem inflacije. Albanija je mogla kontrolirati gospodarstvo kroz kanal tečaja te kroz kanal kamatne stope koji se već 2002. g. pokazao uspješnim u kontroli likvidnosti nastalog zbog

⁶⁵ Kodheli, M. (2007) *Reasons that pushed Albania to Inflation targeting*. Verona: University of Verona: Economics Department, str. 10 - 11.

povlačenja depozita iz banaka.⁶⁶ BoA nije htjela uzeti nominalno sidro deviznog tečaja kao intermedijarni cilj jer je htjela fleksibilnost u apsorpciji na potencijalne realne šokove. Kratkoročno bi devizni tečaj bio dobar u kontroli aprecijacije nastale zbog kapitalnih priljeva, no u dugom roku ne tolikoj mjeri jer bi previše utjecao na integraciju trgovine, financijskih tržišta, razlike nominalnih i realnih šokova, sinkronizaciju poslovnih ciklusa itd. Također, BoA nije bila sigurna u fokusiranju na devizni tečaj jer nije bila sigurna može li kamatni transmisijski kanal apsorbirati promjene na deviznom tržištu.⁶⁷ Zbog sveg navedenog, Albanija je 2008. godine promijenila monetarnu strategiju na ciljanje inflacije kao svoj intermedijarni cilj.

Izbor strategije monetarne politike i prijelaz na strategiju ciljanja inflacije Rumunjske je zanimljiv. Tijekom strategije ciljanja monetarnih agregata kao tranzicijske zemlje, rumunjska antiinflacijska strategija su bile intervencije na deviznom tržištu. Rumunjska ima visoki *pass-through* deviznog tečaja na cijene, k tome veći i jači efekt proizvođačkih cijena (*cost-push* inflacije), nego potrošačkih cijena. Taj podatak govori da se deprecijacija domaće valute vremenski brzo reflektira na razinu cijena, što objašnjava prisutnost intervencija NBR-a na deviznom tržištu.⁶⁸ U Rumunjskom slučaju deficit na tekućem računu platne bilance je više razlog njegove strukturne, negoli monetarne prirode. Rumunjski visok *pass-through* deviznog tečaja na cijene objašnjava obrazac proizvodnje koji je naslijedila od planske ekonomije koja je kreirala strukturni deficit tekućeg računa i poticala deprecijaciju deviznog tečaja u povećanje troška proizvodnje i inflacije. Vanjske neravnoteže koje je imala kako postkomunistička ekonomija proizlaze iz kombinacije dvaju faktora. Prvi je količina izvoza, a drugi je snažni industrijski sektor karakterističan za planske ekonomije koji je visoko ovisan o uvoznim intermedijarnim dobrima koje čine najveći udio uvoza. Cjelokupna struktura i ekonomija je bila ovisna o uvoznim dobrima te bi mala promjena u količini uvoza jako utjecala na output industrije. Devaluacija tečaja radi dizanja cijene uvoza nije imala nikakvog efekta u prebacivanju potražnje na domaću proizvodnju koja je bila cjenovno niža, jer planska ekonomija nije dozvoljavala konkurentski uvoz, već samo supstitucijski uvoz. Ova činjenica također objašnjava visoki *pass-through* efekt i utjecaj na trošak proizvodnje koji je proizašao iz rigidne planske strukture ovisne o uvozu, gdje se devaluacija deviznog tečaja reflektira u

⁶⁶ Kodheli, M. (2007) *Reasons that pushed Albania to Inflation targeting*. Verona: University of Verona: Economics Department, op. cit., str. 12 - 13.

⁶⁷ Kodheli, M. (2007) *Reasons that pushed Albania to Inflation targeting*. Verona: University of Verona: Economics Department, op. cit., str. 39 - 40.

⁶⁸ Gabor, D. (2008) *From Rhetorics to Practice in Monetary Policy: A Romanian Perspective*, Comparative Economic Studies (50). Ujedinjeno Kraljevstvo: University of Sterling, Department of Economics, op. cit., str. 516.

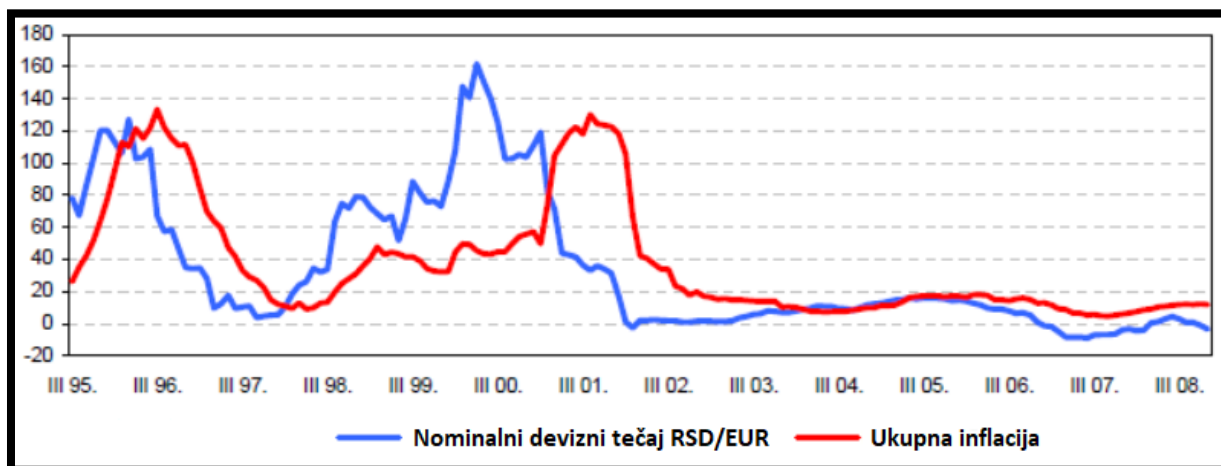
domaćim cijenama intermedijarnih inputa, uzrokujući porast troškova proizvodnje i cijena. Inflacijski proces i trajni deficit tekućeg računa rezultat su strukturalnih karakteristika rumunjskog gospodarstva, odnosno inflacija je bila usko povezana s kretanjem tečaja zbog vanjske orijentacije strukture domaće proizvodnje. Sve navedeno je ostavilo NBR-u *trade-off* između smanjenja inflacije kroz strategiju koja omogućava realnu aprecijaciju domaće valute i referentne valute koja s druge strane utječe na inozemnu konkurentnost koja može dodatno pogoršati strukturnu prirodu trgovinskog deficita.

Prelaskom na strategiju ciljanja inflacije, NBR je prihvatio kratkoročnu kamatu (prekonoćnu kamatnu stopu) kao operacijski cilj zamijenivši devizni tečaj. Poduzeli su mjere agresivne politike u smanjenju razlika između kamatnih stopa na prekonoćne kredite, depozite i nominalne kamatne stope. Bojeći se moguće inflacije stimulirajući agregatnu potražnju, NBR je simultano dopustila kontroliranu aprecijaciju domaće valute povlačeći se s deviznog tržišta. Tijekom strategije ciljanja monetarnih agregata, promjena kamatne stope imala je bitnu ulogu u operacijama sterilizacije, ne toliko u smanjenju likvidnosti koliko kao instrument upravljanog tečaja, odnosno kao sredstvo za privlačenje stranog kapitala (profit ulagača na visokim kamatama na depozite i špekulacijama na aprecijaciji). Kako bi ublažila realne aprecijacije (a time ograničila daljnje pogoršanje stanja na tekućem računu), NBR je stvorila višak likvidnosti na međubankarskom tržištu te limitirala kontrolu agregatne potražnje. U dobivanju kontrole nad kanalom kamatnjaka, morao se prekinuti krug špekulativnih kapitalnih priljeva, prekomjerne likvidnosti, sterilizacije i volatilnosti na međubankovnom tržištu. NBR je uveo sterilizacijske mjere i smanjio kamatne stope na stalno raspoloživih mogućnosti što nije urodilo plodom te su nastali manjkovi kapitala jer su se banke zaduživale negdje drugdje. Domaća valuta je počela deprecirati prvo u nominalnim, pa u realnim terminima. Poslovne banke ako su imale višak likvidnosti, nisu ga polagale kod NBR zbog toga što je kamatna stopa bila 0,0% nego su ga ulagale na tržište novca kako bi imale veće prihode. Također ako su imale manjak obvezne razine likvidnosti, radije su plaćale penale nametnute od strane središnje banke nego uzimali od novca namijenjenog za izdavanje kredita. NBR se vratila na stare mjere, sterilizirajući likvidnost kroz polaganje depozita poslovnih banaka kod središnje banke.

U Srbiji visok stupanj likvidnosti sustava praćen razdobljima hiperinflacije utjecao je na pad povjerenja građana u domaći dinar, koji je izgubio svoje osnovne funkcije: sredstvo plaćanja i sredstvo čuvanja vrijednosti. Zadatak cjenovne stabilnosti za Srbiju nije nimalo lak s obzirom na turbulentnu prošlost, visok stupanj euroizacije, očekivanja okrenuta deviznom tečaju i izloženosti gospodarstva eksternim šokovima (visokim kapitalnim priljevima). Pošto je Srbija

visoko uvozno zavisna zemlja, Srbija ima visok „*pass-through*“ efekt deviznog tečaja na cijene, odnosno visok stupanj koreliranosti deviznog tečaja i cijena.⁶⁹ Nakon strategije ciljanja monetarnih agregata, NBS je zbog priljeva kapitala imao izbor između strategije ciljanja inflacije i ciljanja deviznog tečaja

Grafikon 6. Kretanje deviznog tečaja i inflacije u Srbiji (ožujak 1995. – ožujak 2008. g., međugodišnje postotne promjene)



Izvor: Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 4.

Na grafikonu 6. u cijelom razdoblju vidljivo je da se deprecijacija tečaja veoma brzo odražavala na cijene, osim 1999. g. kada su cijene većinom bile fiksirane. Rastuća inflacija i visok priljev kapitala, koji je uzrokovao aprecijaciju su ujedno bili i glavni motivi zbog kojeg je krajem 2005. g. NBS odlučila napustiti politiku rukovođenja deviznim tečajem. Srbija je imala izbor, zadržati devizni tečaj kao efikasno nominalno sidro sagledavajući odnos troškova i koristi vođenja politike fiksnog deviznog tečaja/eurizacije ili je mogla staviti veći stupanj na fleksibilnost tečaja i usvojiti ciljanje inflacije kao monetarne strategije u nadi niske i stabilne inflacije. Srbija je u rujnu 2006. g. izabrala strategiju ciljanja inflacije u cilju veće nezavisnosti monetarne politike. Ona je izabrala ovu strategiju u nadi razvijanja drugih kanala monetarne transmisije. Putem strategije ciljanja inflacije, NBS ne djeluje na devizni tečaj direktno (intervencijama na deviznom tržištu), nego indirektno (utjecaj na tečaj se vrši promjenom referentne kamatne stope) što znači veću nezavisnost središnje banke. Ciljanje inflacije je primarno uvedeno zbog toga što je fokus prethodnog režima na realni devizni tečaj kroz deprecijaciju propao, što je dovelo do visoke inflacije, ali i do visokog deficita tekućih plaćanja. Ciljanje inflacije je

⁶⁹ Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 4.

izabrano kao jedina razumna alternativa, usprkos mnogim izazovima, kao što su nizak kredibilitet i slaba monetarna transmisija.

Euroizacija, kao što su ju prihvatile Crna Gora i Kosovo, ne bi bilo dobro rješenje za stabilnost cijena u Srbiji iz više razloga. Prije svega, u dugom roku fiksni devizni tečaj ne bi imao efikasnu kontrolu inflacije. Ukoliko gospodarstvu prijete šok, instrumentima monetarne politike se treba reagirati na šokove, a fluktuacije deviznog tečaja bi trebali biti glavni amortizeri prilagođavanja na te šokove kojih ovdje ne bi bilo. U vrijeme nakon 2005. g., Srbiju su očekivale velike strukturne promjene od kojih se znalo da će neke imati inflacijske pritiske. Nadalje, u toku je bilo progresivno otvaranje ekonomije s trenutno visokim stupnjem eurizacije te nominalno sidro deviznog tečaja ili strategija ciljanja monetarnih agregata, koja je trenutno bilo aktualna, nisu dolazili u obzir jer bi malo vjerojatno osigurali stabilnu i nisku inflaciju. Upravo iz tih razloga je strategija ciljanja inflacije bila jedina alternativa euroizaciji.⁷⁰

Bosna i Hercegovina i Bugarska su obje u režimu valutnog odbora. Bosna i Hercegovina je sama odabrala valutni odbor kao svoj režim, dok je valutni odbor u Bugarskoj bio predložen od strane IMF-a zbog dviju kriza s kulminacijom 1997. godine. U Bugarskoj je valutni odbor riješio problem visoke inflacije, prekomjerno posuđivanje središnje banke poslovnim bankama i prevelike kamatne stope na državni dug. Valutni odbor je režim koji je odličan kako bi se vratio kredibilitet u domaću valutu te bankovni sustav, posebice nakon rata. Implementacija valutnog odbora je bila puno brža od ciljanja inflacije te relativno jeftinija od implementacije ostalih monetarnih strategija. BiH je otvorena, uvozno zavisna te visoko euroizirana zemlja regije, zajedno sa Srbijom i Hrvatskom. Kao alternativu valutnom odboru, BiH je imala mogućnost uvođenja eura kao domaće valute, no to nije bilo rješenje za BiH kao što je to bilo za Crnu Goru. Ekonomski bi bilo opravdano uvesti zajedničku valutu ako su zemlje na istom stupnju razvoja i konkurentnosti. Na primjer, unutar europske monetarne unije, određeni nominalni iznos eura zapravo će biti dragocjeniji u zemljama s većom produktivnošću rada (uglavnom stare članice EU-a) i tako podcijenjen, dok u zemljama s nižom produktivnošću rada (uglavnom nove članice EU-a) euro će zapravo biti manje vrijedan i na taj način precijenjen. Zato se manje razvijene zemlje sve više zadužuju i gube ekonomski suverenitet. Bitno je napomenuti da BiH ima veoma nisku produktivnost rada (oko 30% prosjeka EU). Nadalje, da je BiH uvela euro, imala bi precijenjeni euro u startu što bi nastavilo i produbilo lošu ekonomsku

⁷⁰ Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) *Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije*. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 7.

situaciju s gubitkom ekonomskog suvereniteta.⁷¹ Ukoliko bi BiH danas mijenjala režim valutnog odbora sa slobodnim deviznim tečajem, prijetila bi joj hiper (inflacija) zbog ne konkurentnosti gdje bi uvoz još manje bio pokriven izvozom. Kako bi se eventualno razvile investicije i ekonomski razvoj, potrebna je autonomna ekspanzivna monetarna politika. To je opravdano ekonomskim faktorima (veličina i otvorenost gospodarstva, uvozna zavisnost, zamjena valute, novčane iluzije, špekulacije itd.) i ne ekonomskim faktorima (politički utjecaji, ne povjerenje u domaće institucije, korupcija, psihološki utjecaji itd.). Sve navedeno rezultiralo bi visokom inflacijom i odljevom kapitala iz BiH.⁷² Kako bi se spasilo gospodarstvo, BiH bi trebala uvesti realnu deprecijaciju i napraviti velike strukturne reforme na području državne potrošnje.

