

# Monetarna politika u Hrvatskoj i naslijeđe akademika Ive Perišina

## Sažetak

Rad analizira pristup ekonomskoj/monetarnoj analizi koji je u svojim radovima koristio akademik Ivo Perišin na četiri konkretna primjera ekonomskih varijabli u Hrvatskoj: vanjskom dugu, slučaju „švicarac“, budućem rastu kamatne stope i ulasku Hrvatske u Eurozonu. Svaki primjer je korišten kako bi jasno pokazala različitost pristupa koji postoji u aktualnoj hrvatskoj monetarnoj znanosti i načinu na koji je Ivo Perišin pristupao ekonomskim/monetarnim problemima. Rad također analizira i trenutno stanje intelektualne ostavštine Ive Perišina i zaključuje da su se u Hrvatskoj uvelike zapustili radovi koje je u naslijeđe ostavio Ivo Perišin. Naše istraživanje pokazuje kako je neoliberalna ekonomika i monetaristička teorija i praksa središnje banke uzrokom neadekvatne monetarne politike Hrvatske narodne banke, što je dovelo do kumuliranja prevelikih makroekonomskih neravnoteža, zbog čega je Hrvatska morala ući u monitoring Europske unije u sklopu Europskog semestra.

JEL: E51, E52, G21

Ključne riječi: monetarna teorija, monetarna politika, financijalizacija, kreditni novac, diskontni prozor, transmisijski mehanizam, makroprudencijalna strategija, financijska globalizacija, ERM2, eurizacija, HNB

Doc. dr. sc. Neven Vidaković  
Znanstveni suradnik  
Zagrebačka škola ekonomija i menadžmenta, i  
Platinum Invest  
Đorđićeva 8  
10000 Zagreb  
Hrvatska  
[neven.vidakovic@platinuminvest.hr](mailto:neven.vidakovic@platinuminvest.hr)

Izv. prof. dr. sc. Dubravko Radošević  
Viši znanstveni suradnik  
Ekonomski institut Zagreb  
Trg J.F.Kennedy 6,  
10000 Zagreb  
Hrvatska  
[dradosevic@eizg.hr](mailto:dradosevic@eizg.hr)

## 1. Uvod

Akademik Ivo Perišin je svojim radovima više od 50 godina plijenio pozornost stručne i šire javnosti. Iako je bio profesor na Katedri za financije Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu ne treba zaboraviti da je značajan dio svoje karijere Ivo Perišin proveo u praksi na odgovornim dužnostima gdje je aktivno sudjelovao u kreiranju ekonomskih politika. Popis dužnosti koje je obavljao Ivo Perišin uistinu je impresivan, želimo istaknuti one najvažnije: bio je Guverner Narodne banke Jugoslavije 1969 – 1971, predsjednik hrvatske Vlade (Izvršnog vijeća Sabora SRH) 1971 – 1974, predsjednik Sabora SRH u razdoblju 1974 – 1978. U ovome razdoblju Ivo Perišin je imao prilike implementirati svoje teorije i u praksi, te jasno vidjeti rezultate ekonomskih/monetarnih mjera u izazovnim ekonomskim trenutcima kao što je bilo razdoblje sedamdesetih godina prošloga stoljeća.

Akademski rad Ive Perišina bio je izrazito opsežan i kompleksan. Perišin je bio plodonosan autor koji je cijeli svoj život objavljivao analize i radove. Iako se radi o značajnom volumenu napisanoga, cjelokupni rad Ive Perišina jeste u stvari pokušaj odgovora na samo jedno pitanje: kako novac (monetarna politika) utječe na ekonomsku aktivnost? Problem je vrlo kompleksan, te brojni monetarni ekonomisti izučavaju različite aspekte monetarne ekonomike. Važnost Perišinovoga rada je prije svega u tome što je aktivno otvarao nova polja analize i tražio je odgovore na pitanja koja nisu bila postavljena. Posebno je važno istaknuti činjenicu da je Perišin gledao novac u ekonomiji na dvije razine: makroekonomskoj i mikroekonomskoj razini.

Važna karakteristika Ive Perišina jeste i fokusiranost akademskoga rada kao što pokazuje bibliografija: Perišin (1959, 1961, 1965, 1966, 1972, 1975, 1975a, 1975b, 1975c, 1978, 1988, 2000), Perišin i Šokman (1983, 1985, 1992, 1997), Perišin, Šokman, Lovrinović (2001) bavio se monetarno - kreditnim odnosom u Hrvatskoj i globalnoj ekonomiji (financijskom globalizacijom). Prema tome, javni nastupi Ive Perišina uvijek su bili precizni i fokusirani, odnosili su se na novac kao ekonomsku pojavu, te je probleme monetarne politike sagledavao u kontekstu njezinog utjecaja na realni sektor ekonomije.

Ivo Perišin je jako puno svoga rada posvetio analizi monetarno - kreditnoga odnosa. Monetarni odnos je vezan za makroekonomski utjecaj novca u ekonomiji: kolanje novca i ekonomske varijable kao kamatna stopa i inflacija. Kreditni odnos je vezan za mikroekonomski utjecaj novca putem kredita u ekonomiji. Već u ranim djelima Perišin se je počeo naslanjati na radove poznatog hrvatskog monetarnog ekonomiste, koji je karijeru nastavio u SAD, na radove Joze Tomaševića (1938), koji je pružio prvi moderni okvir monetarno - kreditnoga odnosa u Hrvatskoj. Ova knjiga bila je izašla odmah nakon objavljivanja Keynesove „Opće teorije zaposlenosti, kamate i novca“ (Keynes, 1936), te je teoretski bila pod snažnim uplivom Keynesove teorije novca. Važnost kreditnoga odnosa je Perišin također naslijedio od svojih profesora. Tako eksplicitno citira profesora Vukičevića (1955) koji jasno naglašava važnost odnosa između realne privrede i komercijalnih banaka. Perišin sebe smatra slijednikom dra. Joze Tomaševića, istaknutog monetarnog ekonomiste iz Hrvatske. Knjiga Joze Tomaševića poslužila je kao idejni predložak za daljnji razvoj monetarno - kreditnoga odnosa na kojemu je cijeli svoj život radio akademik Ivo Perišin. Činjenica da je Perišin nastavio rad Joze Tomaševića jasno pokazuje da se je Perišin bavio monetarnom znanosti na visokoj znanstvenoj razini, a nije iz ideoloških razloga odbacio Tomaševića kao „buržoaskoga“ teoretičara. Perišin je s time pokazao znanstveni kontinuitet, te nedvosmisleno opredijeljene za keynezijanizam, kao podlogu svojih istraživanja. Ovakav kontinuitet monetarni ekonomisti i većina makroekonomista koji su se educirali u novoj Hrvatskoj nikada nisu pokazali prema Ivi Perišinu, iako, naravno, sa nekoliko izuzetaka. Upravo zato važno je naglasiti potrebu nastavka temelja koje je Perišin postavio i upravo zato autori sebe smatraju svojevrsnim slijednicima, uvjetno rečeno, „perišinovskoga“ pristupa analizi monetarno - kreditnih odnosa.

Potrebno je definirati „perišinovski pristup“. U osnovnoj interpretaciji autora radi se o ekonomskoj analizi koja se temelji na objektivnom sagledavanju činjenica bez a-priori podložnosti ekonomskoj dogmi, a u svom pristupu i interpretaciji temelji se na razumijevanje ekonomskih odnosa. Bez razumijevanja ekonomskih odnosa nije moguće donositi ekonomske politike.

Radi se o potrebi da se objektivno izvrši evaluacija radova naših prethodnika, bez nepotrebne ideologizacije monetarne ekonomike, kao posebne grane ekonomske znanosti, ali polazeći od modernih teoretskih ideja u monetarnoj ekonomici, koja su se posebice razvila nakon globalne financijske krize 2008. Znanstveni rad koji je prevladavao na ekonomskim fakultetima u Hrvatskoj bazira se na teoretskom okviru Keynes – Tomašević – Perišin, dok su autori ovog članka u novijim monetarnim analizama polazili i od teoretskog okvira Keynes – Fisher – Lucas – Minsky (Vidaković, 2016), odnosno Keynes – Fisher – Minsky (Radošević, 2018). Monetarna teorija doživjela je izuzetno velike pozitivne promjene (vidjeti evoluciju monetarne teorije, u: Issing and Wieland, 2012), posebice nakon globalne financijske krize 2008., te su predmet istraživanja različitih think – tankova (primjerice, MMF-a, Bruegel instituta, DIW instituta, IFO instituta i drugih njemačkih instituta, Brookings Institution, Levy Institute, CEPS-a, BIS banka, istraživačkih odjela različitih centralnih banaka - američkog FED-a New York, ECB-a, Bank of England, Banque de France, People's Bank of China, etc.). Ukratko, suštinske promjene monetarne paradigme svodila bi se na prihvaćanje i novu valorizaciju teorije inherentne financijske nestabilnosti Hymana Minskog (teorija financijskih ciklusa), na realnije sagledavanje neizvjesnosti (John M. Keynes, Philip Knight, Irving Fisher, Hyman Minsky, etc.), novije interpretacije dileme monetarne politike „rules versus discretion“ (reinterpretacija ranijih radova ekonomista Čikaške škole, dok je Čikaška škola još bila u sklopu tzv. instituonalne teorije ekonomije, to su radovi: Miltona Friedmana, Henry Simmonsa, a, kasnije, radovi Johna Taylora, Adair Turnera), te novih pogleda na povezanost monetarne politike i inflacije, odnosno optimalne inflacije nužne za tržišnu ekonomiju (Michael Woodford, William White, Olivier Blanchard, Larry Summers, Ben Bernanke, MMF), i nove interpretacije Philipsove krivulje (stručnjaci Bruegel instituta, etc.). Također, na novi način sagledava se povezanost monetarne politike i makroekonomske, odnosno stabilnosti financijskog sustava (Claudio Borio iz BIS banke, ekonomisti ECB-a i Istraživačkog odjela MMF-a, etc.). Endogena teorija novca, odnosno istraživanja iz oblasti emisije novca te kreiranja ponude kredita gospodarstvu (tzv. makroekonomika kreditnog novca) predmet su istraživanja brojnih autora (Moore, 2012; Palley, 2001. i 2013), u zadnje vrijeme, stručnjaka u Bank of England (MacLeay et al., 2014). U Hrvatskoj imamo potpuni nedostatak istraživanja teorije endogenog novca, te nove uloge poslovnih banaka u kreiranju kreditnog novca u modernim tržišnim ekonomijama. Primjerice, za razliku od moderne teorije novca, u Hrvatskoj nažalost još uvijek prevladava teorija depozitno – kreditne multiplikacije i financijske intermedijacije poslovnih banaka (preuzeta iz udžbenika Paula Samuelsona), kao osnova za vođenje monetarne politike i monetarnu analizu. Pojedini hrvatski makroekonomisti, pak, u novim analizi hrvatske monetarne politike uopće se ne referiraju na moderne poglede u monetarnoj teoriji i praksi centralnog bankarstva (vidjeti u: Tica, Nadoveza i Globan, 2016), polazeći od pojednostavljenog monetarizma, koji se u *mainstreamu* post – krizne monetarne ekonomike u inozemstvu smatra prevladanim i zastarjelim (nove makroekonomske i monetarne paradigme, te suvremene poglede na središnje bankarstvo, vidjeti opširnije u: Blanchard et al, 2010.; Blanchard and Summers, 2017.; Eichengreen et al., 2011.; Vidaković, 2016.; Radošević, 2018.).