Bugarska i BiH su izabrale ovaj režim valutnog odbora zato što se vođenje nezavisne monetarne politike i fleksibilan devizni tečaj smatrao veoma skupim i u kojima je to zahtijevalo dugo vremensko razdoblje pripreme, dok je monetarno sidro bilo neophodno što prije. U slučaju Bugarske, ona je morala uvesti stabilizaciju što prije zbog visoke inflacije te je najbrži i najbolji način bio režim valutnog odbora u vraćanju povjerenja u domaću valutu i stabilizaciju razine cijena.⁷³ Nakon gotovo hiperinflacije od 1058% mjerenoj prema godišnjoj postotnoj promjeni CPI indeksa i dviju bankovnih kriza, Bugarska je uvela valutni odbor kao režim nominalnog sidra deviznog tečaja u srpnju 1997. g. Bugarskoj je prelazak na režim valutnog odbora bio nužan radi prijeko potrebne privatizacije gospodarstva. Neki smatraju da je Bugarska time izgubila prostor za rast gubitkom aktivnog vođenja monetarne politike.⁷⁴

Crna Gora i Kosovo su države jugoistočne Europe koje su 2002. g. unilateralno uvele euro i *de facto* je koriste kao domaću valutu. Stoga, nije pravno (*de jure*) određeno da je euro službena valuta, iako se tako predstavlja. Na Kosovu se rijetko koristio jugoslavenski dinar, zbog visoke inflacije i nepovjerenja u valutu. Najviše su se koristili albanski lek, njemačka marka, američki dolar i švicarski franak. Crna Gora za razliku od Bugarske i BiH nije htjela uvesti valutni odbor jer je imala veću stopu produktivnosti rada od obje navedene države,⁷⁵ te u biti nikad nije imala

⁷¹ Marić, Ž. (2017) *Currency Board Policy and Economic Development of Bosnia and Herzegovina in the Context of European integration*. Acta Economica, Vol. 15, br. 27., op. cit., str. 19. – 21.

⁷² Ibid, str. 23. – 24.

⁷³ Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 6.

⁷⁴ Pazardjiev, M. N., Vasilev A. Z. (2004) *Specificities of the Monetary Transmission Mechanism within the Bulgarian Currency Board Framework: The first five years*. Njemačka: Leibniz Information Centre for Economics, str. 1 -3.

⁷⁵ International Labour Organization (2020) ILOSTAT, Statistics on labour productivity. Dostupno na: <https://ilostat.ilo.org/topics/labour-productivity/> [1.5.2020.]

svoju valutu osim jedno desetljeće na početku 20. stoljeća (crnogorski perper). Također, jedan od razloga prihvaćanja eura je otvorenost ekonomije te karakteristika turistički receptivne zemlje. Prije uvođenja eura, od 1999. g., službena valuta u Crnoj Gori i Kosovu je bila njemačka marka. U terminima eurizacije, bitno je napomenuti da nema nikakvih ekonomskih odnosa između Crne Gore i Kosova sa ESB-om, dakle ESB ne surađuje s njihovim središnjim bankama u bilo kakvom smislu.⁷⁶ Nadalje, jedan od problema eurizacije je što banka ne može sama izdavati novčanice niti vršiti ulogu *lender of last resort*. Iskustvo Crne Gore stoga pruža jasan primjer da održavanje konkurentnosti te makroekonomske i financijske stabilnosti u zemlji bez vlastite valute zahtijeva strogo prilagođavanje fiskalne politike, što u mnogim slučajevima može biti skupo za gospodarstvo (gubitak BDP-a).⁷⁷

Sjeverna Makedonija je srednje euroizirana zemlja uspoređujući sa zemljama regije. Udio deviznih depozita u svim depozitima iznosi 50,12% te udio deviznih kredita i kredita indeksiranih u stranoj valuti u svim kreditima iznosi 41,20%. Uvođenje strategije nominalnog sidra rezultat je značajnosti deviznog tečaja u maloj i veoma otvorenoj ekonomiji. U zadnjem desetljeću Sjeverna Makedonija bilježi rast vanjske trgovine s vrijednostima iznad 100% BDP-a što podrazumijeva visoku otvorenost i ranjivost na vanjske šokove. Trgovina s EU zemljama iznosi 56,5% ukupne trgovine, čineći ju vezanom za europodručje s veoma uskim financijskim i deviznim tržištem. Nadalje, uvođenje nominalnog sidra bilo je bitno za održavanje kredibiliteta središnje banke i kontrole inflacijskih očekivanja gospodarskih subjekata. Prije uvođenja strategija ciljanja deviznog tečaja, Sj. Makedonija je imala ciljanje monetarnih agregata kao sidro monetarne politike. Takva strategija se pokazala neučinkovitom zbog nestabilnosti u potražnji za novcem te gotovo da nije postojala povezanost količine novca u optjecaju i razine cijena.⁷⁸ Devizni tečaj u velikoj mjeri utječe na cijene u makedonskoj ekonomiji, ponajviše zbog ne funkcionalnosti kanala kamatnjaka koji bi bio važan za prelazak na strategiju ciljanja inflacije te zbog najvećeg uvoza u SEE regiji, vidljivo na grafikonu 7. Ukoliko bi došlo do veće liberalizacije kapitala i velikog priljeva na kapitalnim računima, Sjeverna Makedonija bi trebala razmišljati o promijeni monetarne strategije na ciljanje inflacije što bi rezultiralo fleksibilnijim deviznim tečajem i pritiscima na inflaciju, zbog visokog *pass-*

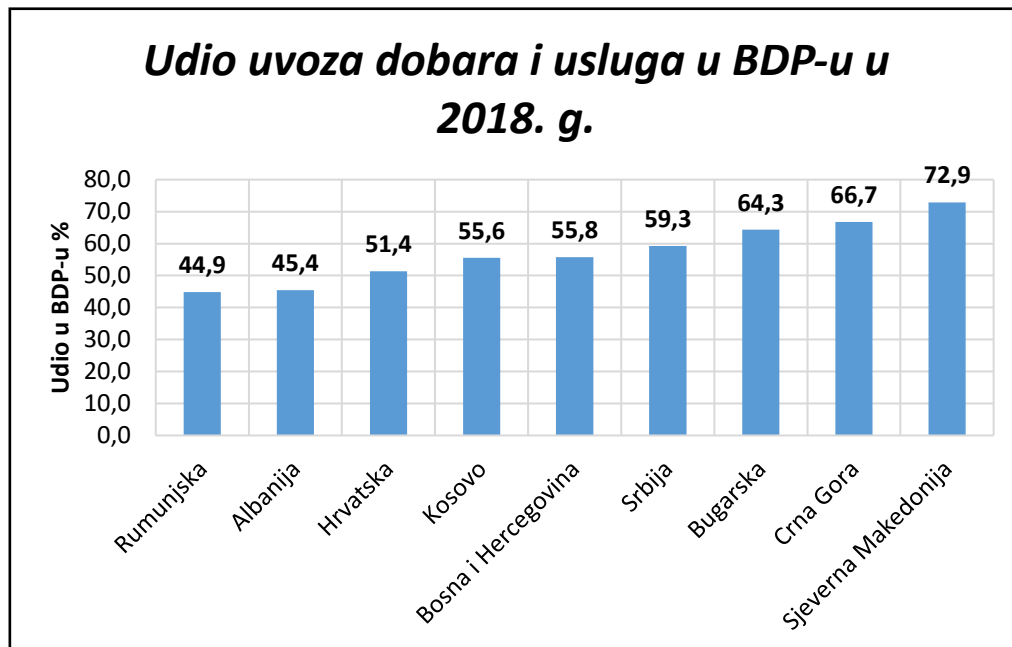
⁷⁶ ECB (2020) The euro outside Europe. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro_outside_europe.en.html [24. 4. 2020.]

⁷⁷ Piotr Żuk (2019) *Montenegro's experience with unilateral euroization*. Obserwator finansowy. Dostupno na: <https://www.obserwatorfinansowy.pl/in-english/macroeconomics/montenegros-experience-with-unilateral-euroization/> [1.5.2020.]

⁷⁸ Krstevska, A. (2008.) *The effectiveness of the transmission channels of the monetary policy in the Republic of Macedonia*, Int. J. Economic Policy in Emerging Economies, Vol. 1, br. 4. Sjeverna Makedonija: National Bank of the Republic of Macedonia, str. 381.

through učinka deviznog tečaja na cijene. Promjena strategije bi se morala odvijati postepeno, pazeći na uske granice kretanja deviznog tečaja što bi imalo posljedice na gospodarstvo i financijski sustav.⁷⁹

Grafikon 7. Udio uvoza dobara i usluga u BDP-u u 2018. g. SEE regije



Izvor: izrada autora prema podacima Svjetske Banke

Kada se govori o izboru monetarne strategije Hrvatske, nominalno sidro deviznog tečaja nije toliko problem koliko je neadekvatnost razine tečaja uz koji je uvozna roba uvijek konkurentnija i ne daje prostor za povećanje tržišnog udjela domaće robe i usluga na domaćem tržištu. Monetarna strategija nikad nije službeno objavljena, tako da HNB zadržava jedan oblik diskrecije. Za razliku od Bugarske čiji je tečaj također precijenjen ali državno određen, hrvatski devizni tečaj je tržišno određen. On je nerealan zbog svoje precijenjenosti još od 1993. g., čemu je još više pridonijela sloboda ulaska inozemnog kapitala od 2000. g. nadalje.⁸⁰ Inflacijski gledano, od sporazuma u listopadu 1993. g., Hrvatska je imala jednu od najstabilnijih inflacija u regiji, što je u jednu ruku rezultat korištenja deviznih rezervi i pravodobnog korištenja instrumenata monetarne politike. Provedba deeuroizacije radi uvođenja strategija ciljanja inflacije u današnjim terminima ne bi imala toliko smisla kada Hrvatsku dijeli oko 3 do 4 godine do ulaska u europodručje, što je cilj HNB-a već dulje vrijeme.

⁷⁹ Besimi, F. (2004) *The role of the exchange rate stability in a small and open economy: The case of the republic of Macedonia*. Sjeverna Makedonija: National bank of the Republic of Macedonia, Working paper No. 10., str. 2.

⁸⁰ Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, op. cit., str. 21. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/606944/download/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> [3.11.2019.]

3. KANALI MONETARNE TRANSMISIJE ZEMALJA JUGOISTOČNE EUROPE

Većina banaka postavlja kao krajnji cilj monetarnu stabilnost ili stabilnost cijena. Naravno, središnja banka ne može utjecati na taj cilj direktno jer se kreće unutar tržišnog okruženja i ne regulira cijene na administrativni način. Mnogo je središnjih banaka kroz svoju povijest mijenjalo monetarne strategije. Razlog tome je bila promjena u transmisijskim mehanizmima koja je nastala kao rezultat razvoja financijskih tržišta i korištenja drugačijih instrumenata monetarne politike. Problem nastaje između velikog prostora djelovanja između operacijskih instrumenata i krajnjeg cilja čije područje djelovanja se opisuje transmisijskim mehanizmima.⁸¹

3.1. Teorijska analiza kanala monetarne transmisije

Kanal kamatnjaka

Naglasak ovog kanala je više na realnoj kamatnoj stopi, negoli na nominalnoj zato što realna utječe na potrošače i poslovne investicijske odluke. Ovaj kanal pokazuje koliko potrošnja (u modelu označeno „I“ kao investicije stanovništva i poduzeća) je bitna u stimuliranju ekonomije.

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

U formuli (1) porast novčane mase ($M \uparrow$) uzrokuje porast cijena ($P^e \uparrow$) i očekivane inflacije ($\pi^e \uparrow$) što kao rezultat uzrokuje pad realne kamatne stope ($i_r = i - \pi^e$), a time porast investicija, pošto je cijena posuđenog novca manja uzrokujući porast outputa (BDP-a). Ovaj mehanizam dokazuje da monetarna politika može biti efektivna i kada nominalna kamatna stopa bude na nultoj razini jer gospodarstvo neće pasti u *zamku likvidnosti*, odnosno situaciju kada s povećanjem ponude novca dolazi do nemogućnosti snižavanja kamatne stope. Ovaj kanal ima razliku između kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa, a to je fenomen „*sticky prices*“ ili „ljepljive cijene“. On tvrdi da se razina agregatnih cijena prilagođava tijekom vremena, odnosno da je dugoročna kamatna stopa prosjek buduće očekivane kratkoročne kamatne stope, tj. da niža realna kamatna stopa vodi to pada realnih dugoročnih kamatnih stopa tijekom vremena.⁸²

⁸¹ Šmídková, K. (2002) *The transmission mechanism of monetary policy at the beginning of the third millennium*. Češka: Czech Journal of Economics and Finance., str. 3.

⁸² Mishkin, F. S. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7th edition. Sjedinjene Američke Države: Pearson, str. 617.

Kanali imovine

Osim kanala kamatnjaka postoji kanal imovine koji objašnjava da promjena cijena neke imovine može znatno utjecati na gospodarstvo.

a. Kanal deviznog tečaja na neto izvoz

S povećanjem internacionalizacije ekonomije i fleksibilnijim deviznim tečajevima, utjecaj monetarne politike na devizni tečaj te posljedično na neto izvoz i agregatni output, postaje sve važnija karika.

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2)$$

Ovaj kanal isto uključuje efekt promjene kamatne stope. Povećanje ponude novca uzrokuje povećanje očekivane inflacije što posljedično utječe na pad realnih kamatnih stopa kroz Fisherovu jednadžbu spomenutu u kanalu kamatnjaka. Pad realne kamatne stope na depozite u domaćoj valuti čini štednju u domaćoj valuti manje atraktivnom negoli na depozite u stranoj valuti. Zbog deprecijacije domaće valute dolazi do neto odljeva kapitala što utječe na rast neto izvoza, čineći domaće cijene konkurentnijim na inozemnom tržištu te time utječući na povećanje outputa.⁸³

b. Tobinov „q“ kanal

Teorija Jamesa Tobina tvrdi da monetarna politika može utjecati na evaluaciju dionica poduzeća. Tobin „q“ glasi:

Kada je „q“ visok tada je tržišna vrijednost poduzeća visoka u usporedbi s troškom zamjene kapitala. Tada bi investicije u novi kapital firme bile jeftine u usporedbi s tržišnom vrijednosti poduzeća, tj. za relativno mali broj izdanih dionica mogu dobiti puno novaca. U slučaju kada je „q“ nizak, a poduzeću je potreban novi kapital, poduzeću je najbolje kupiti drugo poduzeće (M&A) i dobiti „stari“ kapital novog poduzeća jeftinije negoli da se ide u investiciju. Dakle, kada je $q \downarrow = I \downarrow$, a kada je $q \uparrow = I \uparrow$.

$$q = \frac{\text{Tržišna vrijednost podueća (cijena dionice x broj dionica)}}{\text{Trošak zamjene kapitala}} \quad (3)$$

⁸³ Ibid, str. 618.

Formula glasi:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (4)$$

Povećanje ponude novca uzrokuje višak novca kod građana koji bi htjeli taj novac uložiti. Jedno od mjesta gdje stanovništvo ulaže je dioničko tržište, što uzrokuje potražnju za financijskom i nefinancijskom imovinom uzrokujući rast cijene dionica ($P_e \uparrow$). Porast cijene dionica utječe proporcionalno na rast „ q “ a time i investicija te posljedično outputa.⁸⁴

c. Kanal bogatstva

Kanal bogatstva vezan je za potrošnju pojedinca na ne utrživu robu i usluge (potrošnu robu i usluge), dakle ne investicije.

Ekspanzivna monetarna politika povećanjem ponude novca utječe na rast cijena dionica koje pojedinci imaju u svom vlasništvu. Rast vrijednosti utječe na rast bogatstva, što utječe na rast potrošnje na tržištu dobara i usluga te na kraju, rast outputa. Umjesto cijene dionica, moguće je zamisliti cijenu nekretnine koju pojedinac ima u vlasništvu, isti je učinak.⁸⁵

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{bogatstvo vlasnika dionica} \uparrow \Rightarrow \text{potrošnja} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (5)$$

Kanali asimetričnih informacija

Ovaj kanal objašnjava promjene na financijskim tržištima uzrokovane asimetričnim informacijama.

a. Kanal bankovnih kredita

$$M \uparrow \Rightarrow \text{viškovi rezervi banaka} \uparrow \Rightarrow \text{bankovni kredit} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (6)$$

Ekspanzivna monetarna politika povećava bankovne rezerve i depozite što utječe na količinu bankovnih kredita spremnih za izdavanje subjektima. Većina subjekata nema pristup ostalim izvorima financiranja osim bankovnih kredita, što će posljedično utjecati na investicije te na output. Kanal bankovnih kredita će više imati utjecaj na manja poduzeća

⁸⁴ Ibid, str. 620.

⁸⁵ Ibid, str. 621.

koja su ovisna o bankovnim kreditima negoli velika poduzeća koja mogu imati izvore financiranja na tržištu dionica i obveznica.⁸⁶

b. *Kanal bilance poduzeća*

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{pogrešan odabir} \downarrow \Rightarrow \text{moralni hazard} \downarrow \Rightarrow \text{bankovno kreditiranje} \uparrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (7)$$

Ekspanzivna monetarna politika ($M \uparrow$) koja utječe na rast cijena dionica. Rast cijena dionica diže neto vrijednost poduzeća što rezultira većom količinom kreditiranja, a time investicija i outputa. Situacija kada je neto vrijednost poduzeća niska znači da ta poduzeća imaju manje kolaterala za dobivanje kredita što čini teoriju „pogrešnog odabira“ većom. Također, niža neto vrijednost poduzeća potiče poduzeća da investiraju u riskantne projekte jer nemaju što za izgubiti povećavajući moralni hazard.⁸⁷

c. *Kanal gotovinskog tijeka*

Ekspanzivna monetarna politika smanjuje kratkoročnu nominalnu kamatnu stopu na bankovne kamate što utječe na bilancu poduzeća i povećava neto gotovinski tijek (*cash flow*). To smanjuje pogrešan odabir i moralni hazard povećavajući investicije te konačno output. Smanjenje nominalnih kamatnih stopa utječe na smanjenje pogrešnog odabira i moralnog hazarda jer banke znaju da su poduzeća solventna platiti kamate. Kada su kamatne stope visoke, poduzeća koja posuđuju su velikom većinom ona koja ulažu u riskantne projekte i koja „nemaju što za izgubiti“.⁸⁸

$$M \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow \text{neto gotovinski tijek} \downarrow \Rightarrow \text{pogrešan odbabir} \Rightarrow \text{moralni hazard} \downarrow \Rightarrow \text{bankovno kreditiranje} \uparrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (8)$$

d. *Kanal neočekivanih promjena cijena*

Ekspanzivna monetarna politika utječe na neočekivani rast cijena što u realnim terminima smanjuje bilančnu obvezu poduzeća u stavci bankovnih dugova ($i_r \downarrow$). Smanjenjem obveza

⁸⁶ Ibid, str. 622.

⁸⁷ Ibid.

⁸⁸ Ibid, str. 623.

povećava se neto vrijednost poduzeća dok imovina ostaje na istoj razini vrijednosti. Ostali dio kanala je jedan i u prethodnim kanalima.⁸⁹

$$M \uparrow \Rightarrow \text{neočekivani rast cijena} \uparrow \Rightarrow \text{pogrešan odbabir} \Rightarrow \text{moralni hazard} \downarrow \Rightarrow \text{bankovno kreditiranje} \uparrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (9)$$

e. *Kanal likvidnosti stanovništva*

Ovaj kanal je posebice učinkovit kada potrošači imaju veliku količinu financijske imovine nasuprot dugova što čini njihovu vjerojatnost financijskih poteškoća manjom. Veća ponuda novca utječe na rast cijena dionica što utječe na vrijednost financijske imovine subjekata što utječe na potrošnju trajnih dobara i izdataka za nekretnine (investicije) i outputa.⁹⁰

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{vrijednost financijske imovine} \Rightarrow \text{vjerojatnost financijskih poteškoća} \downarrow \Rightarrow \text{potrošnja trajnih dobara i izdaci za nekretnine} \uparrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (10)$$

3.2. Učinkovitost transmisijskih mehanizama po zemljama

Transmisijski mehanizmi se razlikuju od zemlje do zemlje zbog njihovih različitih struktura gospodarstva te različitosti i sličnosti monetarnih strategija. Od svih promatranih zemalja, iako Rumunjska, Srbija i Albanija imaju ciljanje inflacije kao službeni intermedijarni cilj, koriste devizni tečaj kao cilj za sebe u ostvarenju ciljane razine inflacije. Usporedbe radi, Češka, Poljska i Mađarska koje također koriste ciljanje inflacije kao intermedijarni cilj, koriste devizni tečaj kao instrument u ostvarenju ciljane razine inflacije.⁹¹ Naime, Grangerovim testom uzroka, Albanija, Srbija i Rumunjska su pokazale da koriste aktivnu politiku utjecaja na devizni tečaj u regulaciji inflacije kroz promjene kamatne stope, dok Češka, Poljska i Mađarska koriste pasivnu politiku deviznog tečaja kao indikatora inflacijskih očekivanja za promjenu kamatne stope koja bi utjecala kroz kanal kamatnjaka i kanal deviznog tečaja na gospodarstvo.⁹²

Rumunjski transmisijski mehanizam se nije puno promijenio od vremena strategije ciljanja monetarnih agregata, osim prekida direktnih intervencija na deviznom tržištu po pravilima strategije ciljanja inflacije. U bivšoj strategiji su koristili devizni tečaj za kontroliranu

⁸⁹ Ibid.

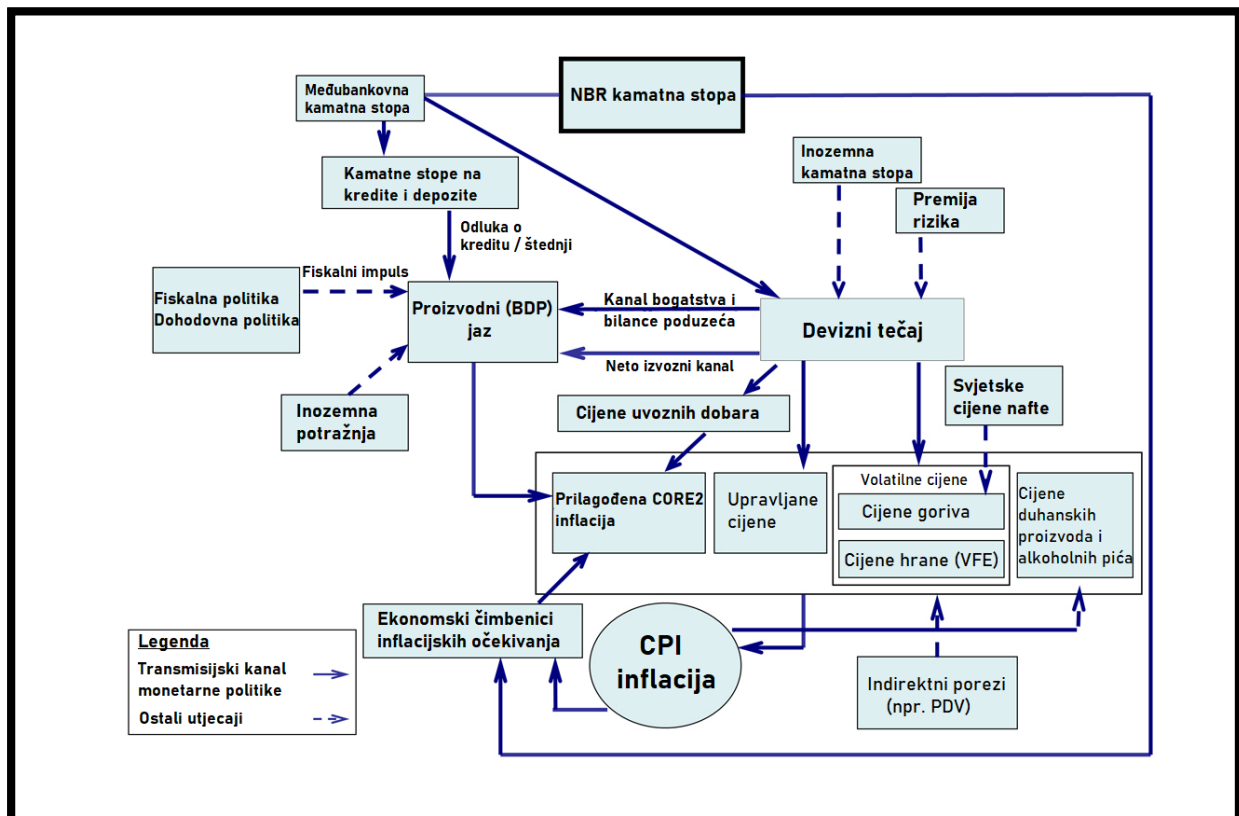
⁹⁰ Ibid, str. 624.

⁹¹ Nojković, A. i Petrović, P. (2015) *Monetary policy rule in inflation targeting emerging European countries: A discrete choice approach* [online]. Beograd: Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu, str. 1. Dostupno na: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.03.016> [3.11.2019.]

⁹² Ibid, str. 16.

aprecijaciju kako bi privukli strani kapital. U novoj strategiji ciljanja inflacije koriste direktno visoke kamatne stope kako bi imali i dalje visok priljev stranog kapitala (a time i aprecijaciju tečaja koji ne potiče inflaciju). Danas se još koristi devizni tečaj kao „trade-off“, s jedne strane stimuliranja agregatne potražnje, a s druge strane utjecaja na realnu aprecijaciju. Problem postoji u prevelikoj likvidnosti na prekonocnom bankovnom tržištu, koja se ne može sterilizirati. K tome, smanjenje kamatnih stopa bi utjecalo na smanjenje priljeva kapitala koji je potreban za održavanje likvidnosti. Jedno od rješenja je kreacija otpornosti kroz segmentaciju novčanog tržišta kako bi postalo manje osjetljivo na promjene u kamatnim stopama. To bi se izvelo izdavanjem dugoročnih obveznica denominiranih u stranoj valuti kako bi se stvorile rezerve s istovremenim smanjenjem likvidnosti na novčanom tržištu, na način da se segmentira dio tržišta i polako povlači likvidnost.

Shema 3. Transmisijski mehanizam NBR-a (Rumunjske središnje banke)



Izvor: izrada autora prema web stranicama Rumunjske središnje banke

Ta operacija bi morala biti u korelaciji s izdavanjem javnog duga te s kriterijima iz Maastrichta za ulazak u EMU.⁹³ Problem NBR-a je razlika između službene kamatne stope, na shemi 3. označeno kao „NBR kamatna stopa“ i tržišne kamatne stope „Međubankovna kamatna stopa“.

⁹³ Gabor, D. (2008) *From Rhetorics to Practice in Monetary Policy: A Romanian Perspective*, Comparative Economic Studies (50). Ujedinjeno Kraljevstvo: University of Sterling, Department of Economics, str. 531.

Prva veza transmisijskog kanala je u neravnoteži što se posljedično reflektira na cijeli transmisijski sustav. Problem je upravo taj što strategija ciljanja inflacije se zasniva na aktivnoj kontroli tržišnih stopa, a ne na korištenju instrumenata monetarne politike na novčanom tržištu koje su egzogeno određene deviznim pozicijama poslovnih banaka. Pokazalo se da su rumunjska kamatna stopa i devizni tečaj međusobno korelirani u dugom roku zbog teorije kupovne moći (PPP), dok u kratkom nisu zbog teorije „*sticky prices*“. Prvo počne promjena tečaja, a onda ju prestigne odluka NBR-a u promjeni kamatne stope. Zbog toga što je mala i otvorena ekonomija, rumunjsko ciljanje inflacije nije kao u drugim razvijenim državama. Potrošačke cijene su ovisne o deviznom tečaju, kompanije koje izvoze najčešće cijene proizvoda izražavaju u stranoj valuti i nose rizik promjene deviznog tečaja što čini važnost kamatne stope velikom u stabilizaciji deviznog tečaja. Razlog oslanjanja na devizni tečaj kao alata utjecaja na kamatne stope u Rumunjskoj, Albaniji i Srbiji je visoka euroizacija, inflacija, volatilitnost priljeva stranog kapitala i stupanj razvijenosti financijskog sektora koji su problemi ovih država.