Perišin naravno nije stao samo na monetarno - kreditnom odnosu, nego je analizirao taj odnos u globalnom kontekstu. Kao kulminaciju analize toga odnosa, imamo njegovu knjigu „Svjetski financijski vrtlog“ (Perišin 1988), djelo koje je prije svega značajno zbog činjenice da je uvelo globalizaciju, odnosno financijsku globalizaciju u ekonomsku/monetarnu analizu u Hrvatskoj. Na taj način analiza monetarno - kreditnoga odnosa je dobila još jednu dodatnu dimenziju: financijsku globalizaciju. Implikacije utjecaja globalizacije na malu otvorenu ekonomiju posebno su važne za Hrvatske, koja je mala otvorena ekonomija. Poseban je bio utjecaj globalne krize na ekonomsku krizu u Hrvatskoj, koja je u svojem punom intenzitetu započela 2009. godine (o specifičnim

aspektima trileme otvorene ekonomije i monetarnog suvereniteta, odnosno sinkronizacije globalnih financijskih ciklusa sa nacionalnim monetarnim strategijama, vidjeti opširnije u: Rey, 2013; te Radošević i Zdunić, 2018.).

Iz perspektive svjetskoga financijskoga vrtloga se može gledati i ulazak Hrvatske u ERM2 sustav i Europsku monetarnu uniju bila bi, prema našem mišljenju, trebao biti u gradualističkom i višefaznom procesu realne i nominalne konvergencije. Pri tome, ekonomske politike za ostvarivanje nominalne konvergencije, ako nisu prethodno provedene strukturne reforme, mogu biti deflacijske i mogu djelovati negativno na proces realne konvergencije. Posebice bi opasna situacija bila ulazak Hrvatske u ERM2 i nova kriza eurozone, pa bi kombinacija ova dva čimbenika djelovala prociklički ( deflacijski) na hrvatsko gospodarstvo, te bi imala utjecaja na proces dugotrajne (sekularne) stagnacije Hrvatske. Analizu takvih rizika dali smo u našoj analizi Europskog semestra (Radošević i Zdunić, 2018.).

Ako gledamo djelo Ive Perišina i odnos ostale akademske zajednice onda možemo taj odnos podijeliti u dva različita razdoblja. Možemo ih okarakterizirati kao razdoblje vodećih stavova, kada je Ivo Perišin bio vodeći monetarni stručnjak i dio tadašnjeg mainstrea i razdoblje u kojem su prestala originalna monetarna istraživanja u samostalnoj Hrvatskoj, te je mainstream postao neoliberalni.

Prvo je razdoblje u SFRJ gdje je Ivo Perišin sa Milutinom Ćirovićem (1980, 1987) i Dimitrijem Dimitrijevićem (1981) bio temelj tadašnje analize monetarno - kreditnoga odnosa. Stavovi koje je Ivo Perišin i jasno propagirao preko popularnih glasila su bili stavovi koji bi se danas nazvali „mainstream“ odnosno vodeći stavovi u monetarnom pristupu rješavanja ekonomskih problema. Akademska i politička rad Perišina je bio priznat i cijenjen u to vrijeme, te je imao znatan utjecaj na monetarnu politiku i središnju banku.

Drugo razdoblje je razdoblje u samostalnoj Hrvatskoj gdje je Perišinov rad gurnut u stranu od strane neoliberalnih ekonomista i potpuno pogrešno je okarakteriziran kao socijalistička teorija novca i monetarnog upravljanja<sup>1</sup>. HNB je tada, preuzela njemački koncept novčane politike, koji se bazirao na teoriji ordo – liberalizma (njemački, Ordnung und Liberalismus) i doktrinarnog monetarizma, iako je država u ratu primjenjivala deficitarno financiranje (kroz ekspanzivnu fiskalnu politiku) te ekspanzivnu monetarnu politiku, sa elementima emisije novca mimo kanala središnje banke. Hrvatski neoliberalni ekonomisti napravili su potpuno suprotno od onoga što je sam Ivo Perišin napravio kada je gradio svoju akademsku karijeru. Svatko tko je pročitao bilo koje izdanje Monetarno - kreditne politike jasno vidi da to djelo obiluje tada najmodernijom ekonomskom i

---

<sup>1</sup> Moramo analizirati nositelje mainstrea u Hrvatskoj. Naime, većina monetarističkih i neoliberalnih makroekonomista u Hrvatskoj, nije bila produktivna u svojem akademskom radu. Nekoliko medijski istaknutih monetarista, osim čestih istupanja u javnosti putem pristranih mainstrea medija, nisu objavljivali nikakve značajnije akademske radove, već su se pozivali na radove drugih ekonomista, najčešće onih iz inozemstva. Također, monetaristička teorija bila je posredovana putem MMF-a, jer je Hrvatska sukcesivno zaključivala stand – by aranžmane sa MMF-om, pa je kroz instrument „uvjetovanosti“ dobar dio centralnobankarskih politika bio u stvari uvjetovan i zadan od strane ekonomista iz MMF-a. Tipičan primjer je antiinflacijski/stabilizacijski program iz 1994. godine. MMF je taj program osmislio na standardan način, sa strategijom brze dezinflacije u uvjetima dolarizirane ekonomije, na osnovi fiksnog tečajnog režima, gdje je fiksni tečajni režim osnovno nominalno sidro za dezinflaciju. U takvom sustavu, središnja banka (HNB) djeluje na principima „valutnog odbora“, nema diskrecione monetarne politike, a osnovni cilj je monetarna stabilnost (niska inflacija), bez obzira na negativne ekonomske posljedice po realnu ekonomiju (pad proizvodnje, slabljenje izvoza, vanjskotrgovinski deficit, dezindustrializacija, rast nezaposlenosti, emigracije radne snage, etc.). Međutim, politika MMF-a je uvijek bila takva da je željela prikriti vlastiti odlučujući utjecaj na nositelje ekonomske/monetarne politike, te „domesticirati“ stabilizacijske programe (radi se o tzv. „programme ownership“), kako bi se politički olakšala provedba takvih stabilizacijskih programa po sistemu „šok terapije“. Tako je stvoren lažan utisak da je stabilizacijski program iz 1994. rezultat hrvatskih ekonomista, iako je u stvari to bio standardni program iz radionice ekonomista MMF-a (po modelu Washingtonskog konzensusa, odnosno neliberalne ekonomike). Ukratko, hrvatski ekonomisti dobili su ulogu provoditelja strategija MMF-a i Svjetske banke, dok su keynezijanski ekonomisti sustavno bili marginalizirani od strane nositelja ekonomske i monetarne politike i kontroliranih medija. Dakle, nije bilo stvarne konkurencije ekonomskih ideja, već samo „društveni inženjering“ od strane međunarodnih institucija, koje je trebalo nekako znanstveno „opravdati“ apologetskim kvazi – znanstvenim radovima hrvatskih ekonomista.

monetarnom teorijom. U osnovi, ovo razdoblje se poklapa sa globalnim trendovima, kada je došlo do uzmaka keynezijanskih teorija i prevlasti neoliberalne ekonomike i monetarizma. Međutim, akademski rad Ive Perišina postao je nikada aktualniji nego danas, kada je Hrvatska u potpunosti postala dio globalne ekonomije. Naime, došlo je do promjene globalnih trendova nakon financijske krize 2008., jer je došlo do reafirmacije stavova post-keynezijanskih monetarnih ekonomista, čije su teorije pokazale svoju punu znanstvenu utemeljenost. Ovdje posebice ističemo Hymana Minskog, koji je dobio priznanje struke i središnjih bankara kada je u njegovu čast trenutak rasprskavanja spekulativnih balona (početak dezinflacije na vrhuncu uzleta u financijskom ciklusu), a u SAD je to bilo u trenutku sloma banke Lehman Brothers 15. rujna 2008., nazvan „Minskijevim momentom“. U suvremenim aspektima, teorijski doprinosi Ive Perišina izvrsno bi se uklopili u radove post-keynezijanske ekonomske škole, te Minskijeve teorije novca i monetarne politike.

U tom drugom razdoblju, ipak treba istaknuti znanstveni doprinos Ivana Lovrinovića koji je doprinio proširenju okvira za istraživanje iz „Perišin – Šokman“ u „Perišin - Šokman, - Lovrinović“ (2001.), te novije interpretacije kreditnog odnosa u Hrvatskoj (vidjeti u: Vidaković, 2016.), dok je uloga kreditnog novca u monetarnoj politici Europske središnje banke analizirana u knjizi Dubravka Radoševića (vidjeti u: Radošević, 2018.).

Ovaj rad će pokazati da je to odbacivanje moderne teorije novca od strane središnjih bankara u Hrvatskoj imalo negativan učinak na ekonomsko stanje Hrvatske. Rezultat toga odbacivanja je loše stanje ekonomije, koja se nalazi na začelju Europske unije i praktički nepostojanje moderne monetarne teorije koja je primjenjiva za hrvatske prilike. Ovaj nedostatak razumijevanja za pozitivno naslijeđe hrvatskih monetarnih ekonomista prije svega, uzrokovao je mnoge ekonomske pogreške od kojih će dvije biti opisane u ovome radu, iako postoje i mnogi drugi primjeri. Prema tome glavna teza ovoga rada je upravo zazvati povratak „perišinovskoga“ pristupa ekonomskoj analizi i procesu donošenja ekonomskih odluka. U osnovi, radi se o „Keynes-Knight-Fisher-Minsky-Koo-Moore-Keen-Roubini-Bibow-Woodford“ okvira za istraživanje, uz selektivno korištenje ranih radova od Milтона Fridmana, Henry Simmonsa, te Jamesa Tobina. Suvremenim riječnikom, monetarna teorija i analiza, te na tome zasnovana monetarno – kreditna politika morale bi se temeljiti na modernim teorijama novca, te na ključnim istraživanjima inozemnih i hrvatskih monetarnih ekonomista. Samo kroz razumijevanja cjelokupnoga ekonomskoga sustava možemo donositi prikladne odluke za trenutno loše ekonomsko stanje.