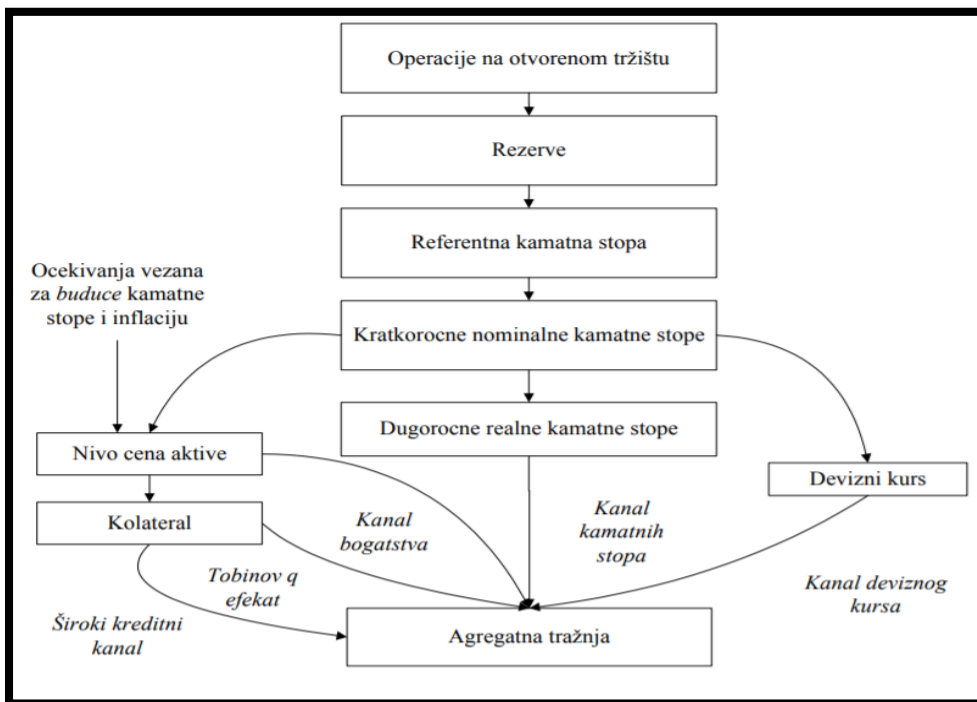
U Srbiji visok stupanj euroizacije je najbolji indikator koliko je mali prostor za vođenje nezavisne monetarne politike. On je posljedica duge povijesti nestabilnosti, inflacije i hiperinflacije, odnosno, grešaka u vođenju ekonomske politike u prošlosti.⁹⁴ Najvažniji transmisijski kanali u Srbiji su kanal deviznog tečaja i kanal bankovnih kredita.⁹⁵ Kanalom deviznog tečaja monetarna politika NBS-a utječe prvo na kamatne stope te potom na devizni tečaj s krajnjim ciljem utjecaja na agregatnu potražnju. Promjenom kamatne stope utječu na neto izvoz i time na proizvodnju. Višom kamatnom stopom dinar aprecira, što ga čini jačim te stoga utječe na smanjenje neto izvozne potražnje i proizvodnje (outputa). Nižom kamatnom stopom dolazi do obrnutog učinka. Neto izvoz uključuje i utjecaj na uvozne robe i usluge, što dovodi do direktnog rasta cijena u slučaju deprecijacije (kod proizvoda isključivo ili dominantno uvoznog porijekla, koji su u Srbiji dominantni) ili indirektnog rasta cijena (preko rasta troškova uvoznih komponenti sadržanih u domaćim proizvodima). Operacijama na otvorenom tržištu utječu na razine rezervi koje određuju visinu referentne kamatne stope. One utječu dalje na kratkoročne nominalne kamatne stope i posljedično na dugoročne realne kamatne stope. Dugoročne realne kamatne stope utječu na agregatnu potražnju putem kanala

⁹⁴ NBS, Dragutinović, D. (2008.) *Radni papiri. Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije* [online]. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/2008_12_DD.pdf [18.4.2020.]

⁹⁵ NBS (2020.) Načini djelovanja monetarne politike, Transmisioni kanali monetarne politike. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_6/index.html [18.4.2020.]

kamatnih stopa i preko kanala deviznog tečaja kroz očekivanja vezana za špekulativnu razinu deviznog tečaja. Utjecaj šoka deviznog tečaja traje preko godinu dana, ali se najviše osjeća u prva tri mjeseca, s time da je transmisijski učinak deprecijacije domaće valute znatno veći nego učinak aprecijacije.⁹⁶ Ovo je veoma važan transmisijski kanal u Srbiji te on u praksi funkcionira da referentna kamatna stopa zajedno s kamatnom stopom na euro utječu na nominalni tečaj koji zajedno sa stranom inflacijom određuje uvoznú inflaciju (uvozne cijene izražene u dinarima) koja posljedično utječe na baznu inflaciju.⁹⁷ Pošto je srbijanski sustav veoma bankocentričan, kanal bankovnog kreditiranja je izuzetno značajan u transmisijskom mehanizmu monetarne politike. Udio imovine bankovnog sektora u financijskom sustavu iznosio je 90,3% u drugom kvartalu 2018. g.⁹⁸

Shema 4. Prikaz kanala bankovnih kredita u Srbiji



Izvor: NBS (2020.) Načini djelovanja monetarne politike, Transmisioni kanali monetarne politike, Kanal bankovnog kreditiranja. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_6/kanal_bankarskog_kreditiranja.pdf [18.4.2020.]

U ovom kanalu kratkoročne nominalne kamatne stope imaju veći utjecaj na devizni tečaj negoli na razinu cijena aktive (očekivanja) zbog strukture gospodarstva. Srbija je prelaskom na ciljanje

⁹⁶ NBS (2020.) Načini djelovanja monetarne politike, Transmisioni kanali monetarne politike, Kanal deviznog kursa. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_6/kanal_deviznog_kursa.pdf [18.4.2020.]

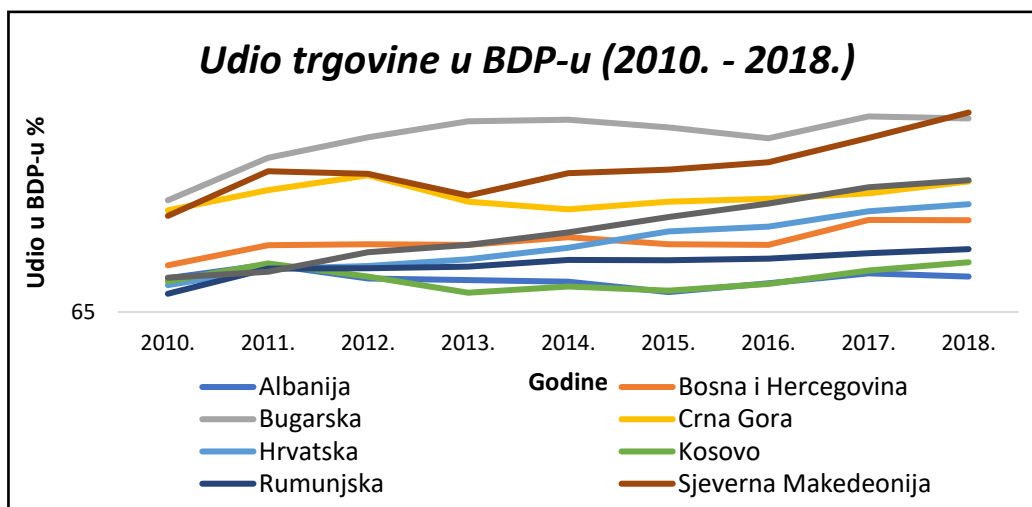
⁹⁷ Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) *Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije*. Srbija: Ministarstvo finansija, str. 12 - 13.

⁹⁸ ECB (2019) Occasional Paper Series: Financial stability assessment for EU candidate countries and potential candidates. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op233~ae2d552448.en.pdf> [18.4.2020.]

inflacije stavila svoj fokus na kratkoročne kamatne stope kao ključan instrument monetarne politike u postizanju inflacijskih ciljeva. Fleksibilni tečaj je ključni oslonac novog režima iako postoji ranjivost u uvjetima visokog deficita tekućih plaćanja. Fleksibilnost tečaja predstavlja amortizer protiv inflacijskih šokova, dopuštajući gospodarstvu da dostigne novu ravnotežu. Visokim utjecajem deviznog tečaja na razinu cijena, aprecijacija deviznog tečaja bila je glavni kanal smanjenja inflacije i ostvarenja ciljane inflacije. Ipak održivost ove strategije dovodi u pitanje visoki defцити bilance plaćanja. Ključ je da devizni tečaj ne može istovremeno služiti monetarnoj politici i prilagođavanju bilance plaćanja.⁹⁹

Albanija je zemlja u razvoju s karakteristikama nerazvijenog financijskog sustava u kojem tržište kapitala gotovo ne postoji te strukturalnim reformama koje se trebaju provesti. Prema indeksu razvijenosti financijskih institucija i financijskih tržišta prema: dubini, pristupačnosti i efikasnosti Albanija ima najnerazvijeniji financijski sustav.¹⁰⁰ Najveći utjecaj na realni BDP ima kanal kamatnjaka što je neuobičajeno za male i otvorene zemlje.¹⁰¹ Uspoređujući otvorenost Albanije s drugim državama regije, na grafikonu 8. vidljivo je da Albanija ima najnižu otvorenost, odnosno 77,08% udjela uvoza i izvoza u BDP-u.

Grafikon 8. Udio trgovine (uvoz i izvoz) u BDP-u država SEE regije (2010. - 2018. g.)



Izvor: izrada autora prema podacima Svjetske Banke

⁹⁹ NBS, Dragutinović, D. (2008.) Radni papiri. Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, op. cit., str. 20. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/2008_12_DD.pdf [18.4.2020.]

¹⁰⁰ International Monetary Fund (2020) IMF Data, Financial Development Indeks Database. Dostupno na: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> [22.4.2020.]

¹⁰¹ Ibid, str. 51.

Niža otvorenost pokazuje da Albanija nije toliko izložena aprecijacijskim i deprecijacijskim pritiscima što objašnjava nizak utjecaj deviznog tečaja na BDP i potvrđuje pravilno funkcioniranje ciljanja inflacije kao monetarne strategije.

Nakon bankovne i inflacijske krize 1996. – 1997. g., Bugarska je u srpnju 1997. g. prihvatila režim valutnog odbora. Ortodoksni režim valutnog odbora funkcionira na način da je devizni tečaj fiksiran te da središnja banka ima najmanje 100%-tno pokriće domaće valute u stranoj valuti za koju je tečaj vezan. Potpuna zamjena valute i 100%-tno pokriće osiguravaju endogenost ponude novca zato što je bilo kakav višak likvidnosti automatski steriliziran. Promjena u potražnji za novcem uz *ceteris paribus* ostalih varijabli, promijenit će monetarnu bazu te automatski devizne rezerve jer monetarna baza korelira s dinamikom bilance plaćanja.¹⁰² Transmisijski mehanizmi koji utječu na bugarsku ekonomiju su pretežito egzogenog porijekla. Ono što je endogeno su monetarni agregati koji su sastavni dio valutnog odbora. Iako je devizni tečaj fiksiran, on trpi aprecijacijske/deprecijacijske pritiske na domaću valutu ukoliko bi došlo do promjene deviznih tečajeva s najvažnijim trgovinskim partnerima izvan EU, poput Rusije 10 % i Turske 6 % uvoza.¹⁰³ Interesantno je da se BNB ne pridržava striktno „ortodoksnog“ režima valutnog odbora, već je zadržala karakteristiku *lender of last resort* koja se isključivo odnosi na višak rezervi BNB-a. Ova opcija financiranja od strane središnje banke ne koristi se olako već samo u nužnosti kada banke imaju problem s likvidnošću koji nije uzrokovan insolventnošću. Financiranje može biti napravljeno samo za dobre i zdrave kolaterale.¹⁰⁴

Istraživanje je pokazalo da kamatna stopa Europske središnje banke ima veliki utjecaj na bugarsko gospodarstvo, s tim da uvoz iz zemalja EU čini 64% ukupnog uvoza.¹⁰⁵ Bugarska kamatna stopa i ponuda novca prate dinamiku ESB-ove kamatne stope samo u srednjem i dugom roku. U kratkom roku promjena kamatne stope djeluje ciklično, drugačije nego u drugim nezavisnim monetarnim politikama. To dokazuje činjenica da bugarska ekonomija daje reakciju

¹⁰² Minea, A. i Rault, C. (2009) *Some New Insights into Monetary Transmission Mechanism in Bulgaria*. Journal of Economic Integration, str. 568.

¹⁰³ European Union (2020). EUROPA, About the EU. Countries, EU member countries in brief, Bulgaria, op. cit. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/bulgaria_en#trade-and-economy [23.4.2020.]

¹⁰⁴ Minea, A. i Rault, C. (2009) *Some New Insights into Monetary Transmission Mechanism in Bulgaria*. Journal of Economic Integration, str. 566.

¹⁰⁵ European Union (2020). EUROPA, About the EU. Countries, EU member countries in brief, Bulgaria. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries/bulgaria_en#trade-and-economy [23.4.2020.]

na promjenu ESB kamatne stope u prosjeku nakon tri kvartala. Ponuda novca u bugarskom slučaju predstavlja cikličnu prilagodbu.¹⁰⁶

U tranzicijskim zemljama s nerazvijenim financijskim tržištem, glavni transmisijski kanali se odvijaju kroz bankovni sustav, što je slučaj i u Sjevernoj Makedoniji. Najvažnije karike u bankovnom sustavu su depozitne banke. Istraživanja su pokazala pozitivnu korelaciju inflacije i deviznog tečaja denara i njemačke marke, odnosno eura što pokazuje važnost transmisijskog kanala. Inflacija je zadnjih dva desetljeća držana pod kontrolom aktivnim mjerama kontrole deviznog tečaja. Fluktuacije cijena ponajviše su bile posljedica ne monetarnih faktora, poput cijena na svjetskim tržištima.¹⁰⁷ Transmisijski mehanizam deviznog tečaja prvo utječe na razinu uvoznih cijena te potom na opću razinu cijena. Kako je monetarna politika usmjerena na održavanje deviznog tečaja denara, kamatna stopa i ponuda novca su zavisne kategorije koje ovise o uspješnosti intermedijarnog cilja. Središnja banka šalje signal poslovnim bankama kroz promjenu službene kamatne stope koja utječe na količinu izdanih kredita i kamatne stope na depozite što posljedično utječe na likvidnost. Trenutno se kamatna stopa postignuta na aukcijama trezorskih zapisa smatra ključnom kamatnom stopom središnje makedonske banke.¹⁰⁸

Hrvatska dijeli sličnu ekonomsku strukturu i povijest kao ostale zemlje jugoistočne Europe. Najvažniji kanal na koji HNB utječe aktivnom monetarnom politikom je kanal deviznog tečaja koji prilikom ekspanzivne monetarne politike utječe na rast domaćih kamatnih stopa i deprecijaciju. Istraživanje je pokazalo da kamatna stopa ESB-a utječe na realni sektor kroz devizni tečaj, ali ne kroz kanal kamatne stope.¹⁰⁹ Ova teza potvrđuje činjenicu važnosti deviznog tečaja u zemljama gdje se građani javljaju kao nositelji špekulativne potražnje za devizama te gdje se potiče valutna indeksacija kredita i drugih potraživanja, kakva je Hrvatska. Kamatne stope, ponuda kredita i nominalni devizni tečaj ne utječu direktno na inflaciju, već kroz nominalnu M1 ponudu novca gdje je nominalna kamatna stopa najmanje značajna.¹¹⁰

¹⁰⁶ Minea, A. i Rault, C. (2009) *Some New Insights into Monetary Transmission Mechanism in Bulgaria*. *Journal of Economic Integration*, op. cit., str. 566, 587.

¹⁰⁷ Krstevska, A. (2008.) The effectiveness of the transmission channels of the monetary policy in the Republic of Macedonia, *Int. J. Economic Policy in Emerging Economies*, Vol. 1, br. 4. Sjeverna Makedonija: National Bank of the Republic of Macedonia, op. cit., str. 381.

¹⁰⁸ Središnja banka Sjeverne Makedonije, NBRM (2020) Home, Monetary policy, Design of monetary policy, op. cit. Dostupno na: http://www.nbrm.mk/postavienost_na_monietarnata_politika-en.nspix [3.5.2020.]

¹⁰⁹ Dumičić, K., Čibarić, I. i Horvat, N. (2010) *The analysis of monetary transmission mechanism in Croatia using cointegration approach*. *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 1., str. 211.

¹¹⁰ Borozan, Dj. (2011) *Granger causality and innovation accounting analysis of the monetary transmission mechanism in Croatia*. *Post-Communist Economies* Vol. 23, prosinac br. 4, str. 517.

4. EUROPODRUČJE I ZEMLJE JUGOISTOČNE EUROPE

Pojam europodručja se često koristi u kontekstu EMU (ekonomske i monetarne unije), no pravno gledajući EMU uključuje sve članice EU, ne samo one koje su prihvatile euro kao domaću valutu. Članice koje još nisu uvele euro ne sudjeluju u trećoj fazi EMU u kojoj je jedan od najvažnijih kriterija uvođenje eura. Zbog toga se te članice nazivaju članice s odstupanjem (*with derogation*).¹¹¹ Od promatranih zemalja jugoistočne Europe, članice s odstupanjem i ujedno članice EU koje nastoje ispuniti kriterije konvergencije (maasriški kriteriji) za ulazak u europodručje su: Rumunjska, Bugarska i Hrvatska. Ostale promatrane zemlje pripadaju skupinama država kandidatkinja i potencijalnih kandidatkinja. Države kandidatkinje su zemlje koje su u postupku integriranja zakonodavstva EU-a u nacionalno pravo, a to su: Albanija, Crna Gora, Sjeverna Makedonija, Srbija i Turska (nije dio promatranih zemalja). Potencijalne države kandidatkinje koje još ne ispunjavaju uvjete za članstvo u EU-u (kopenhaški kriteriji) su: Bosna i Hercegovina te Kosovo.¹¹²

4.1. Teorijska analiza transmisijskog mehanizma i monetarne strategije u europodručju

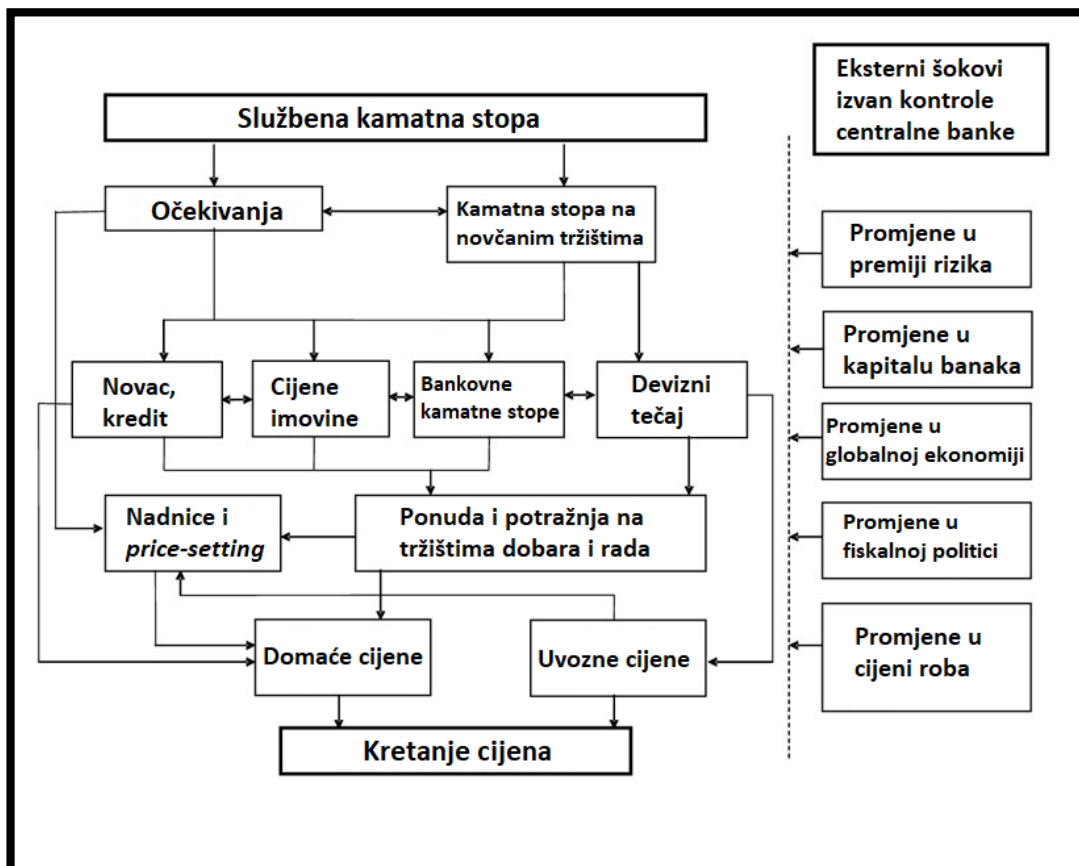
Za provođenje monetarne politike u europodručju zadužena je Europska središnja banka (ECB) sa sjedištem u Frankfurtu na Majni. Europska unija ima ukupno 27 država članica, dok se europodručje sastoji od 19 država članica čija je službena valuta euro koji je uveden 2002. godine. Strategija monetarne politike europodručja ne može se svrstati niti u jednu od tradicionalnih izbora strategija. Najsličnija je strategiji ciljanja inflacije, no sa znatnim poboljšanjima. Europska središnja banka nije prihvatila strategiju inflacije iz više razloga. Prvi razlog je da kompletno fokusiranje na prognoziranje inflacije ne omogućava opsežan i vjerodostojan okvir za identifikaciju prirode potencijalnih prijetnji za cjenovnu stabilnost. Nadalje, odgovarajući odgovor monetarne politike općenito ovisi o izvoru rizika koji prijete stabilnosti cijena što u najmanju ruku zahtijeva dublju analizu ekonomske situacije i ponašanja varijabli nego što se proučava u prognoziranju inflacijskog kretanja. Drugi razlog je ortodoksni pristup ciljanju inflacije u kojem postoji mnogo rigidnosti. Jedan od aspekata je prognoziranje odgovora monetarne politike koje analizirano u vremenu od prethodne dvije godine, što u

¹¹¹ Ivanov, M. (2018) *Sadržaj, ciljevi i implementacija monetarne politike ECB-a / Eurosustava*. Prezentacija, smjer Financije: Ekonomski fakultet Zagreb

¹¹² Europska Unija (2020) EUROPA, Kako funkcionira EU?, Zemlje. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/countries_hr#pristupanje-eu-u [24.4.2020.]

mnogim slučajevima nije optimalno. Faktori koji mogu utjecati na inflaciju su puno dublji kao npr. neravnoteža u cijeni imovine, koja se pokazala ključna u financijskoj krizi 2008. godine. Treći razlog su poteškoće u integraciji informacija sadržanih u monetarnim agregatima unutar prognoziranja inflacije putem konvencionalnih makroekonomskih modela. Konačno, ECB zauzima stajalište da se oslanjanje na jedinstvenu prognozu ne bi bilo prikladno s obzirom na znatnu nepredvidljivost gospodarstvene strukture europodručja. Smatraju da je poželjno primijeniti raznoliki pristup analizi ekonomskih podataka na temelju različitih analitičkih metodologija.¹¹³ Transmisijski mehanizam europodručja karakteriziran je dugim, varijabilnim i nepredvidljivim vremenskim odmacima (*time lags*) što otežava predvidljivost preciznog efekta utjecaja monetarne politike na gospodarstvo i razinu cijena.

Shema 5. Prikaz transmisijskog mehanizma Europske središnje banke



Izvor: izrada autora prema ESB web stranici:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html> [25.4.2020.]

Na shemi 5. prikazano je djelovanje transmisijskog mehanizma ESB-a. Promjenama u službenoj kamatnoj stopi, ESB utječe na količinu novca i visinu kamatnih stopa u bankovnom sustavu. Na službenu kamatnu stopu utječu tri ključne kamatne stope: kamatna stopa na

¹¹³ ECB (2011) The monetary policy of the ECB. Njemačka: Frankfurt na Majni, op. cit., str. 70. – 71. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> [24. 4. 2020.]

graničnu mogućnost kreditiranja (*marginal lending facility: 0,25%*), kamatna stopa na mogućnost depozita (*deposit facility: -0,50%*) i kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (fiksna stopa) (*main refinancing operations: 0,00%*).¹¹⁴

Kamatna stopa na graničnu mogućnost kreditiranja služi kako bi ESB regulirao prekonoćnu likvidnost nacionalnih središnjih banaka (NSB). Po toj stopi NSB-e posuđuju od ESB sredstva u zamjenu za prihvaćeni kolateral, poput vrijednosnih papira, kako bi ESB bio siguran da će NSB vratiti posuđeni novac.¹¹⁵ Druga stopa je kamatna stopa na mogućnost depozita po kojoj ESB obračunava prekonoćne depozite koje NSB naprave kod ESB-a. Ova i prethodna stopa se još zovu instrumentima monetarne politike stalno raspoloživih mogućnosti. Vidljivo je da je kamatna stopa na mogućnost depozita negativna te da je kamatna stopa na graničnu mogućnost kreditiranja niska što je indikator ekspanzivne monetarne politike (povećanja likvidnosti). Treća stopa je kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO) je ista kao stopa na graničnu mogućnost kreditiranja, ali likvidnost nije prekonoćna, već tjedna. Ova i prethodne dvije stope ESB određuje svakih šest tjedana.¹¹⁶ Promjene službenih kamatnih stopa središnje banke direktno utječu na kamatnjake na međubankovnom tržištu i indirektno na kamatnjake na depozite i kredite banaka. Očekivanja budućih promjena i smjera kretanja službenih kamatnjaka središnje banke djeluju na formiranje kratkoročnih, srednjoročnih i dugoročnih kamatnjaka na tržištu. Nadalje, službena kamatna stopa utječe na kretanje cijena različitih oblika financijske (cijena dionica, promjena deviznog tečaja) i nefinancijske imovine (promjena cijena nekretnina) i sl. Promjene u vidu rasta kamatnjaka negativno djeluju na potrošnju stanovništva i investicije poduzeća. Potrošnja stanovništva i financiranje investicija poduzeća uvjetovani su kretanjem cijena imovine u smislu promjene vrijednosti bogatstva i mogućnosti potrošnje (kanal bogatstva). Promjena cijena imovine na tržištu djeluje na promjenu vrijednost imovine kao kolaterala pri zaduživanju, što utječe na odluke zajmoprimaca i zajmodavaca.¹¹⁷

¹¹⁴ ECB (2020) Key ECB interest rates. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html [22. 4. 2020.]

¹¹⁵ ECB (2020) What is the marginal lending facility rate? Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.en.html [22. 4. 2020.]

¹¹⁶ ECB (2020) What is the main refinancing operations rate? Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.en.html> [22. 4. 2020.]

¹¹⁷ Ivanov, M. (2018) *Sadržaj, ciljevi i implementacija monetarne politike ECB-a / Eurosustava*. Prezentacija, smjer Financije: Ekonomski fakultet Zagreb

4.2. Usporedba transmisijskih mehanizama u zemljama regije i europodručju

Europodručje je veliko gospodarstvo koje se sastoji od 19 država članica. Ono je u usporedbi sa zemljama regije relativno zatvoreno gospodarstvo u kojem utjecaj deviznog tečaja na razinu cijenu nije velik. Izvoz dobara i usluga izvan EU iznosi 28,3% BDP-a, a uvoz dobara i usluga 24,7% BDP-a. Udio izvoza europodručja u svjetskoj trgovini (ne uključujući trgovinu između država unutar europodručja) iznosi 15,8% BDP-a. Udio trgovine europodručja s ostalim zemljama iznosi 53% BDP-a.¹¹⁸ Usporedbe radi, prema podacima iz 2018. g., Albanija ima najmanji stupanj otvorenosti sa 77,08% trgovine u BDP-u što dokazuje velike razlike u otvorenosti između država regije i europodručja.