Cilj ovoga rada je primijeniti „perišinovski“ pristup na analizu monetarno - kreditnoga odnosa na četiri važna ekonomska primjera. Dva najvažnija rada Ive Perišina su knjige Monetarno - kreditna politika i Svjetski financijski vrtlog. Ovaj rad koristi teoretski okvir i metodologiju tih radova, kako bi obradio pojedinačne ekonomske slučajeve koji imaju jasnu potrebu za novim pristupom. Naslov Monetarno - kreditna politika je razbijena na tri primjera: primjer monetarne politike, primjer kreditne politike i primjer monetarno - kreditne politike. Primjer monetarne politike je vanjski dug, primjer kreditne politike je slučaj „švicarac“, primjer monetarno - kreditne politike je trenutno stanje niskih kamatnih stopa i povezanost promjene kamatnih stopa sa fiskalnim prihodima. Svjetski financijski vrtlog je korišten kao primjer analize ulaska Hrvatske u Europsku monetarnu uniju i svih implikacija toga ulaska na strukturnu ravnotežu.

Sukladno navedenom rad je podijeljen na sedam dijelova. Nakon uvoda idu četiri primjera analize pojedinih slučajeva koji su nabrojani. Šesti dio na kratki pregled ostavštine i utjecaja akademskoga rada Ive Perišina na stanje ekonomske teorije u Hrvatskoj danas. Sedmi dio je zaključak.

## **2. Monetarna politika**

Vanjski dug je u Hrvatskoj postao problem u trenutku kada je probio 20 milijardi EU. Nakon promjene guvernera HNB-a 3. siječnja 2000., novi je guverner (Željko Rohatinski) svoju

ekonomsku aktivnosti bazirao na vjerovanju da mala otvorena ekonomija mora imati „stabilan tečaj“ (vidjeti u: Rohatinski, 2004)<sup>2</sup>. U trenutku imenovanja guvernera Rohatinskog, vanjski dug je iznosio svega oko 10 milijardi EUR ili 58 % posto BDP-a. To nije bila posljedica politike središnje banke, već je to bila posljedica nemogućnosti Hrvatske da se zadužuje u inozemstvu, zbog tzv. „vanjskog zida sankcija“ međunarodne zajednice i MMF-a prema Hrvatskoj. Kada su financijske sankcije prestale važiti, otvoren je prostor za slobodan pristup Hrvatske međunarodnim tržištima kapitala. To se poklopilo sa strategijama EU bankovnih grupa (tzv. cross – border EU banking groups), koji su na osnovi „carry trade“ strategije započeli sa intenzivnom kreditnom aktivnosti u zemljama periferije EU, odnosno periferije Europe (o takvim strategijama financijalizacije, kao uzorku kasnijeg nastanka krize u istočnoj Europi, vidjeti opširnije u: Gabor, 2010.). Tako se u samo nekoliko godina vanjski dug udvostručio, pa je na kraju 2004 godine bio 22,7 milijardi eura ili 80,2 % BDP-a. U tom momentu, prema metodologiji Svetske banke, Hrvatska je postala „visoko zadužena zemlja“ (engleski, „highly indebted country“). Kasnije se vanjski dug izjednačio sa BDP-om, što je definicija „prezadužene zemlje“. Hrvatska je tako postala zemlja sa prevelikim vanjskim dugom, odnosno upala je u tzv. „dužničku krizu“ (odnosno u „dužničku zamku“, engleski, „debt trap“). Kao glavni razlog rasta vanjskoga duga navedena je povećana kreditna aktivnost hrvatskih banaka u inozemnom vlasništvu. Zbog velike potražnje za kreditima banke nisu imale dovoljno vlastite akumulacije iz štednje i bilo je potrebno „uvoziti štednju“ u obliku vanjskoga duga, zbog razlike između domaćih i inozemnih kamatnih stopa (tzv. „carry trade“). Veliki deficit na tekućem računu, kao i deficit kapitalnoga računa doveli su do kreiranja jasno izraženih makroekonomskih neravnoteža (vidjeti u: Radošević and Cvijanovic, 2015.; Radošević i Zdunić, 2018.).

Kako ističe Dumičić (2017.) u svojem kratkom članku, HNB je provodio mjere makroprudencijalne politike, na efikasan način koristeći inovativne mjere prudencijalne kontrole, što nije točno. Moderna definicija makroprudencijalne politike postojala je prije više desetljeća na našim prostorima. Kao što je istaknuo Ćirović (1980), uloga centralne banke ne može biti samo kontrola inflacije, nego mora biti i kontrola stabilnosti cjelokupnoga financijskoga sustava. Prema tome, mjere koje je HNB donio nikako nisu bile noviteti u provođenju monetarne politike koji nikada nigdje nisu viđeni niti u teoretskom niti u praktičnom smislu (vidjeli smo da su takve mjere provodile, na preporuku MMF-a, u Čileu i Njemačkoj: Cowan and De Gregorio, 2005). Štoviše, kao

---

<sup>2</sup> U našem radu mi smo polazili od analize teoretskog utemeljivanja monetarne politike hrvatske središnje banke. Iz javnih istupa dužnosnika NBH/HNB moglo bi se zaključiti da se je hrvatska središnja banka i hrvatska politika opredijelila za koncept tzv. „sužene središnje banke“ (narrow central bank), odnosno za središnju banku koja je usmjerena na ostvarivanje samo jednog cilja, a to je monetarna stabilnost (niska inflacija). S druge strane, pojava deflacije u Hrvatskoj, kao monetarnog fenomena, koji se pojavio u Hrvatskoj po prvi puta nakon Velike depresije 1929. – 1933. godine, pokazuje da je HNB, također, postala središnja banka sa politikom „sistemske deflacijske pristranosti“ (systemic deflationary bias), koja implicitno tolerira deflacijsku ekonomsku (monetarnu) politiku, bez vođenja računa o ekonomskom rastu (anti- growth bias), gdje monetarna politika djeluje kao instrument „interne devalvacije“, uz očuvanje stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru, kao referentnoj valuti. Tako je nominalni devizni tečaj postao cilj, umjesto instrumenta monetarne politike. Treći element monetarne filozofije HNB, bila bi teorija „neutralnosti“ monetarne politike, jer, po takvim razmišljanjima, monetarna politika ne djeluje na realne varijable, kao što su to puna zaposlenost i ekonomski rast. Dakle, koncept sužene središnje banke, sistemska deflacijska pristranost i neutralnost novca, temeljni su okviri monetarne strategije HNB. Ukratko, radi se o „reduciranom monetarizmu“ iz razdoblja prije globalne financijske krize, te monetarnom režimu tzv. „kvazi – valutnog odbora“ (HNB), koji je u stvari rigidniji monetarni susutav od čistog „valutnog odbora“ (currency board). Međutim, prema našem mišljenju, treba uzeti u obzir suvremene teorije o nezavisnosti i transparentnosti središnjih banaka (Dincer and Eichengreen, 2013). Na osnovi takvog pristupa, monetarna politika HNB rukovodila se primarno netransparentnim interesima pojedinih interesnih skupina (hrvatski uvoznici i korporativni dužnici po osnovi uzimanja kredita u inozemstvu), koje su imale presudan utjecaj na pravac monetarne/tečajne politike HNB. Ovdje se misli na preveliki utjecaj Agrokor na rukovodstvo HNB-a. Slučaj Švicarac, pak, indicira na pogodovanje stranim poslovnim bankama od strane HNB, koja je dozvolila da poslovne banke nude hrvatskim klijentima toksične kredite, umjesto da ih je, kao izuzetno rizične plasmane, potpuno zabranila po uzoru na Austrijsku centralnu banku. Ukratko, nismo sigurni koliko je za neuspjeh u monetarnoj politici HNB kriva pogrešna monetaristička teorija, a koliko neformalni utjecaj interesnih skupina na središnju banku, koja bi trebala biti nezavisna od takvih utjecaja.

što ćemo pokazati mnoge mjere su bile prekopirane, te su standardni instrumenti koje preporučuje MMF visoko zaduženim zemljama.

Centralna mjera makroprudencijalne monetarne politike HNB-a koji se danas prikazuju kao noviteti su bile regulativa o ograničenju plasmana i granična obvezna rezerva. Niti jedna mjera nije sama po sebi novitet. Štoviše, radi se o jednostavnoj primjerni monetarne politike koja je detaljno opisana u Čiroviću (1987). Prema tome jasno treba reći da HNB nije ništa novo otkrio, niti ništa novo doprinio svojim makroprudencijalnim politikama. Može se jedino konstatirati da spomenute kapitalne kontrole nije dovoljno efikasno aplicirao na kapitalne tokove Hrvatske sa inozemstvom.

Ograničenje plasmana je bilo fokusirano na to da se plasmani banaka ograniče na rast od 1 % mjesečno. Stanovita regulativa regulatora postojala je u periodu od 2000. od 2010. (opširnije vidjeti, u: Galac, 2011.). Osnovi problem s regulativnom ograničenja plasmana je bio u tome što je bila nediskriminirajuća (linearna) mjera. Iako su problem rasta kreditnih plasmana bili plasmani kućanstvima, posebno potrošački i auto krediti, HNB je odlučio linearno ograničiti rast svih plasmana u bankarskom sustavu bez obzira na njihov ekonomski utjecaj. Ovakvim ponašanjem HNB je u stvarni pokazao da donekle razumije problematiku makroekonomskoga utjecaja rasta kredita jer je prepoznao da je rast kredita problematičan za ekonomiju, ali da uopće ne razumije utjecaj kredita na stanje u realnoj ekonomiji jer je sve kredite tretirao linearno na podjednaki način.

Druga mjera je bila granična obvezna pričuva koja je postavila osnovicu za izračun i onda je uvela posebnu pričuvu bankama na sredstava iznad te osnovice. Zato se radi o graničnoj obveznoj pričuvi, koja se je plaćala samo iznad određene unaprijed postojeće razine. Ova regulativa je također doživjela nekoliko modifikacija jer je stopa granične obvezne pričuve rastala kroz vrijeme i na kraju se zaustavila na 55 %.

Svrha obje ove regulative bilo je zaustavljanje rasta kredita na makroekonomskoj razini. Ograničenje rasta je trebalo služiti kao mjera u aktivi banaka zbog koje će banke manje kreditirati. Granična obvezna pričuva, iako je mjera koja se manifestira u aktivi banaka (banke u aktivi izdvajaju sredstava na temelju primljena pasive) u stvari je mjera koja je fokusirana na pasivu banaka. Granična obvezna pričuva se plaćala samo na vanjski dug, odnosno na sredstva koje su banke dobivale izvan Hrvatske i predstavljali su sekundarne izvor financiranja za banke. Prema tome svrha mjere je bila da se bankama zatvori izvor financiranja, jer će mjera strana sredstava učiniti skupima. Naime, povećanjem troškova financijske intermedijacije, indirektno se djeluje na profitabilnost banaka u carry trade politikama.

Krajnji rezultat ove dvije mjere, prema eksplicitnom priznanju guvernera Željka Rohatinskoga, bio je prekomjeran rast vanjskoga duga. Kao što je rekao na sjednici Vlade Republike Hrvatske povodom nastanka ekonomske krize „Zbog ograničavanja rasta plasmana banaka, dio kredita poduzećima supstituiran je njihovim izravnim zaduživanjem u inozemstvu, a dio ostalih kredita stanovništvu realizira se leasingom“<sup>3</sup>. Znači, guverner HNB-a jasno je, iako ex – post, priznao da su mjere središnje banke imale upravo suprotan učinak od željenoga. Mjere središnje banke nisu dale očekivane rezultate, te je Hrvatska kumulirala prevelike vanjske neravnoteže.

Nakon donošenja mjera ograničenja izvora financiranja i ograničenja rasta plasmana u maloj otvorenoj ekonomiji čiji bankarski sustav je u stranom vlasništvu, banke su napravile jednostavnu optimizaciju svojega poslovanja. Dozvoljeni rast kredita su ostavile za kreditiranje građana i malih poduzetnika. Kreditiranje velikih poduzeća koja su bila financirana zaduživanjem izvana su jednostavno prebacili direktno na banke - matice. Tako da su velika poduzeća počela dobivati kredite direktno u inozemstvu. Ovakvo zaobilaženje kapitalnih kontrola HNB, nije nikakav novi fenomen. Slične epizode bile su zabilježene u Čileu 1990-tih ili u Njemačkoj 1970-tih godina, koje su primjenjivale slične mehanizme kontrole inozemnog zaduživanja. Primjerice, njemačka središnja banka (Bundesbanka) u takvim je okolnostima, kapitalne kontrole jednostavno proširila i na druge

---

<sup>3</sup> Dr. Željko Rohatinski 10. 02. 2008. STANJE U BANKARSTVU I MONETARNA POLITIKA (Pripremljeno za sastanak s predstavnicima banaka i Vlade RH).

modalitete inozemnog zaduživanja, te je tako efikasno spriječila prekomjeren rast vanjskog zaduživanja (vidjeti u: Cowan and De Gregorio, 2005; Williamson, 2005; Radosevic and Vidakovic, 2014; Radosevic, 2015). Zašto to nije učinila i HNB, a mogla je? HNB je imala sve zakonske ovlasti, te je formalno imala izuzetno visoki stupanj operativne nezavisnosti da kapitalne kontrole primijeni i na direktno zaduživanje klijenata banaka u inozemstvu kod matičnih banaka. Ima nekoliko valjanih teorija izostanka akcije od strane regulatora (HNB).

Prema jednom tumačenju, ovaj primjer je primjer razlike između imitacije i oponašanja. Imitacija je svjesno svrshodno ponavljanje radnji, dok je oponašanje ponavljanje radnji bez razumijevanja same radnje. HNB je u ovome slučaju samo imitirao mjere koje je opisao Čirović (1987.). Uveo ih je bez stvarnoga razumijevanja ekonomskih odnosa između male otvorene ekonomije i vanjskoga svijeta? Kao rezultat nerazumijevanja došlo je do rasta vanjskoga duga, odnosno upravo suprotnoga od željenoga učinka? Drugo tumačenje, kojem se mi priklanjamo, moglo bi se odnositi na neformalni, ali bitan utjecaj kojeg je bankovna industrija imala na središnju banku (HNB), pa je došlo do pojave fenomena tzv. „zarobljenosti regulatora“ (engleski, „regulatory capture“). Teorija zarobljenosti regulatora dobro je razvijena (Laffont and Tirole, 1991), pa to nećemo analizirati u ovom radu, dok se u Europskoj uniji ovaj problem nastoji razriješiti uspostavom mehanizama za superviziju banaka na razini Europske unije. Možemo konstatirati da je institut nezavisnosti središnje banke konzistentan sa monetarizmom, kao i, naravno, sa modernim teorijama novca. Primjerice, poznata je izreka francuskog političara Poincareja da je „novac (monetarna politika, opaska autora) suviše važan da bi se ostavio na odlučivanje političarima“ (citirano, prema: Issing, 2002., str. 27.), ali još nam se čini važnijom citat Milтона Firdmana koji je reako da je „novac suviše važan da bi se ostavio na odlučivanje centralnim bankarima“ (Friedman, 1962). Na osnovi takvog načina razmišljanja, u monetarnoj teoriji vođene su brojne rasprave o odnosu arbitrarne monetarne politike prema diskrecionoj monetarnoj politici (tzv. „rules versus discretion“). Tako su Milton Fridman (1962) i Henry Simmons (1936) zagovarali pravila u vođenju monetarne politike, kao sredstvo za neutralizaciju političkih i lobističkih pritisaka na središnje banke. Ivo Perišin bio je dobro upoznat sa ovim radovima Čikaške škole. Dakle, kombinacija specifičnih strategija financijalizacije od strane EU banaka prema periferiji Europe (Gabor, 2010), te „zarobljenost regulatora“, uzrokom su neadekvatne makroprudencijalne strategije Hrvatske narodne banke, što je dovelo do sistemske krize u Hrvatskoj.

Važnost ovoga slučaja iz perspektive intelektualnog naslijeđa akademika Ive Perišina leži upravo u tome što centralna banka mora donositi mjere sa što većim razumijevanjem monetarnoga sustava i realne ekonomije u kojemu se mjera donosi. Nerazumijevanje sustava i realne ekonomije može rezultirati velikim poremećajima što je i bio krajnji rezultat u ovome slučaju. Također, središnja banka mora biti stvarno nezavisna, odnosno ne smije potpasti pod utjecaj interesnih skupina, te prema njihovim specifičnim poslovnim interesima dizajnirati mjere monetarne politike, ne vodeći računa o strateškim makroekonomskim ciljevima Hrvatske. Mjere moraju biti dizajnirane tako da obuhvate cjelokupnu dimenzionalnost ekonomskoga sustava, posebice realne ekonomije. Mjera može biti fokusirana samo na jednu varijablu, ali kod donošenja bilo koje mjera centralna banka mora imati ukupno uzročno - posljedično razumijevanje te mjere. HNB nije imao razumijevanje ekonomskih odnosa, nije mario za realnu ekonomiju, posebice za izvozni (tradable) sektor ekonomije, te je pao pod utjecaj fenomena „zarobljenosti regulatora“, što je i rezultiralo suprotnim učinkom i kumuliranjem prevelikih vanjskih makroekonomskih neravnoteža. Sa aspekta moderne post – krizne teorije i prakse središnjeg bankarstva i monetarne ekonomike (Blanchard and Summers, 2017), može se konstatirati da je HNB vodila pro – cikličnu monetarnu politiku, a ne anti – cikličnu monetarnu politiku (Radošević, 2011), što je dovelo do sistemskih neravnoteža u hrvatskom financijskom sustavu<sup>4</sup>. Pro – cikličnost monetarne politike je, pak, posljedica

---

<sup>4</sup> Hrvatska je ostvarila najvišu razinu eksterne neravnoteže u Europskoj uniji, prema izvještajima iz „dubinske analize“ Europske komisije, u sklopu Europskog semestra. Najvažniji takav indikator je „Neto međunarodna investicijska pozicija“ (engleski, Net International Investment Position, NIIP), u osnovi neto devizne obaveze prema inozemstvu, odnosno neto vanjski dug Hrvatske. NIIP je u vremenu ulaska Hrvatske u proceduru za otklanjanje prevelikih



„zarobljenosti regulatora“ (HNB) i specifičnih strategija financijalizacije stranih banaka u Hrvatskoj.

### 3. Kreditna politika

Ivo Perišin često je naglašavao važnost banaka u ekonomskom sustavu, Perišin (1975). Upravo zato radi se o financijalizaciji hrvatske ekonomije i akumulaciji duga kućanstava, a to su krediti sa valutnom klauzulom u švicarskom franku.

Geneza nastanka kredita u CHF-u je opisana u Vidaković i Zbašnik (2015) koji pokazuju da su se krediti u CHF-u prvo kreirali u Mađarskoj kao način da se nastavi sa jeftinim kreditiranjem za kupnju stanova koje je inicijalno bio program Vlade Republike Mađarske. Kada je program ukinut zbog fiskalnih problema, banke su odlučile uvesti stabilnu (barem se tako mislilo) i jeftinu valutu u obliku CHF-a i nastaviti stambeno kreditiranje građana po niskim kamatnim stopama. Krediti su se pokazali izrazito uspješnim. S obzirom da se većina bankarskoga sustava u istočnoj Europi nalazi u vlasništvu nekolicine velikih banaka<sup>5</sup> došlo je do jednostavnoga kopiranja proizvoda. Tako su se krediti iz mađarske jednostavno prebacili u ostale zemlje u regiji kao novi atraktivan proizvod. Ipak postoji jedna važna temeljna razlika između kredita u CHF-u u Mađarskoj i u Hrvatskoj. Krediti u Mađarskoj su bili stvarni krediti u CHF-u za koji su banke imale pasivu u svojoj bilanci u valuti CHF i kredite u svojoj aktivi koji su bili dani u CHF-u. U RH banke su posezale za kreditima u valutnoj klauzuli, odnosno kreditima koji su samo denominirani u CHF-u dok su likvidonosno u domaćoj valuti, a u pasivi su imale samo domaću valutu ili euro, bez stvarne pasive u CHF-u.

Proces kreditiranja je tekao bez problema i sam proizvod je bio hvaljen kao odlična inovacija u procesu tzv. „financijalizacije“ (o financijalizaciji u ekonomijama Jugoistočne Europe, opširnije vidjeti u: Radosevic and Cvijanovic, 2015; te Gabor, 2010.). Ali sa slomom banaka u SAD-u, CHF je postao valuta globalnoga utočišta („safe haven“) što je rezultiralo sa masovnom aprecijacijom tečaja i povećanjem rate kredita za dužnike. Povećanje rate kredita je uzrokovalo i povećanje kreditnih gubitaka banaka po lošim plasmanima. Primjer toga se može vidjeti iz podataka HNB-a. Loši plasmani po kreditima u CHF-u 2010. godine su iznosili 3,11 %, dok su na kraju ožujka 2017. godine iznosili 67,48 %.

Primjer kredita u CHF-u je također prema autorima klasičan primjer poremećaja u kreditnom odnosu unutar ekonomije, kakvog je u svojim radovima analizirao Ivo Perišin. Potrebno je postaviti dva pitanja vezano za postojanje kredita u CHF-u Hrvatskoj, koje provoditelji monetarne i kreditne politike nikada nisu postavili.

Prvo pitanje je da li je primjereno da stambeni krediti u 2005 godini narastu za 28,5 posto<sup>6</sup>? Upravo ovo pitanje sektorske distribucije kredita i ekonomske uloge kredita je bilo u potpunosti zanemarena od strane centralne banke, a postavljenje takvih pitanja je jedini put prema stvarnoj financijskoj stabilnosti sustava. Naime, kontrola strukture plasmana poslovnih banaka ključna je za održavanje stabilnosti financijskog sustava, posebice je važna kontrola hipotekarnih zajmova, usmjerenih na tržište nekretnina, gdje se stvaraju spekulativni baloni (Minsky, 1986; Roubini, 2006; Turner, 2016).