Monetarna politika transmisijskih mehanizama u tranzicijskim zemljama (zemljama u razvoju) se razlikuje od transmisijskih mehanizama razvijenih zemalja (europodručja). Zbog nestabilne političke situacije, u tranzicijskim zemljama postoji nerazvijenost finansijskih institucija što rezultira slabijim transmisijskim kanalima monetarne politike.¹¹⁹ Transmisijski mehanizam europodručja je nepredvidiv pošto se europodručje sastoji od puno zemalja s različitim gospodarskim strukturama.¹²⁰

Uspoređivanje transmisijskih mehanizama europodručja i zemlja regije je neprecizno zbog kompleksnosti mehanizma europodručja i transmisijskih mehanizama unutar same države, no neke sličnosti i razlike postoje. Što se tiče zemalja regije, Srbija, Rumunjska i Albanija koje koriste strategiju ciljanja inflacije imaju najbliži transmisijski mehanizam s europodručjem. Obje grupe transparentno objavljuju inflaciju sidreći očekivanja subjekata i tako kontrolirajući kanal inflacijskih očekivanja. Države koje ciljaju inflaciju utječu alterniranjem službenih kamatnih stopa na ponudu novca (najsnažniji kanal kamatnjaka je u Albaniji), a time i inflaciju što je donekle sličnost s europodručjem. Razlika je u kanalu deviznog tečaja koji ima puno veći utjecaj u državama koje su visoko euroizirane (Srbija, Albanija) i koje imaju visoki postotak uvoza u trgovini. Zbog kompleksnosti transmisijskog sustava europodručja, vremenski odmaci su dulji u europodručju nego u zemljama regije te je potrebna detaljnija analiza utjecaja monetarne politike u budućnosti.

¹¹⁸ ECB (2020) Structure of the euro area economy. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html#ftn8_2_1 [26. 4. 2020.]

¹¹⁹ Čela, A. i Turan, G. (2019) *The analysis of the monetary transmission mechanism in Albania using VAR*, op. cit. 50. Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/338536311_The_analysis_of_the_monetary_transmission_mechanism_in_Albania_using_VAR [22. 4. 2020.]

¹²⁰ ECB (2000) *Monetary policy transmission in the euro area* [online]. Njemačka: ECB Monthly Bulletin, srpanj, str. 2. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mbjul2000_article07.pdf [26. 4. 2020.]

4.3. Perspektiva ulaska Bugarske i Rumunjske u ERM II

ERM II (*exchange rate mechanism*) je kratica za europski tečajni režim koji je dio konvergencijskih kriterija pod stavkom stabilnosti tečaja. Kolokvijalno se još naziva „čekaonica za euro“.

Konvergencijski kriteriji za pristupanje europodručju su: stabilnost cijena (ne može biti viša od 1,5 postotnih bodova iznad stope triju država članica koje su ostvarile najbolje rezultate), zdrave i održive javne financije (državni deficit ne može biti viši od 3 % BDP-a te državni dug ne može biti viši od 60% BDP-a. Idući kriterij je dugoročna kamatna stopa ne smije biti viša od 2 postotna boda iznad stope triju država članica koje su ostvarile najbolje rezultate s obzirom na stabilnost cijena. Zadnji kriterij je stabilnost tečaja, odnosno zemlja kandidat mora sudjelovati u tečajnom mehanizmu (ERM II) najmanje dvije godine bez značajnih odstupanja od središnjeg tečaja ERM II, a tijekom tog razdoblja središnji bilateralni tečaj njegove valute ne smije devalvirati u odnosu na euro. „Tečajnim mehanizmom osigurava se da fluktuacije tečaja između eura i drugih valuta EU-a ne narušavaju gospodarsku stabilnost na jedinstvenom tržištu: dogovoreni tečaj za zemlje koje ne pripadaju europodručju utvrđen je u odnosu na euro, a fluktuacije su dopuštene samo u okviru granice od 15% ispod ili iznad tog dogovorenog središnjeg tečaja.“¹²¹ Članice koje su ERM II mehanizmu mogu se odlučiti za užu fluktuacijske granice, ali ta odluka neće imati nikakav utjecaj na održavanje službene $\pm 15\%$ fluktuacijske margine, osim ako ne dođe do dogovora između ERM II dioničara.¹²² Participacija u ERM II je dobrovoljna, no kako je članstvo u ovom tečajnom režimu jedan od konvergencijskih kriterija za prihvaćanje eura kao domaće valute, očekuje se od novih zemalja članica priključenje u ERM II nekad u budućnosti.¹²³

Bugarska i Rumunjska su ušle u Europsku uniju 2007. g. u sklopu petog vala EU proširenja. Rumunjska je postavila 2024. g. kao godinu prihvaćanja eura, dok Bugarska nema službeno objavljeno vrijeme prihvaćanja eura.

¹²¹ Europsko vijeće, Vijeće Europske Unije (2020) Naslovnica, Politike, Pridruživanje europodručju. Dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/> [26. 4. 2020.]

¹²² Europska komisija(2020) Home,..., Politike, Adoption of the fixed euro conversion rate, ERM II – the EU's Exchange Rate Mechanism. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en [27. 4. 2020.]

¹²³ Ćorić T. i Deskar-Škrbić M. (2017) *Croatian path towards the ERM 2: Why, when and what can we learn from our peers?* Ekonomski pregled, 68 (6), str. 612.

Tablica 2. Konvergenijski kriteriji Bugarske, Hrvatske i Rumunjske

		Stabilnost cijena*	Proračunska kretanja i projekcije države		Tečaj		Dugoročna kamatna stopa* (ref. vrijednost 2020. = 2,9%)	
		<i>Inflacija mjerena HIPC-om (ref. vrijednost 2020. = 1,8%)</i>	<i>Država s prekomjernim deficitom</i>	<i>Suficit (+) ili deficit (-) proračuna opće države</i>	<i>Duga opće države</i>	<i>Valuta sudjeluje u ERM-u II</i>	<i>Tečaj u odnosu na euro</i>	
Bugarska	2018.	2,6%	NE	2,0%	22,3%	NE	0,0	0,9%
	2019.	2,5%	NE	2,1%	20,4%	NE	0,0	0,4%
	2020.	2,6%	NE	-2,8%	25,5%	NE	0,0	0,3%
Hrvatska	2018.	1,6%	NE	0,2%	74,7%	NE	0,6	2,2%
	2019.	0,8%	NE	0,4%	73,2%	NE	0,0	1,3%
	2020.	0,9%	NE	-7,1%	88,6%	NE	-1,0	0,9%
Rumunjska	2018.	4,1%	NE	-2,9%	34,7%	NE	-1,9	4,7%
	2019.	3,9%	NE	-4,3%	35,2%	NE	-2,0	4,5%
	2020.	3,7%	DA	-9,2%	46,2%	NE	-1,1	4,4%

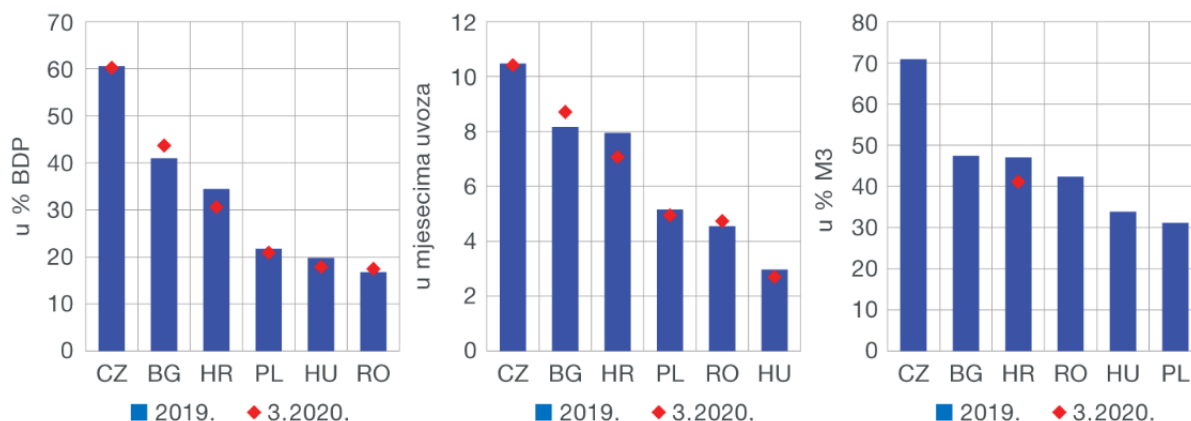
Izvor: izrada autora prema Izvješću o konvergenciji ECB-a za 2020. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202006~9fefc8d4c0.hr.html#toc41> [13.6.2020.]

Gledajući kriterij stabilnosti cijena na tablici 2, jedina je Hrvatska ostala debelo ispod referentne vrijednosti u zemljama regije. Lošiji rezultati za 2020. godinu su posljedica utjecaja COVID-19 pandemije koja je utjecala na veća zaduživanja države u cilju spašavanja ekonomije što je ESB uzeo u obzir. Rumunjska već tri godine za redom ima najvišu stopu inflacije u cijeloj Europskoj uniji. Ona ne ispunjava niti jedan kriterij konvergenijskih kriterija, osim udjela duga opće države u BDP-u. Vrijednosti tečaja su izražene u postocima odstupanja od tečaja prema euru gdje je negativni predznak deprecijacija, a pozitivni predznak aprecijacija. Bugarska je skratila problem održavanja tečaja s eurom ulaskom u režim valutnog odbora. Hrvatska ispunjava sve kriterije, osim članice režima ERM II. Iako je vrijednost prekomjernog duga opće države u BDP-u iznad 60% BDP-a, on se smanjuje u dovoljnoj mjeri i približava se referentnoj vrijednosti zadovoljavajućim tempom smanjenjem razlike u odnosu na referentnu vrijednost u prethodne tri godine po prosječnoj stopi od dvadesetine godišnje.

Zemlje unutar ERM II moraju provesti najmanje dvije godine, dok gornja godišnja granica nije određena, primjer je Danska koja se opredijelila za ostanak u ERM II „vječno“. Članica ERM II je od 1999. godine. Za ulazak u ERM II države trebaju poslati pismo namjere. Uz Hrvatsku,

pismo namjere je poslala Bugarska, dok je Rumunjska iskazala namjeru ali još nije poslala pismo. Približno godinu dana traju pripreme i dogovori u kojima sudjeluju Europska komisija, Europska središnja banka i Euroskupina (sastavljena od ministara financija država članica koje koriste euro kao vlastitu valutu). Hrvatska je poslala pismo 4. srpnja 2019. g., a Bugarska 29. lipnja 2018. godine.¹²⁴ Ulaskom Bugarske i Rumunjske u europodručje izgubila bi se neovisnost monetarne politike, ali bi se situacija s eksternim financijama poboljšala. Štoviše, bugarska monetarna politika već dulje vrijeme nema neovisnu monetarnu politiku zbog režima valutnog odbora (fiksna devizna tečaj). Rumunjskoj bi se više isplatilo ući u europodručje zbog visokog deficita platne bilance te zbog popratne deprecijacije. Obje imaju relativno sličan stupanj euroizacije (gledajući devizne kredite i devizne depozite), oko 38%. Ulaskom u europodručje, vanjski dug bi postao domaći dug eliminirajući potrebu za devizama koji je Bugarskoj 2019. g iznosio 56,29% BDP-a, a u Rumunjskoj 47,27% BDP-a.¹²⁵

Grafikon 9. Bruto međunarodne pričuve u % BDP-a, u mjesecima uvoza i u % M3 agregata.



Izvor: HNB, dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva#footnote-4> [28.4.2020.]. **Napomena:** Relativni omjeri pričuva te BDP-a i uvoza za ožujak 2020. izračunati su kao omjer bruto međunarodnih pričuva na kraju ožujka 2020. i nominalnog BDP-a odnosno uvoza u 2019. godini.

Na grafikonu 9. prikazane su sve zemlje koje bi trebale uvesti euro prema ugovoru sklopljenom za pristupanje EU. Vidljivo je da Bugarska i Hrvatska imaju najviše stope bruto međunarodnih pričuva što znači da imaju alat za održavanje tečaja stabilnim u budućnosti. Rumunjski BMP

¹²⁴ Šonje, V. (2019) *Što trebate znati o hrvatskom pismu namjere za ulazak u Europski tečajni mehanizam*. Ekonomski lab., 5. srpnja. Dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/sto-trebate-znati-o-hrvatskom-pismu-namjere-za-ulazak-u-europski-tečajni-mehanizam/> [28.4.2020.]

¹²⁵ CEIC Data (2020) Home, Countries. Dostupno na: <https://www.ceicdata.com/en/countries> [28.4.2020.]

na prvom grafikonu nije velik jer to nije prava metrika za njih, pošto imaju daleko najveći BDP u regiji. Prema podacima iz 2018. g., Rumunjska ima BDP 239,5 milijardi USD, Hrvatska 60,98 milijardi USD, a Bugarska 65,13 milijardi USD. Rumunjski BDP rast je ponajviše ostvaren privatnom potrošnjom koja čini 64% BDP-a¹²⁶ koja je jednim dijelom uzrokovana porastom nadnica (posebice u javnom sektoru) zbog zasićenosti tržišta rada. Nadnice su rasle dvoznamenkastim brojem četiri godine za redom, npr. rast nadnica iz 2018. g. na 2019. g. je bio 14,1%. Pošto je tržište zasićeno, trošak zapošljavanja novih radnika je skup, te nadnice rastu. Razlog zasićenog tržišta rada je manjak radne snage koji se očituje ekonomski aktivnim stanovništvom (radna snaga) koje je nešto manji od 70% (udio hrvatske radne snage je najniži u Europi, oko 65%). Nadalje, Rumunjska ima najveći udio u migraciji radne snage u Europi s oko 22% stanovništva koji rade u inozemstvu. Druga je Hrvatska s oko 15% radne snage u inozemstvu. Nadalje, niska stopa nezaposlenosti utječe na višu rumunjsku inflaciju koju (Phillipsova krivulja).¹²⁷

Uvođenjem eura smanjili bi se pritisci na tečaj, posebice u Rumunjskom slučaju koji trenutno pati od deprecijacijskih pritisaka te bi se popravila percepcija rizika zemlje. Rumunjska trenutno ima visok deficit platne bilance (-9,2%, 2020. g.). Deprecijacija valute odgovara u ovoj situaciji ne bi li se smanjio uvoz roba iz inozemstva. Bugarski transmisijski mehanizam je već sada pod velikim utjecajem ESB-ove kamatne stope, tako da bi ulaskom u europodručje taj utjecaj nestao i gospodarstvo bi se lako prilagodilo. Rumunjska bi uvođenjem eura mogla smanjiti kamatne stope i izaći iz začaranog kruga inflacije, stranih priljeva, tečajnih pritisaka i likvidnosti.