Drugo pitanje jeste: kako je moguće da je HNB dozvoli kreditiranje u CHF-u? Jasno je da je moguće dozvoliti kreditiranje u euru koji je nasljednik njemačke marke i nastavlja sklonost prema štednji u stranoj valuti, ali CHF nikada nije imao niti jedan razlog za postojanje u bankarskoj aktivi.

---

makroekonomskih neravnoteža iznosio oko 90 posto BDP-a, dok je maksimalna razina 35 posto BDP-a. Trenutačni, NIP je smanjen na oko 65 posto BDP-a, ali zbog procesa ubrzanog „razduživanja“ (deleveraging) stranih banaka, što je dovelo do „kreditnog sloma“ (credit crunch), te krize u realnom sektoru ekonomije.

<sup>5</sup> Primarno se radi o Erste Banci, Intesa Sanpolo banci, Unicreditu i Raiffeisen banci

<sup>6</sup> Bilten HNB-a broj 121, stranica 29

Osim razmišljanja bankarskih grupacija da mogu jednostavno zarađivati novac na bilo kojem proizvodu.

HNB je na primjeru CHF-a ponovo pokazao duboko nerazumijevanja odnosa u ekonomiji. Oba guvernera (Rohatinski i Vujčić) nisu poduzeli nikakve radnje kako bi zaustavili rast rizične aktive banaka. Štoviše, jasno su naglašavali da nisu ništa niti mogli poduzeti. Naravno to nije točno. Evo jednostavnoga primjera mjera koje je HNB mogla poduzeti u bilo kojem momentu da zaustavi kreditiranje u rizičnoj aktivni denominiranoj u CHF-u:

- Povećanje pondera za adekvatnost kapitala. Za vrijeme kada je krenulo kreditiranje u CHF-u HNB je samostalno određivao pondere za adekvatnost kapitala. Ponder od 1000% bi jednostavno bankama poslao snažnu poruku da zanemare taj financijski proizvod;
- Ograničenje vezano za kapital, kao jednostavan postotak udjela ovih rizičnih kredita u kapitalu pojedine banke (kvantitativno ograničenje, stanovita vrsta „credit rationing“ instrumenta monetarno – kreditne politike);
- Posebne rezervacije za kreditni rizik koje bi trajale dužinu trajanja kredita (specifična vrsta tzv. „kontra – cikličnih rezervacija“; engleski, „counter – cyclical provisioning“); te
- Uvjetovanje stvaranja dugoročne pasive u CHF-u za kreditiranje u istoj valuti (da se izbjegne „valutna neusklađenost“ u bilancama komercijalnih banaka, tzv. „currency mismatch“.

Prema tome, tvrdnje guvernera Borisa Vujčića da regulator (HNB) nije imao nikakvih mogućnosti da zaustavi kreditiranje u CHF nisu točne. HNB je imala sve zakonske ovlasti da tako nešto zaustavi. Obaveza svake središnje banke je da osigura stabilnost financijskog sustava. HNB to nije učinila. Realan pristup ovome problemu je naravno pristup da se radi o neprirodnoj pojavi u bilanci banaka koja se morala eliminirati direktnom intervencijom regulatora (HNB). Kreditiranje u valuti kakav je bio švicarski franak jeste, u osnovi, kreiranje makroekonomske nestabilnosti, koje bi centralna banka svojim makroprudencijalnim mjerama morala prevenirati i zaustaviti. Austrijska središnja banka je u svibnju 2015. godine jednostavno zabranila hipotekarne kredite denominirane u švicarskim francima, zbog njihove visoke rizičnosti i negativnog djelovanja na sistemsku stabilnost financijskog sustava u Austriji (Reuters, 2015). Zašto nije tako postupila Hrvatska narodna banka? Naša hipoteza je da je opet na djelu bila „zarobljenost regulatora“ (HNB), pa je izostala odgovarajuća makroprudencijalna strategija središnje banke (HNB).

#### **4. Monetarno - kreditna politika**

Dva primjera iz prošlih dijelova rada su se primarno odnosila na prošle događaja u monetarno - kreditnom odnosu. Sljedeća dva primjera će biti vezana za buduće slučajeve s kojima će se Hrvatska susresti u bliskoj budućnosti. Prvo ćemo analizirati primjer monetarno kreditnom odnosa i utjecaja promjene kamatne stope na državni proračun. Drugi primjer će biti analiza procesa uvođenja eura.

Da bi smo mogli analizirati monetarno kreditni utjecaj na PDV i fiskalne prihode napraviti ćemo matematički model koji u sebi ima „perišinovski pristup“ ali je u potpunosti u skladu sa neoklasičnim shvaćanjem ekonomskih odnosa u ekonomiji i bazira se na matematičkim dinamičnoga programiranja koja je standardno oruđe u modernoj ekonomskoj analizi kao što je jasno pokazano u Sargent i Ljungqvist (2004) i Lucas, Stokey i Prescott (1989).

U ekonomiji postoje dva agenta: reprezentativno kućanstvo i država koja provodi fiskalnu politiku. Monetarna politika je dana egzogeno isto kao i zaposlenje kućanstava. Kretanje kamatnih stopa kroz vrijeme je stohastično, ali je unaprijed najavljeno od strane centralne banke. To znači da

kućanstva imaju kamatnu stopu koja je više perioda unaprijed najavljena od strane centralne banke i proizlazi direktno iz ekvilibrija racionalnih očekivanja koji ovdje neće biti definiran, ali je proces kreiranje takvoga ekvilibrija dan u Cogley, i Sargent (2008) i Cho, Sargent i Williams (2002). Kamatna stopa se mijenja kroz vrijeme, ali kako je unaprijed najavljena kućanstva imaju dovoljno vremena da optimiziraju svoje ponašanje s obzirom na buduće kretanje kamatne stope.

Na početku vremena kućanstvo počinje s količinom duga koji iznosi  $\Phi$  koji je naslijeđen iz prošlosti. Radi jednostavnosti modela pretpostaviti ćemo da kućanstvo ne može povećati svoj dug i da ne štedi, odnosno da štednja odlazi na otplatu duga. Kućanstvo je zaposleno i za svoj rad dobiva nadnicu  $w$ . Svaki period kućanstvo mora otplatiti fiksni dio glavnice duga koji je dan sa  $\varphi$  i mora platiti kamatnu stopu  $r$  na preostali dug. Kamatna stopa na kredite je promjenjiva sukladno promjenama koje donosi centralna banka. Tako da je iznos ukupna rate koju kućanstvo mora platiti u svakom periodu:

$$(1) \quad a_t = r_t \varphi \Phi_{t-1}$$

Ukupni iznos anuiteta  $a$  u periodu  $t$  je jednak kamatnoj stopi  $r$  u tom periodu koja je dana egzogeno od strane centralne banke, fiksnoj količini glavnice koja mora biti plaćena  $\varphi$  i preostalom dugu  $\Phi$  iz perioda  $t-1$ . Također ćemo pretpostaviti da je  $\varphi$  jako mali tako da treba proći veliki broj perioda dok se glavnica na otplati.

Kućanstvo ima prihod od nadnice  $w$  koja je dana autoregresivnim procesom

$$(2) \quad w_t = \alpha w_{t-1} + \varepsilon$$

O vrijednost parametra  $\alpha$  ćemo raspravljati kasnije u tekstu.

Kada spojimo (1) i (2) možemo dobiti potrošnju kućanstva u periodu  $t$ :

$$(3) \quad c_t = w_t - a_t = \alpha w_{t-1} + \varepsilon - r_t \varphi \Phi_{t-1}$$

Upotrijebiti ćemo standardnu funkciju korisnosti za kućanstvo:

$$(4) \quad u(c_t) = \frac{c_t^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

Problem koji kućanstvo nastoji riješiti je standardni problem maksimizacije kroz vrijeme:

$$(5) \quad \max \sum_0^n \beta^t u(c_t)$$

Gdje je  $E$  označava očekivanja a  $\beta$  je faktor diskonta. Funkcija vrijednosti je dana sa:

$$(6) \quad V(A) = \max E \sum_0^n \beta^t u(c_t)$$

Gdje je  $n$  veliki broj vremenskih perioda koliko je potrebno kućanstvu da otplati dug. Problem koji kućanstvo nastoji riješiti se rješava sa sljedećom Bellmanovom jednačinom:

$$(7) \quad V_t(A_t) = \{u(c) + \beta E[V_{t+1}(A_{t+1})]\}$$

Uz sljedeća graničenja:  $\Phi$  je dan inicijalno i  $w_t = \alpha w_{t-1} + \varepsilon$

Fiskalna politika se financira samo kroz PDV koji dolazi od potrošnje kućanstava. Radi jednostavnosti našega primjera reći ćemo da kada prikupi svoj prihod država prikupljena sredstva ne potroši. Za nas je važno koliko novca prikupi fiskalna politika, a ne nužno što napravi s novcem. Funkcija poreznih prihoda države je dana sa  $T$  i iznosi

$$(8) \quad T_t = \tau c_t$$

Gdje je  $\tau$  jednak stopi poreza na dodanu vrijednost.

Kada napravimo supstituciju (3) u (8) dobivamo

$$(9) \quad T_t = \tau(\alpha w_{t-1} + \varepsilon - r_t \varphi \Phi_{t-1})$$

Jednačina (9) jasno pokazuje ovisnost o promjeni kamatne stope i prihoda države od PDV-a. Rast kamatne stope će povećati izdatke za kamatu koje kućanstvo mora platiti i prema tome će smanjiti potrošnju kućanstva. Smanjenje potrošnje kućanstva će smanjiti i prihode države od PDV-a.

Sada možemo napraviti i kratku analizu implikacije mogućega parametriziranja modela i implikacije pojedinih parametara na ponašanje kućanstava i prihoda države od PDV-a. Naravno, želimo istaknuti da je ekonometrijsko testiranje ovih hipoteza izvan okvira ovog našeg istraživanja. Kao što vidimo povećanje kamatne stope će smanjiti porezne prihode. Sada možemo i analizirati što je potrebno da se scenarij iz modela ne ostvari, odnosno koje implikacije imamo na provođenje ekonomskih politika:

- Rast potrošnje koja je temeljena ili na rastu plaća ili na rastu broja zaposlenih je mehanizam kako može doći do povećanja prihoda od PDV-a. U tome slučaju smanjenje potrošnje zbog rasta kamatne stope bi bilo nadoknađeno potrošnjom nastalom zbog rasta plaća ili povećanjem potrošnje zbog povećanja broja zaposlenih. To znači da je autoregresivni parametar za rast plaća  $\alpha > 1$  i imamo kontinuirano povećanje plaća kroz vrijeme u kojemu se povećava kamatna stopa. Iako je ovaj argument kontraintuitivan primer su godine 2017. i 2018. u SAD-u kada se istovremeno došlo do rasta kamatne stope, rasta zaposlenosti i rasta investicija.
- Poreznim olakšanjem bi se mogla zadržati potrošnja na istim razinama, ali to je moguće samo kroz smanjenje poreza na dohodak. Smanjenje poreza na dohodak što bi povećalo potrošnju i zadržalo prihod od PDV-a na istim razinama, ali bi smanjilo prihod proračuna od poreza na dohodak. U našem modelu porez na dohodak nije dan, ali ga je moguće jednostavno inkorporirati i analizirati i taj aspekt ekonomske politike.
- Povećanjem PDV-a što bi zadržalo prihode od PDV-a na istoj razini, ali bi negativno utjecalo na ekonomsku aktivnost kada bi proširili model za druge faktore.

Svrha ovoga poglavlja nije davati savjete Vladi ili predlagati kreiranje makroekonomskih politika. Niti je svrha pokušati pokazati da je Ivo Perišin neoliberalan ekonomist. Upravo suprotno. Svrha je prije svega ilustrirati „perišinovski“ pristup ekonomskoj analizi koji danas u Hrvatskoj ne postoji. Model koji je kreiran jasno pokazuje kompleksnost odnosa unutar ekonomije i kako je nemoguće odvojiti monetarnu i fiskalnu politiku. Jasno je kako egzogena monetarna politika - u našem slučaju od strane ECB-a - ima jasne implikacije za hrvatski proračun. Model također pokazuje važnost razumijevanja odnosa u unutar ekonomije. Bez toga razumijevanja nije moguće provoditi ekonomsku politiku uspješno i prikladno odgovoriti na vanjske šokove. Ukoliko se provodi ekonomska politika bez razumijevanja međudnosa, za očekivati je rezultate koji su dani u poglavljima od vanjskom dugu i CHF-u u ovome radu.

Rješenje za problem rasta kamatne stope je klasičan problem na koji nas je upozoravao Ivo Perišin u svojim radovima. Monetarno - kreditni odnos je dubok i kompleksan. Nije jednoznačan i ima puno širi utjecaj na ekonomiju nego što se to često misli. Primjer koji smo mi dali povezuje monetarnu i fiskalnu politiku. Takvih problema ima puno više i za svaki od njih treba imati adekvatan odgovor ekonomske politike.

Posebno je važno što naš model neoklasičan model kakav se koristi u modernoj makroekonomskoj analizi, ali sam pristup problemu se bazira na temeljima analize i ideja koje je postavio i prihvatio Ivo Perišin. Upravo zato a priori odbacivanje Ive Perišina samo zato što je glavninu radova napisao u Jugoslaviji za vrijeme socijalističkog samoupravljanja je bilo pogrešno što je jasno prikazano u ovome radu. Način na koji je Perišin pristupao problemima je univerzalan i ne ovisi o političkom sustavu, nego o kontekstu ekonomskoga problema. Mi smo također pokazali na ovome suštinski kompleksnom modelu da je moguće inkorporirati način na koji je Ivo Perišin obavljao ekonomsku analizu sa modernim oruđima makroekonomske analize kakva se koristi u svijetu i proizvesti okvir za ozbiljnu ekonomsku analizu.

Upravo je naša analiza dokaz da nije bilo potrebno odbaciti Ivu Perišina. Cijena te greške skupo je plaćena i opisana je u prva dva primjera vanjskoga duga i slučaja „švicarac“. Jasno je pokazano da je akademik Ivo Perišin bio odličan monetarni ekonomist, koga je moguće još danas koristiti u suvremenim monetarnim analizama, te bi njegove teorije i danas mogle naći svoje mjesto u heterodoksnoj školi ekonomskog mišljenja.

## **5. Svjetski financijski vrtlog : Hrvatska i euro?**

Akademik Ivo Perišin svojom knjigom „Svjetski financijski vrtlog“ bavio se financijskom globalizacijom i njezinim implikacijama na male otvorene ekonomije. Knjiga se može analizirati ex post, jer smo ušli u nove realnosti, ulaskom samostalne Hrvatske u Europsku uniju. Hrvatska je ulaskom u Europsku uniju pristala postati punopravnom članicom Europske monetarne unije (option – in klauzula). Obzirom da je Hrvatska narodna banka dozvolila implicitnu eurizaciju aktive i pasive financijskog sustava, te preveliko zaduživanje u inozemstvu, monetarna i tečajna politika, kao mehanizmi prilagodbe na makroekonomske šokova (adjustment mechanism) imaju limitirane mogućnosti primjene. U ovom segmentu istraživanja, od vremena objavljivanja spomenute knjige Ive Perišina došlo je do znatnog napretka u ekonomskoj znanosti, posebice u području međunarodne makroekonomike (International Macroeconomics) i ekonomike Europske monetarne unije (Economics of Monetary Union). Stoga se djelo Ive Perišina više može shvatiti kao poticaj daljnjem istraživanju hrvatskih makroekonomista, koji su se specijalizirali za ova specifična područja monetarnih istraživanja.

Odluka da se postane članicom monetarne unije predmijeva ispunjavanje bitnih preduvjeta, kako bi ostale članice eurozone dale suglasnost za ulazak novih članica. Monitoring za ispunjavanje nominalnih kriterija konvergencije obavlja Europska središnja banka, te stručne službe Europske

komisije. S druge strane, najvažniji kriterij za eurizaciju svakako je realna konvergencija, te makroekonomska stabilnost nove članice eurozone, kako bi njezina nacionalna ekonomika bila dinamična i dovoljno fleksibilna da na eventualne vanjske (asimetrične) šokove može odgovoriti stabilizacijskim makroekonomskim politikama, uz izostanak vlastite monetarne i tečajne politike, te uz oslonac na zajedničku monetarnu politiku Eurosustava, odnosno Europske središnje banke. U prijelaznom razdoblju konvergencije, monetarna politika određena je hipotezom trileme otvorene ekonomije (Rey, 2013), pri čemu je najvažniji odnos između globalnih financijskih ciklusa i sinkronizacije samostalne nacionalne monetarne politike sa takvim financijskim ciklusima. S druge strane, radi se o usklađivanju stupnja nezavisnosti monetarne politike, tečajne politike i kapitalnih tokova sa inozemstvom („impossible trinity“). Pogrešna primjena hipoteze nemogućeg trokuta od strane Hrvatske narodne banke, uzrokom je strukturne ekonomske krize u Hrvatskoj (Zdunić, 2011.). Ukratko, ako Hrvatska ne otkloni prevelike makroekonomske neravnoteže i ako ne izađe iz Procedure za otklanjanje prevelikih makroekonomskih neravnoteža u sklopu Europskog semestra, neće moći ispuniti kriterije realne konvergencije, te neće moći aplicirati za ulazak u ERM2 mehanizam<sup>7</sup> i u monetarnu uniju. „Matrica makroekonomskih neravnoteža“ za Hrvatsku sadrži četiri područja dubinske (IDR) analize: (a) javni dug; (b) zaduženost stanovništva, korporativnog sektora i financijski sektor, (c) vanjske neravnoteže, i, (d) tržište rada. Kod vanjskih neravnoteža, EK ocjenjuje pozitivnim trendove smanjivanja deficita tekućeg dijela platne bilance, te stanovite promjene u izvoznim aktivnostima, koje u manjoj mjeri neutraliziraju gubitak udjela Hrvatske na svjetskim izvoznim tržištima. Ali, ključan problem ostaje slaba eksterna pozicija Hrvatske, mjerena NIIP-om, visoki javni dug te sistemski rizik izloženosti hrvatske ekonomije tečajnim rizicima, uslijed neformalne eurizacije financijskog sustava. Dinamika ovih varijabli izuzetno je nepovoljna – NIIP je izuzetno visoke razine (stock varijabla); vanjski dug je iznad razine BDP-a (stock varijabla), odnosno nalazi se u zoni neodrživosti u srednjem roku, iako se smanjuje zbog razduživanja banaka (radi se o dinamici tzv. „bilančne recesije“); eurizacija je previsoka i dovela je do inherentne financijske nestabilnosti; međunarodna konkurentnost i slab izvoz (flow varijabla), sve to nepovoljno djeluje na temeljne makroekonomske neravnoteže. Ukratko, neravnoteže u monetarnom sustavu od ključne su važnosti, te ukazuju na suboptimalne monetarne i ekonomske politike, koje su dovele do „inherentne financijske nestabilnosti“ ekonomskog sustava Hrvatske. Na osnovi analize stručnjaka EK, možemo zaključiti da je neadekvatna primjena moderne monetarne teorije i prakse (politika platne bilance, kriva primjena hipoteze nemogućeg trojstva, kumuliranje financijskih neravnoteža u uzlaznoj fazi Minskijevog ciklusa, koji je doveo do asset bubble ekonomije i što je dovelo do rasprskavanja spekulativnih balona (bubble burst), dezinflacije, razduživanja (deleveraging), deflacije (dugovno - deflacijske krize) i recesije, odnosno kombinacije prevelike zaduženosti (debt overhang) sa sekularnom stagnacijom (secular stagnation). Takva situacija ne omogućava da Hrvatska u srednjem roku izvrši realnu konvergenciju, te stvori osnovne preduvjete za ulazak u mehanizam ERM2, kao prvu fazu za ulazak u monetarnu uniju. Ovakva situacija sada zahtijeva inovativan pristup u formuliranju makroekonomskih politika, posebice monetarne politike središnje banke, na osnovi novih ekonomskih teorija i modela rasta (Blanchard and Summers, 2017), ali prilagođenih konkretnim hrvatskim okolnostima (o tome više vidjeti, u: Radošević i Zdunić, 2018.). Dakle, kombinacija sekularne stagnacije, neodrživog vanjskog, privatnog i javnog duga (debt overhang), te prevelike vanjske makroekonomske neravnoteže (prema kriteriju NIIP-a), prema našem mišljenju, zahtijevaju puno ozbiljnije reformske mjere i mjere ekonomske politike od dosadašnjih, koje su se najvećim dijelom temeljile na institucionalnim promjenama.

---

<sup>7</sup> Bugarska je podnijela aplikaciju Europskoj komisiji sa zamolbom da uđe u ERM2 mehanizam, jer želi u što kraćem razdoblju postati punopravnom članicom Europske monetarne unije. Kao dodatni kriterij za procjenu mogućnosti ulaska u ERM2 za Bugarsku, EK je zatražila da Bugarska postane članicom supranacionalnog mehanizma za kontrolu komercijalnih banaka, tzv. Single Supervisory Mechanism (SSM), odnosno da se odrekne suvereniteta u makroprudencijalnoj superviziji financijskih institucija (vidjeti, u: Lehmann, 2018), koju bi prebacila u nadležnost ECB-a, odnosno SSM-a. Ostali kriteriji i dalje će se primjenivati, nominalna i realna konvergencija, iako, po našem mišljenju, Bugarska ne zadovoljava uvjete realne konvergencije.

## 6. Intelktualno naslijeđe akademika Ive Perišina

Analizu znanstvenoga utjecaja Ive Perišina danas treba podijeliti na dva dijela. Prvi dio je visoka znanstvena razina djela Ive Perišina, a drugi dio je utjecaj akademskoga rada Ive Perišina na ekonomsku teoriju i monetarnu praksu u Hrvatskoj danas.