4.4. Strategija uvođenja eura u Hrvatskoj

Hrvatskoj je već dulje vrijeme u interesu što prije uvesti euro ponajviše zbog specifičnih strukturnih obilježja. Najviše se ističe visok stupanj euroizacije i visoka razina duga izraženog u eurima. Monetarna strategija Hrvatske je implicitno nominalno sidro deviznog tečaja u

¹²⁶ CEIC Data (2020) Home, Countries/Regions, Romania, Romania Private Consumption: % of GDP. Dostupno na: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/romania/private-consumption--of-nominal-gdp> [28.4.2020.]

¹²⁷ ING (2019) Snap, Wage growth in Romania still going strong, 8. listopada 2019. Dostupno na: <https://think.ing.com/snaps/romania-wage-growth-stays-strong/> [28.4.2020.]

stabilized arrangement režimu, tj. režimu u kojem se ne koristi niti jedno eksplicitno sidro, ali se oslanjanja na sidro deviznog tečaja.¹²⁸

Prema publikaciji Vlade RH *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj*, „Hrvatska je zemlja koje je trgovinski snažno integrirana s europodručjem.“ Postoji visok stupanj otvorenosti gospodarstva (60% ukupnog uvoza iz europodručja i nešto više od 55% ukupnog izvoza u europodručje). „Nadalje, snažna trgovinska integracija vodi bržem i snažnijem prelijevanju šokova između trgovinskih partnera, pa je i veća vjerojatnost usklađenosti poslovnih ciklusa među partnerima, a time i koristi od zajedničke monetarne politike. Hrvatska kriterije trgovinske integracije uvelike zadovoljava“ iako je najmanja država članice EU po broju stanovnika koja koristi nacionalnu valutu.¹²⁹

Što se tiče same strategije uvođenja eura u Hrvatsku, ona je obavezna uvesti zajedničku valutu Europske unije, no članice same odlučuju kada žele započeti proces uvođenja eura. Ulazak u ERM II mehanizam je ključan. Nakon ulaska u ERM II, Hrvatska bi držala kriterije konvergencije ispod referentnih vrijednosti te nakon dvije godine najranije uvela euro. Pri razmatranju zahtjeva za pristupanje tečajnom mehanizmu države članice i institucije EU-a uzimaju u obzir ostvareni stupanj realne konvergencije. Realnom konvergencijom želi se provjeriti je li realna konvergencija zasnovana na zdravim temeljima (povećanje produktivnosti i konkurentnosti) jer se dokazalo da se gospodarska ekspanzija rubnih država članica prije izbijanja svjetske financijske krize temeljila se na inozemnom zaduživanju i snažnom rastu domaće potražnje, što je stvorilo znatne makroekonomske neravnoteže. Nakon izbijanja svjetske financijske krize rubne države ušle su u duboku recesiju te su njihova gospodarstva divergirala u odnosu na države jezgre. Realna konvergencija se uspoređuje s bruto domaćim proizvodom po stanovniku nove države članice EU i s ponderiranim prosjekom BDP-a po stanovniku 12 izvornih članica europodručja (EA-12), iskazano prema paritetu kupovne moći. Nove članice su pristupale tečajnom režimu po različitim razinama relativnog dohotka, pri čemu je BDP per capita iznosio između 43% i 90%. U 2016. g., BDP per capita Hrvatske iznosio je 55,4% ponderiranog prosjeka EA-12, približno istoj vrijednosti Slovačke kada je pristupila ERM II.¹³⁰ Postoji prostor za ubrzanje realne konvergencije provedbom strukturnih reformi, s

¹²⁸ International Monetary Fund (2018) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, str. 6. Dostupno na: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/AREAER/areaer-2018-overview.ashx> [3.11.2019.]

¹²⁹ Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2018) *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj – prijedlog*, str. 10.-11. Dostupno na: <https://www.mingo.hr/public/documents/Eurostrategija%20-%20FINAL.pdf> [29.4.2020.]

¹³⁰ Ibid, *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj – prijedlog*, op. cit., str. 48.

obzirom na to da Hrvatska zaostaje u kretanju ukupne faktorske produktivnosti. Hrvatski BDP per capita rast se temeljio na akumulaciji kapitala, velikim dijelom u niskoproduktivnim sektorima poput trgovine, građevinarstva i ulaganja u nekretnine, a ne na rastu produktivnosti.¹³¹

Unatoč smanjenju dijela neravnoteža Europska komisija zaključila je u ožujku 2018. g. da su one u Hrvatskoj i dalje prekomjerne. Iako je ostvaren napredak glede pojedinih neravnoteža, Europska komisija Hrvatsku i dalje svrstava u skupinu država koje imaju prekomjerne neravnoteže. Kada je riječ o politikama kojima se navedene neravnoteže mogu ublažiti, Europska komisija istaknula je da postoji potreba za boljim upravljanjem javnim financijama, modernizacijom javne uprave, poboljšanjem poslovnog okruženja i reformama na tržištu rada, posebno u smislu povećanja stope aktivnosti radne snage.¹³²

Pripreme za pristupanje tečajnom mehanizmu započinju konzultacijama s državama članicama europodručja i institucijama EU-a, a potom i s radnom skupinom Euroskupine, pri čemu država članica obznanjuje svoje ciljeve glede sudjelovanja u tečajnom mehanizmu. Prvi korak je napravljen podnošenjem zahtjeva, koji je Hrvatska poslala u srpnju 2019. g. Važno je naglasiti da je određivanje središnjeg pariteta nacionalne valute prema euru i granica fluktuacija ključan dio pregovora o sudjelovanju u tečajnom mehanizmu koji određuje Vlada i HNB. Pri utvrđivanju ciljanoga središnjeg pariteta vodit će se računa o utjecaju tečaja na makroekonomsku stabilnost i odredit će se ciljane granice fluktuacija deviznog tečaja. Nakon pravne konvergencije, Vijeće EU donosi odluku s ESB-om o ispunjavanju kriterija te neopozivo fiksiranju stope zamjene valute.

Prema dosadašnjim ostvarenjima mjereno referentnim vrijednostima kriterija konvergencije, Hrvatska je u zadnjih 14 godina najviše imala problema s kriterijima stabilnosti cijena i proračunskog salda koji je rezultat ponajviše duboke recesije 2008. godine. Također, interesantno je spomenuti da je Hrvatska odradila obavezne dvije godine u ERM II mehanizmu, danas bi imala euro jer ispunjava sve ostale konvergencijske kriterije.

¹³¹ Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2018) *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj – prijedlog*, op. cit., str. 49. Dostupno na:

<https://www.mingo.hr/public/documents/Eurostrategija%20-%20FINAL.pdf> [29.4.2020.]

¹³² Ibid, str. 54. -55.

5. ZAKLJUČAK

Transmisijski mehanizmi monetarne politike se nikad ne mogu u potpunosti predvidjeti. U gospodarstvu postoji pregršt međusobno povezanih makro i mikroekonomskih varijabli koje utječu međusobno jedna na drugu u različitim intenzitetima, smjerovima i vremenskim odmacima. Kako bi monetarna politika bila uspješna, zadaća središnjih banaka je razumjeti funkcioniranje pojedinih kanala i njihov intenzitet. Nakon razumijevanja učinaka instrumenta monetarne politike na cijene ili proizvodnju, središnje banke donose odluku o monetarnoj strategiji koja može biti eksplicitnog ili implicitnog karaktera. Monetarna strategija planski omogućava djelovanje monetarne politike u ostvarenju zadanih operativnih, intermedijarnih i krajnjih ciljeva. Izbor monetarne strategije ovisi o ekonomskim i strukturnim karakteristikama države koje su se formirale kroz njezinu povijest. Strukturne karakteristike država jugoistočne Europe imaju više sličnosti nego različitosti, dok je obrnuti slučaj u usporedbi sa zemljama europodručja. Zemlje jugoistočne Europe karakterizira velika trgovinska otvorenost gospodarstva, mala veličina u terminima BDP per capita, velika uvozna zavisnost, stupanj euroizacije, nerazvijenost financijskih tržišta, povijest volatilnosti inflacije i prevelika zaduženost. Nerazvijenost financijskih tržišta i visoka euroizacija otežavaju funkcioniranje monetarne politike koja je rezultat ograničenih učinaka transmisijskih mehanizama koji se baziraju na veoma osjetljivom kanalu deviznog tečaja. Većina promatranih država je imala sličnu monetarnu povijest kao republike u Jugoslaviji, za razliku od Rumunjske, Bugarske i Albanije koje su imale neovisnu monetarnu politiku dulje vrijeme. Rumunjska je jedina država regije koja se gotovo po svim strukturnim karakteristikama izdvaja iz grupe, no njezina ekonomija nije toliko stabilna koliko Hrvatska. Rumunjski BDP je veći za otprilike četiri puta od prosjeka BDP-a ostalih država SEE regije, no taj gospodarski rast nastao je na klimavim temeljima što je prikazano u neravnotežama kriterijima iz Maastrichta. Europodručje odlikuje razvijenost financijskih tržišta, kompleksan transmisijski mehanizam, mala uvozna zavisnost i ne tipična monetarna strategija. Gledano geografski i ekonomski, Hrvatska se nalazi na granici zapadne i istočne Europe, odnosno razvijene i ne razvijene Europe. Ulaskom u EU Hrvatska je postala granična država Unije i time otvorila put drugim državama regije. Drugi korak ka boljoj ekonomskoj integraciji sa zapadnim zemljama Hrvatska će napraviti ulaskom u europsku monetarnu uniju. Hrvatskoj je to plan već dulji niz godina što dokazuje ne provođenje promjene monetarne strategije i prelaska na ciljanje inflacije uzimajući u obzir izuzetno veliki stupanj euroizacije. Vremenski ulazak Hrvatske u EMU bit će teško procijeniti zbog globalne pandemije korona virusa koja će vrlo vjerojatno utjecati na ostvarenje mastriških kriterija.

LITERATURA

1. Albanska središnja banka, *Godišnja izvješća*. Tirana: Albanska središnja banka.
Dostupno na: https://www.bankofalbania.org/Publications/Periodic/Annual_Report/
[11.11.2019.]
2. Albanska središnja banka, Monetary policy, Objective and Strategy. Dostupno na:
https://www.bankofalbania.org/Monetary_Policy/Objective_and_strategy/
[3.11.2019.]
3. Benić, Đ. (2014) *Monetarna politika: Transparentnost središnje banke i ciljanja inflacije* [online], god XXIII., br.1.. Dubrovnik: Ekonomska misao i praksa.
4. Besimi, F. (2004). *The Role of the Exchange Rate Stability in a Small and Open Economy: The Case of the Republic of Macedonia* [online]. National Bank of the Republic of Macedonia. Dostupno na:
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID989173_code699519.pdf?abstractid=989173&mirid=1 [3.11.2019.]
5. Borozan, Dj. (2011) *Granger causality and innovation accounting analysis of the monetary transmission mechanism in Croatia*. Post-Communist Economies Vol. 23, prosinac, br. 4.
6. Budina, N., Maliszewski, W., de Menil, G. i Turlea, G. (2006) *Money, inflation and output in Romania, 1992 – 2000*. Journal of International Money and Finance 25.
Dostupno u: ScienceDirect. [6.5.2020.]
7. Bugarska središnja banka, *Godišnje izvješća*. Sofija: Bugarska središnja banka.
Dostupno na:
<http://bnb.bg/ResearchAndPublications/PubPeriodical/PubPAnnualReport/index.htm>
[11.11.2019.]
8. Carey, H. F. (ed.) (2004) *Romania since 1989: Politics, Economics, and Society*. SAD: Lexington Books.
9. CEIC Data (2020) Home, Countries. Dostupno na:
<https://www.ceicdata.com/en/countries> [28.4.2020.]
10. CEIC Data (2020) Home, Countries/Regions, Romania, Romania Private Consumption: % of GDP. Dostupno na:
<https://www.ceicdata.com/en/indicator/romania/private-consumption--of-nominal-gdp>
[28.4.2020.]

11. Čela, A. i Turan, G. (2019) *The analysis of the monetary transmission mechanism in Albania using VAR*. Dostupno na:
https://www.researchgate.net/publication/338536311_The_analysis_of_the_monetary_transmission_mechanism_in_Albania_using_VAR [22. 4. 2020.]
12. Crnogorska središnja banka, Home, Ključne funkcije, Monetarna politika. Dostupno na: <https://www.cbcg.me/me/kljucne-funkcije/monetarna-politika> [4.11.2019.]
13. Ćorić T. i Deskar-Škrbić M. (2017) *Croatian path towards the ERM 2: Why, when and what can we learn from our peers?* Ekonomski pregled, 68 (6).
14. De Grauwe, P. (2007): *Economics of Monetary Union*. SAD, New York: Oxford University Press.
15. Dumičić, K., Čibarić, I. i Horvat, N. (2010) The analysis of monetary transmission mechanism in Croatia using cointegration approach. *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 1.
16. Europska komisija (2020) Home,..., Politike, Adoption of the fixed euro conversion rate, ERM II – the EU's Exchange Rate Mechanism. Dostupno na:
https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en [27. 4. 2020.]
17. Europska središnja banka (2000) Monetary policy transmission in the euro area. Njemačka: ECB Monthly Bulletin, srpanj: Dostupno na:
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mbjul2000_article07.pdf [26. 4. 2020.]
18. Europska središnja banka (2011) The monetary policy of the ECB. Njemačka: Frankfurt na Majni. Dostupno na:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> [24. 4. 2020.]
19. Europska središnja banka (2019) Occasional Paper Series: Financial stability assessment for EU candidate countries and potential candidates. Dostupno na:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op233~ae2d552448.en.pdf> [18.4.2020.]
20. Europska središnja banka (2020) Izvješće o konvergenciji ECB-a za 2020. Dostupno na:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/ecb.cr202006~9fefc8d4c0.hr.html#toc41> [13.6.2020.]