Kvaliteta djela Ive Perišina je neosporna. Perišin je puno prije većine ekonomista zagovarao stabilnost cijena. U Monetarno - kreditnoj politici Perišin - Šokman (1982, str. 166-175) na nekoliko stranica pokušava se razraditi okvir koji objašnjava da stopa inflacije treba biti stabilna i da velike fluktuacije u vrijednosti inflacije mogu imati jako negativan učinak na ekonomiju, jer kreiraju distorzije u ekonomskim odnosima. Perišin je intuitivno osjetio važnost smanjenja volatilnosti stope inflacije kroz vrijeme i naglasio je važnost postizanja stabilnosti cijena, posebno izbjegavajući probleme strukturne i puzajuće inflacije. Ovdje je evidentan utjecaj Milтона Fridmana na Ivu Perišina koji je također zagovarao stabilnost stope inflacije. Ipak važno je naglasiti da je Perišin za razliku od Friedmana vidio inflaciju kao puno kompleksniji fenomen, a ne samo monetarni kako ju je vidio Friedman.

Perišin je također naglašavao i važnost stabilnosti cijeloga financijskoga sustava u kontekstu cjelokupnoga monetarno - kreditnoga odnosa unutar ekonomije, kao što smo već napomenuli. Treba napomenuti da je iste stavova zastupao i Milutin Ćirović (1980) koji je rekao da uloga monetarne politike ne može biti samo praćenje cijena, nego mora biti fokusirana na stabilnost cijeloga ekonomskoga sustava (vidjeti opširnije, u: Simmons, 1936.; Friedman 1948. i 1962.).

Problemi kojima se bavio akademik Ivo Perišin u svojim djelima u mnogim akademskim zajednicama tek danas postaju aktualnim. Tako ekonomisti u EU i SAD-u danas, nakon velike globalne 2008. krize postaju svjesni utjecaja poslovnih banaka na ekonomsku aktivnost i važnost protoka kredita kroz realnu ekonomiju i ekonomiju općenito. Kada se analiziraju radovi Gertler i Kiyotaki (2011), Gertler i Kiyotaki (2012), Gertler i Kradi (2015) oni jasno pokazuju da su ekonomisti u svijetu postali svjesni da je monetarna politika neodvojiva od kreditne politike. Citirani radovi su u svojoj izvedbi izrazito tehnički zahtjevni, ali teoretski slabi. Citirani radovi se bore sa elementarnim konceptima definiranja monetarno kreditnoga odnosa kao takvoga, a u stvarnu premreženost monetarno kreditnoga odnosa kod sudionika u ekonomiji još nisu u stanju u potpunosti rasčlaniti. Nikako na način na koji je Perišin u svojim radovima napravio prije pola stoljeća. Da je Ivo Perišin danas aktivan, vjerojatno bi postao Minskijevac ili post - keynezijanac, jer je upravo Hyman Minsky (1970) zastupao tezu o važnosti emisije kreditnog novca, tj. primjenu „eskontnog prozora“ u monetarno – kreditnoj politici središnjih banaka (engleski, „discount window“). Djelo Ive Perišina, također, u većoj mjeri korespondira sa radovima o endogenoj teoriji novca (Moore, 2012; Palley 2001. i 2013.), pa je njegovo zalaganje za kreditni odnos, odnosno za objektivnu valorizaciju kreditne politike središnje banke još uvijek aktualno u kontekstu suvremene monetarne teorije (potrebno je usporediti dvije analize: Perišin – Šokman – Lovrinović, 2001 sa Moore, 2012. ili analizom kreditnog novca u - Vidaković, 2016.). Uostalom, monetarna i kreditna politika Europske središnje banke ide u prilog ove teze o izuzetno velikoj važnosti kreditnog novca u monetarnoj politici središnje banke<sup>8</sup> (o monetarnoj politici ECB, vidjeti opširnije u: Radošević, 2018).

Ovo samo pokazuje da je nepisanje na engleskom jeziku i djelomično, politički sustav za koji je Perišin kreirao monetarnu teoriju i politiku, temeljni „nedostatak“ akademskoga rada Ive Perišina u očima neoliberalnih ekonomista. U osnovi, radi se je o ideologizaciji znanosti. Pitanje koje je izrazito apstraktno, ali jako značajno jeste: kakvo stanje globalne ekonomske teorije bi bilo danas da su djela Ive Perišina prevedena na engleski jezik u sedamdesetima i osamdesetim godinama

---

<sup>8</sup> Ovdje konkretno mislimo na targetirane kredite Europske središnje banke usmjerene prema realnom sektoru ekonomija eurozone (T-LTRO i T-LTRO2 krediti) te na CBPP program otkupa korporativnih obveznica od strane Europske središnje banke.

prošloga stoljeća? Samo u tome slučaju imali bi stvarnu analizu utjecaja Ive Perišina na razvoj ekonomske misli. Odbacivanje Ive Perišina je također vidljivo u monetarnoj praksi posebno kod provođenja monetarne politike NBH/HNB koja svela na dvije osnovne varijable: stabilnost tečaja i brzo preuzimanje eura. Iako, prema našem mišljenju nije toliko problem u intelektualnoj teoretskoj zaostalosti ekonomista u središnjoj banci, iako to doista predstavlja veliko ograničenje, već je znatno veći problem bio nedostatak stvarne nezavisnosti Hrvatske narodne banke („zarobljenost regulatora“).

Postoji još jedna važna dimenzija akademskoga i javnoga djelovanja koja je spomenuta na početku rada, a vezana je za javne nastupe akademika Ive Perišina. U svojim nastupima Ivo Perišin je bio fokusiran na novac i utjecaj novca na ekonomiju. Svojim javnim nastupima je nastojao staviti trenutna monetarno - kreditna kretanja u javni kontekst koji bi trebao biti razumljiv stručnoj i široj javnosti. Ivo Perišin je bio puno toga postigao u svom životu i držao je jako puno važnih funkcija i titula pri tome nikada nije bio „ekonomist općega tipa“ koji se bavi i koristi općom frazeologijom. Perišin je antiteza današnjega prosječnoga ekonomista u Hrvatskoj koji je svojim medijskim nastupima uglavnom sve, samo ne fokusiran na svoj akademski rad. Perišin nije bio ekonomist općega tipa koji nije izgovarao trivijalnosti poput „trebamo povećati konkurentnost“ i „treba provoditi strukturne reforme“. Perišinovski pristup znanosti i komunikacije znanosti javnosti je skoro pa u potpunosti zaboravljen i vrlo rijetko se primjenjuje među ekonomistima u Hrvatskoj. Možda je ovo zadnje i najvažnija lekcija koju možemo naučiti od Ive Perišina.

## 7. Zaključak

Akademik Ivo Perišin umro je 2008 godine i nije vidio monetarno - kreditni slom koji je nastao u Hrvatskoj, nakon globalne financijske krize. Također nije doživio globalnu ekonomsku krizu koja je nastala 2008 godine, niti ulazak Hrvatske u Europsku uniju. Svi ti događaji su uvelike najavljivani u djelima Ive Perišina i upravo nas je Ivo Perišin pokušavao upozoriti da se ne može odvojiti monetarna politika od kreditne politike i da je uloga kreditnog novca u ekonomiji puno važnija i kompleksnija od toga da je kredit samo stavka u bilanci banke. Ta upozorenja nisu bila adekvatno shvaćena od monetarnih ekonomista u Hrvatskoj, posebice ekonomista u Hrvatskoj narodnoj banci.

O potrebi ulaska Hrvatska u Europsku monetarnu uniju nema dvojbe. Hrvatska je pristala postati punom članicom eurozone, iako nikakav datum nije određen, niti Hrvatska ima nekih fiksnih obaveza oko toga. Problem koji nastaje i na koji nas je upozoravao Ivo Perišin jeste stanje „financijskoga vrtloga“ u trenutku pridruživanja. Pitanje je što će biti sa eurozonom? Kakve se promjene arhitekture Europske monetarne unije mogu očekivati? Kakvi su rizici za stabilnost monetarne unije (Cliffe et al., 2010)? Ukratko, osim nominalne i realne konvergencije, potrebna je i stabilnost monetarne unije, kako bi se postojeće članice eurozone odlučile na „proširenje monetarne unije“. Autori smatraju da kako EMU preispituje stabilnost i mogućnost Hrvatske da se pridruži eurozoni, Hrvatska isto tako treba preispitati stabilnost eurozone u procesu pridruživanja.

Naposljetku, važnost ekonomskoga djela Ive Perišina jeste u tome što moderna hrvatska ekonomska znanost nije mnogo naučila iz rada i djela akademika Ive Perišina. Upravo suprotno vodeći makroekonomisti koji kreiraju ekonomsku/monetarnu politiku, mahom neoliberalni ekonomisti, u potpunosti su odbacili Perišina i njegov pristup ekonomiji. Mi smo pokazali da se teorija koju je ponudio Ivo Perišin može bez problema uklopiti u modernu ekonomsku/monetarnu analizu. Monetarno - kreditni odnos na koji je Ivo Perišin upozoravao nikada od strane provoditelja monetarne politike, mahom monetarista, nije shvaćen ozbiljno u modernoj Hrvatskoj. U ovome radu smo naveli nekoliko slučajeva i primjera kada su provoditelji ekonomske i monetarne politike reagirali? Posljedice takvoga ponašanja su i više nego očite na ekonomskom stanju Hrvatske.



## Bibliografija

- Blanchard, Olivier; Dell'Arricia, Giovanni; and Mauro, Paolo, (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*; IMF Staff Position Note, SPN/10/03; International Monetary Fund; Washington DC; February 12, 2010
- Blanchard, Olivier and Summers, Lawrence (2017): *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*; PIIIE Working Paper; Peterson Institute for International Economics (PIIE); Washington DC; October 8, 2017
- Caballero, Ricardo J., i Krishnamurthy. Arvind (2006.): *Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management*. Journal of Monetary Economics 53 (1): 35–53.
- Cho, In-Koo, Sargent, Thomas J, Williams, Noah (2002): *Escaping Nash Inflation*, *Review of Economic Studies*, volume 69, stranice 1-40,
- Cliffe, Mark; Leen, Marten; Vanden Houe, Peter; Turner, Chris; Garvey, Padhraic and van den Broek, Jeroen, (2010): *EMU Break – up: Quantifying the Unthinkable*; Financial Markets Research; ING Global Economics; ING Bank; 7 July of 2010
- Cowan, Kevin and De Gregorio, Jose (2005.): *International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile*; NBER; NBER Working Paper No. 11382; Cambridge, MA; May 2005
- Ćirović, Milutin (1980): *Monetarno-kreditni sistem*; Savremena administracija; Beograd; 365 str.
- Ćirović, Milutin (1987): *Monetarna ekonomija*; Savremena administracija; Beograd; 386 str.
- Cogley, Timothy, Sargent, Thomas (2008): *Anticipated Utility And Rational Expectations As Approximations Of Bayesian Decision Making*, *International Economic Review* volumen 49, broj 1, stranice 185-221.
- Dimitrijević, Dimitrije (1981) *Monetarna analiza*; Institut Edvard Kardelj, Niš, 499 stranice
- Dincer, N. Nergiz and Eichengreen, Barry (2013). *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*. BOK Working Paper 2013-21. University of California, Berkeley.
- Dumičić Mirna (2017): *Učinkovitost makroprudencijalnih politika u zemljama Srednje i Istočne Europe*; Istraživanja; travanj 2017. Istraživanja I – 48
- Eichengreen, Barry, (ed), (2011): *Rethinking Central Banking*; Brookings Institution; Washington DC, September 2011
- Friedman, Milton, (1948): *A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability*; American Economic Review 38(3), 245 – 64
- Friedman, Milton, (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*; in M. Friedman, *Essays in Positive Economics* (Chicago: The University of Chicago Press,) pp. 157-203
- Friedman, Milton (1962): *Should there be an independent monetary authority?*; in I. B. Yeager (ed): *In Search of a Monetary Constitution*; Cambridge; Mass., 1962
- Gabor, Daniela, (2010): *(De)Financialization and Crisis in Eastern Europe*; Competition and Change; Vol. 14, No. 3 – 4; December 2010; 248 – 270
- Galac, Tomislav (2011): *The Central Bank as Crisis-Manager in Croatia – A Counterfactual Analysis*; CNB working papers I – 34, November 2011
- Gertler Mark, Kiyotaki Nobu (2011) “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis, Handbook of Monetary Economics , Ben Friedman and Michael Woodford editors, 2011.