21. Europska središnja banka (2020) Key ECB interest rates. Dostupno na:
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html [22. 4. 2020.]
22. Europska središnja banka (2020) Structure of the euro area economy. Dostupno na:
https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html#ftn8_2_1 [26. 4. 2020.]
23. Europska središnja banka (2020) The euro outside Europe. Dostupno na:
https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/euro_outside_europe.en.html
 [24. 4. 2020.]
24. Europska središnja banka (2020) What is the main refinancing operations rate?.
 Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.en.html> [22. 4. 2020.]
25. Europska središnja banka (2020) What is the marginal lending facility rate? Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/marginal_lending_facility_rate.en.html [22. 4. 2020.]
26. Europska središnja banka, Home, Monetary Policy, Strategy. Dostupno na:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>. [4.11.2019.]
27. Europska Unija (2020). EUROPA, Kako funkcionira EU?, Zemlje, Dostupno na:
https://europa.eu/european-union/about-eu/countries_hr#pristupanje-eu-u [24.4.2020.]
28. Europsko vijeće, Vijeće Europske Unije (2020) Naslovnica, Politike, Pridruživanje europodručju. Dostupno na: <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/joining-the-euro-area/convergence-criteria/> [26. 4. 2020.]
29. Eurostat, Population od 1st January. Dostupno na:
<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tps00001> [8.4.2020.]
30. Gabor, D. (2008) *From Rhetorics to Practice in Monetary Policy: A Romani an Perspective*, Comparative Economic Studies (50). Ujedinjeno Kraljevstvo: University of Sterling, Department of Economics.
31. Georgescu, V. (1991). *The Romanians – A history*. SAD: Ohio State University Press.
32. Gruia, Cătălin (2012). "Metamorfozele leului". Rumunjska: National Geographic.
 Dostupno na:
<https://web.archive.org/web/20130612174354/http://www.mygeographic.ro/wp-content/uploads/2012/07/Romania-0712-local-currency-department.pdf> [8.4.2020.g.]
33. Hammond, G., Ravi Kanbur, S. M., Prasad, E. (2009) *Monetary policy frameworks for emerging markets*. Northampton, SAD: Edward Elgar Publishing Limited.

34. Houben, A. C. F. J. (2000) *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers
35. ING (2019) Snap, Wage growth in Romania still going strong, 8. listopada 2019. Dostupno na: <https://think.ing.com/snaps/romania-wage-growth-stays-strong/> [28.4.2020.]
36. INSTAT (2018): Demography and Social Indicators, Population, [online]. Dostupno na <http://www.instat.gov.al/en/themes/demography-and-social-indicators/population/publication/2020/population-in-albania-1-january-2020/> [4.4.2020.]
37. International Labour Organization (2020) ILOSTAT, Statistics on labour productivity. Dostupno na: <https://ilostat.ilo.org/topics/labour-productivity/> [1.5.2020.]
38. International Monetary Fund (2018) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* [online]. Dostupno na: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/AREAER/areaer-2018-overview.ashx> [3.11.2019.]
39. International Monetary Fund (2020) IMF Data, Financial Development Indeks Database. Dostupno na: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> [22.4.2020.]
40. Ivanov, M. (2012) *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima* [online]. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/606944/download/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> [3.11.2019.]
41. Ivanov, M. (2018) *Sadržaj, ciljevi i implementacija monetarne politike ECB-a / Eurosustava*. Prezentacija, smjer Financije: Ekonomski fakultet Zagreb
42. Ivanov, M. (2018) *Strategije i transmisijski mehanizmi monetarne politike*. Prezentacija, smjer Financije: Ekonomski fakultet Zagreb.
43. Jarvis, C. (1999) *The rise and fall of the pyramid schemes in Albania* [online]. IMF Working paper. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9998.pdf>
44. Kodheli, M. (2007) *Reasons that pushed Albania to Inflation targeting*. Verona: University of Verona: Economics Department.
45. Kolasi, G. (2001) *Monetary policy regimes and Bank of Albania's attitude*, Economic Bulletin vol 3. (4). Albanija: Bank of Albania (Statistics Department).
46. Kovatchevska, P. (2000) *The Banking and Currency Crises in Bulgaria: 1996 .- 1997*. Poljska, Varšava: Studies & Analyses, Center for Social and Economic Research.

47. Krstevska, A. (2008.) *The effectiveness of the transmission channels of the monetary policy in the Republic of Macedonia*. Int. J. Economic Policy in Emerging Economies, Vol. 1, br. 4. Sjeverna Makedonija: National Bank of the Republic of Macedonia, str. 381.
48. Lovrinović, I. i Ivanov, M. (2009) *Monetarna politika*. Zagreb: RRiF Plus d.o.o.
49. Marić, Ž. (2017) *Currency Board Policy and Economic Development of Bosnia and Herzegovina in the Context of European integration* [online]. Acta Economica, Vol. 15, br. 27.
50. Martin, V. (2016) *Veza između rezultata primene strategije dinarizacije i transmissionog mehanizma monetarne politike u Srbiji*. Srbija: Ekonomske ideje i praksa, prosinac, br.23. Dostupno na: <http://www.ekof.bg.ac.rs/wp-content/uploads/2014/10/Rad-3.pdf> [6.5.2020.]
51. Minea, A. i Rault, C. (2009) *Some New Insights into Monetary Transmission Mechanism in Bulgaria*. Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/227359258_Some_New_Insights_into_Monetary_Transmission_Mechanism_in_Bulgaria [3.11.2019.]
52. Mishkin, F. S. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7th edition. Sjedinjene Američke Države: Pearson.
53. Narodna banka Srbije (2020.) Načini djelovanja monetarne politike, Transmisioni kanali monetarne politike. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_6/index.html [18.4.2020.]
54. Narodna banka Srbije (2020.) Načini djelovanja monetarne politike, Transmisioni kanali monetarne politike, Kanal deviznog kursa. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/30/30_6/kanal_deviznog_kursa.pdf [18.4.2020.]
55. Narodna banka Srbije, Dragutinović, D. (2008.) *Radni papiri. Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije* [online]. Dostupno na: https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/2008_12_DD.pdf [18.4.2020.]
56. Nojković, A. i Petrović, P. (2015) *Monetary policy rule in inflation targeting emerging European countries: A discrete choice approach* [online]. Beograd: Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu. Dostupno na: <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.03.016> [3.11.2019.]

57. Pazardjiev, M. N., Vasilev A. Z. (2004) *Specificities of the Monetary Transmission Mechanism within the Bulgarian Currency Board Framework: The first five years*. Njemačka: Leibniz Information Centre for Economics.
58. Piotr Żuk (2019) *Montenegro's experience with unilateral euroization*. Poljska: Obserwator finansowy. Dostupno na: <https://www.obserwatorfinansowy.pl/in-english/macroeconomics/montenegros-experience-with-unilateral-euroization/> [1.5.2020.]
59. Pisha, A. i Vorpsi, B. (2010) *Monetary policy in Albanija during 20-th century economic crises: A comparative and historical perspective* [online]. Prezentacija za Tursku središnju banku. Istanbul. Dostupno na: http://www3.tcmb.gov.tr/konferanslar/SEEMHN/sunumlar/Arta_Pisha-Besa%20Vorpsi.pdf [4. 4. 2020. g.]
60. Roper, S. D. (2000) *The Unfinished Revolution (Postcommunist States and Nations)*. Nizozemska: Harwood academic publishers.
61. Roussenova, L. (2002) *The 1996-1997 financial crisis in Bulgaria*. Poljska, Varšava: International Seminar on Comparative Experiences in Confronting Banking Sector Problems in Central/Eastern Europe and Central Asia
62. Rumunjska središnja banka, *Godišnja izvješća*. Bukurešt: Rumunjska središnja banka. Dostupno na: <https://www.bnr.ro/Regular-publications-2504.aspx> [11.11.2019.]
63. Središnja banka Sjeverne Makedonije, NBRM (2020) Home, Monetary policy, Design of monetary policy. Dostupno na: http://www.nbrm.mk/postavienost_na_monietarnata_politika-en.nspk [3.5.2020.]
64. Svjetska Banka (2020) GDP per capita, PPP (current international \$). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?end=2018&locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK&start=2014> [1.5.2020.]
65. Svjetska Banka (2020) Trade (% of GDP) indicator). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK> [1.5.2020.]
66. Svjetska Banka (2020) Unemployment, total (% of total labor force) (national estimate). Dostupno na: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.NE.ZS?locations=BA-HR-BG-RO-RS-XK-AL-ME-MK> [1.5.2020.]
67. Svjetska Banka (2020) World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files, Exports of goods and services (% of GDP). Dostupno na:

- <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?end=2018&locations=AL-BA-BG-HR-RO-XK-RS-MK-ME&start=2014> [30.4.2020.]
68. Šmídková, K. (2002) *The transmission mechanism of monetary policy at the beginning of the third millennium*. Czech Journal of Economics and Finance. Dostupno na: <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econwp/mac/papers/0403/0403012.pdf> [6.11.2019.]
69. Šonje, V. (2019) *Što trebate znati o hrvatskom pismu namjere za ulazak u Europski tečajni mehanizam* [online]. Ekonomski lab., 5. srpnja. Dostupno na: <https://arhivanalitika.hr/blog/sto-trebate-znati-o-hrvatskom-pismu-namjere-za-ulazak-u-europski-tecajni-mehanizam/> [28.4.2020.]
70. The New York Times (1986) *Debt halved, Romania says*. The New York Times Archives, 28. studenog, str. 6, sekcija D.
71. Uvalić, M. (2010) *Serbia's Transition: Towards better future* [online]. Ujedinjeno Kraljevstvo, London: Palgrave Macmillan.
72. Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M. (2009) *Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije* [online]. Srbija: Ministarstvo finansija. Dostupno na: https://www.mfin.gov.rs/download/pdf/ekonomska_istrazivanja/studije/Inflatorno%20targetiranje%20kao%20nov%20rezim%20monetarne%20politike%20u%20Srbiji.pdf [6.5.2020.]
73. Visković, J. (2012) *Značaj monetarnih strategija za ostvarivanje financijske stabilnosti zemalja srednje i jugoistočne Europe*. Doktorska disertacija. Split: Ekonomski fakultet
74. Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2018) *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj – prijedlog*. Dostupno na: <https://www.mingo.hr/public/documents/Eurostrategija%20-%20FINAL.pdf> [29.4.2020.]
75. Žižmond, E. (1992) *The collapse of the Yugoslav Economy*. Soviet Studies, Vol. 44, br. 1. Taylor & Francis. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/152249> [11.4.2020.]

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Inflacija i brzina optjecaja novca M3	16
Grafikon 2. Kamatna stopa na depozite u razdoblju 1993. – 2018. godine	17
Grafikon 3. Inflacija u SFRJ i Srbiji (1980. – 1995.g.)	19
Grafikon 4. BDP per capita, nominirano u USD, korigirano za PPP u 2018. g.	25
Grafikon 5. Kreditna i depozitna euroizacija u SEE regiji (%) u 2019. godini.	27
Grafikon 6. Kretanje deviznog tečaja i inflacije u Srbiji (ožujak 1995. – ožujak 2008. g., međugodišnje postotne promjene)	30
Grafikon 7. Udio uvoza dobara i usluga u BDP-u u 2018. g. SEE regije	34
Grafikon 8. Udio trgovine (uvoz i izvoz) u BDP-u država SEE regije (2010. - 2018. g.) .	43
Grafikon 9. Bruto međunarodne pričuve u % BDP-a, u mjesecima uvoza i u % M3 agregata.	52

POPIS SLIKA

Slika 1. Regije Europe prema CIA World Factbook klasifikaciji	11
---	----

POPIS SHEMA

Shema 1. Strategija monetarne politike	4
Shema 2. Prikaz monetarnih strategija	6
Shema 3. Transmisijski mehanizam NBR-a (Rumunjske središnje banke)	40
Shema 4. Prikaz kanala bankovnih kredita u Srbiji.....	42
Shema 5. Prikaz transmisijskog mehanizma Europske središnje banke	47

POPIS TABLICA

Tablica 1. Intermedijarni i krajnji ciljevi i tečajni režimi odabranih zemalja jugoistočne Europe u 2020. godini.	12
Tablica 2. Konvergenijski kriteriji Bugarske, Hrvatske i Rumunjske.....	51

ŽIVOTOPIS

Kontakt: fran.basic@gmail.com

Fran Bašić je rođen 10. studenog 1994. godine u Zagrebu. Tamo je završio OŠ Vladimira Nazora te III. gimnaziju s pohvalama. Tijekom studija bio je aktivni član Športskog društva Ekonomskog fakulteta u rukometnoj sekciji. Kroz studij poslovne ekonomije stekao je zanimanje u području monetarne politike gdje je i kasnije bio demonstrator dvije akademske godine na katedri za Financije kod doc. dr. sc. Martine Nakić. Nakon završetka prvostupničkog studija s pohvalama (*cum laude*) diplomirajući unutar 10% najboljih studenata generacije, upisao je diplomski studij Financija. Ljetni semestar studija odslušao je i položio na jednom od ponajboljih europskih i belgijskih sveučilišta, *University of Ghent* u sklopu Erasmus programa razmjene studenata. Na inozemnoj razmjeni odslušao je predmete iz raznih područja kao što su korporativne financije, marketing i menadžment. Uz formalno obrazovanje, ulagao je tijekom studija i u neformalno obrazovanje položivši mnoštvo certifikata u organizaciji Sveučilišnog računalnog centra (SRCE), kao što su: Wordpress, osnove programiranja u Pythonu, napredni tečaj iz Excela te Googleovi certifikati Digitalna garaža i Google Analitika. Nadalje, tečan je u engleskom jeziku što dokazuje certifikatom CAE (C1) i talijanskom jeziku (B1). Već na prvoj godini studija, na natjecanju iz prezentacijskih vještina na engleskom jeziku *Organize Your Talk*, osvaja treće mjesto koje mu nudi jednomjesečnu praksu u INA Grupi. Nakon toga, šest mjeseci radi u noćnoj smjeni kao recepcionar u The Loop Hotelu u Zagrebu, da bi pred kraj studija radio kao praktikant u ekonomskom i gospodarskom uredu Belgijske ambasade u Hrvatskoj.