- Gertler Mark, Kiyotaki Nobu, Queralto (2012): “*Financial Crises, Bank Risk Exposure, and Government Financial Policy*,”. Journal of Monetary Economics. 2012
- Gertler Mark, Kradi, Peter (2015) “*Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity*,”, American Economic Journal Macroeconomics 2015, January.
- Issing, Otmar (2002): *Should We Have Faith in Central Banks?*; The Institute of Economic Affairs; London
- Issing, Otmar and Wieland, Volker, (2012): *Monetary Theory and Monetary Policy: Reflections on the Development over the last 150 Years*; Jahrbucher f. National oekonomie u. Statistik (Lucius & Lucius, Stuttgart 2013), Bd. (Vol.) 233/3, 27.3.2012.; [http://www.jbnst.de/download/233-3/423\\_issing.pdf](http://www.jbnst.de/download/233-3/423_issing.pdf)
- Keynes J. Maynard (1936): *General Theory of Employment, Interest and Money*; <http://cas2.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>
- Laffont, Jean-Jacques, and Jean Tirole, (1991), “*The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture*,” Quarterly Journal of Economics, pp. 1089-1127
- Lehmann, Alexander, (2018): *Criteria for entry into the ERMII and the banking union: the precedent from Bulgaria*; Bruegel Institute; Brussels; August 29, 2018
- Ljungqvist, Lars, Sargent, Thomas, (2004): *Recursive Macroeconomic Theory*, Second Edition, MIT Press
- Lucas, Robert , Stokey, Nancy, Prescott, Edward (1989): *Recursive Methods in Economic Dynamics* Cambridge, Mass. Harvard University Press.
- McLeay, Michael et al. (2014): *Money Creation in the Modern Economy*, Quaterly Bulletin 2014Q1; Bank of England, London ; <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prerelease/moneycreation.pdf>
- Minsky, Hyman, (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*; New York; McGraw – Hill
- Minsky, Hyman, (1970): *Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster; Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism*; Prepared for the Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Appointed by the Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Reserve Bank of St. Louis; St. Louis; January 1970
- Moore, Basil (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*; Cambridge University Press
- Palley, I. Thomas, (2001): *Endogenous Money: What it is and Why it Matters?*; Unpublished working paper; Research Dept. of Economics New School for Social Research New York, NY, Revised August 2001, Final revisions November 2001
- Palley, I. Thomas, (2013): *Horizontalists, Verticalists, and Structuralists: The Theory of Endogenous Money Reassessed*; IMK Working Paper No. 121; Macroeconomic Policy Institute; Dusseldorf; June 2013
- Perišin, Ivo (1959) *"Analiza novčanih kretanja s posebnim osvrtom na Jugoslaviju"* - doktorska disertacija. Beograd 1959., 250 stranica
- Perišin, Ivo (1961) *"Novac i privredni razvoj"*, izdanje Naprijed, Zagreb, 1961. , str 310
- Perišin, Ivo (1964) *"Monetarno - kreditna politika"*, udžbenik zagrebačkog Sveučilišta; Izdanje Informator / Ekonomska biblioteka/ Zagreb 1964., str. 324

- Perišin, Ivo (1965) "*Inflacija*", zbirka članaka i studija s komentarom. Izdanje Informator . Ekonomska biblioteka Zagreb, 1965./ str. 206 /
- Perišin, Ivo (1966) "*Monetarno - kreditna politika*", II prerađeno i dopunjeno izdanje, Informator, Zagreb 1966.
- Perišin, Ivo (1972) "*Monetarno -- kreditna politika*", III prerađeno i dopunjeno izdanje, Informator Zagreb 1972.str.318.
- Perišin, Ivo (1975a) "*Monetarno - kreditna politika*", IV prerađeno i dopunjeno izdanje, Informator, Zagreb, 1975. /str.262/
- Perišin, Ivo (1975b) "*Novac, kredit i bankarstvo u sistemu samoupravljanja*" Informator Zagreb 1975. str 245.
- Perišin, Ivo (1975c) "*Transformacija monetarnog i bankarsko - kreditnog sistema Jugoslavije*", Informator 1975./ str.159
- Perišin, Ivo (1978) "*Novac, monetarni sistem i udruženi rad*", Biblioteka: ``Novac, kredit i bankarstvo'', Informator, 1978., Zagreb, 94 str.
- Perišin, Ivo (1988) "*Svjetski financijski vrtlog*", Naprijed, Zagreb, 1988., str. 580.
- Perišin, Ivo (2000) "*Financijski mehanizam i hrvatska zbilja*", Barbat, Zagreb, 2000 g.. str. 360.
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1979) "*Monetarno - kreditna politika*", V izmijenjeno i prošireno izdanje, Informator, Zagreb, 1979., 309 stranica
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1982) "*Monetarno - kreditna politika*", VI prerađeno izdanje, Informator, Zagreb, 1982., 309 stranica
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1983) "*Monetarno - kreditna politika*", VII izdanje, Informator; ' Zagreb, 1983.,
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1985) "*Monetarno - kreditna politika*", VIII izdanje, Informator, Zagreb, 1985.
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1992) "*Monetarno - kreditna politika*"; IX izmijenjeno izdanje, Informator, Zagreb, 1992. "
- Perišin, Ivo, Šokman Ante (1997) "*Monetarno - kreditna politika*", X izdanje, Informator, Zagreb, 1997.
- Perišin, Ivo, Šokman, Antun, Lovrinović Ivan (2001) *Monetarna politika*; Pula: Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković" 456 stranica
- Radošević, Dubravko, (2011.), *Neizvjesnost i anticiklična monetarna politika*, objavljeno u – Drago, Jakovčević, Ivan, Lovrinović i Dubravko, Radošević, urednici, *Novac i ekonomski rast: Monetarna politika ekonomskog rasta i zaposlenosti*, str. 25-39, Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
- Radošević, Dubravko, (2012): *Kapitalne kontrole, tečaj i Europska monetarna unija*; Naklada Jesenski i Turk; Zagreb
- Radošević Dubravko, i Vidaković, Neven (2014) *Monetary Policy versus Structural Reforms: The Case of Croatia* Bančni Vesnik volumen 63, broj 12, stranice 40-44
- Radošević, Dubravko and Cvijanović, Vladimir (editors), (2015). *Financialization and Financial Crisis in South Eastern European Countries*; Frankfurt/Main: Peter Lang International Academic Publishing
- Radošević, Dubravko (2015): *Capital Account Mismanagement, Deleveraging and Unstable Economies in the EU Periphery Countries: The Case of Croatia and Slovenia*; citirano prema:

- Radošević, Dubravko and Cvijanovic, Vladimir (2015): *Financialisation and Financial Crisis in South – Eastern European Countries*; Peter Lang Academic Research, Frankfurt/Main; October 2015
- Radošević, Dubravko (2018): *Monetarna politika Europske središnje banke*; Školska knjiga; Zagreb; listopada 2018.
- Radošević, Dubravko i Zdunić, Stjepan (2018): *Trilema otvorene ekonomije: Europski semestar, platna bilanca, tečaj i ekonomski rast Hrvatske*; Naklada Jesenski & Turk; Zagreb; studenoga 2018.
- Reuters, (2015): *Swiss franc surge hits Austrian mortgage holders - central bank*; May 28, 2015; <https://www.reuters.com/article/austria-mortgages-swiss/swiss-franc-surge-hits-austrian-mortgage-holders-central-bank-idUSL5N0YJ36P20150528>
- Rey, Hélène (2013): *Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence*, VoxEU.org, 31 August 2013, <http://voxeu.org/article/dilemma-not-trilemma-global-financial-cycle-and-monetary-policy-independence>
- Rohatinski,   eljko (2004) *Monetarna politika*, Ekonomski pregled, Vol. 55, No. 11-12, 2004, str. 1018-1023
- Roubini, Nouriel (2006): *Why Central Banks Should Burst Bubbles?*; Stern School of Business and Roubini Global Economics; New York; September 2005; Revised Draft; January 2006
- Simmons, Henry (1936): *Rules versus Authorities in Monetary Policy*; Journal of Political Economy 44(1):1-30
- Tica, Josip, Nadoveza, Ozana i Globan, Tomislav (2016): *Monetarna politika*, objavljeno u zborniku „*Gospodarstvo Hrvatske*“, urednici Josip Tica i Alka Obadić; na str. 247. – 287., Ekonomski fakultet Sveu  ilišta u Zagrebu; Zagreb, 2016.
- Tomašević, Jozo (1938.) : *Novac i kredit*, Vlastito izdanje; Zagreb
- Turner, Adair, (2016): *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*; Princeton, New Jersey, Princeton University Press
- Vidaković Neven (2014) *Exchange rate regimes: choices and consequences* LAP LAMBERT Academic Publishing, 332 stranice
- Vidaković Neven, Zbašnik Dušan (2015) *Capital Flows, Credit Crunch and Deleveraging Dynamics: The Case of Slovenia, Croatia and Hungary in Comparison in Financialization and financial crisis - lessons from central and southeastern European economies* edited by Dubravko Radošević and Vladimir Cvijanović
- Vidaković, Neven, (2016): *Monetarno – kreditna analiza*; Effectus; Zagreb
- Vukićević, Miloš (1955) „*Poduzeće i kredit*“ VI Konferencija ekonomskih fakulteta održanoj 1 - 4 Listopad 1955.
- Zdunic, Stjepan (2011): *From the impossible monetary trinity towards economic depression*; Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, Vol.29 No.2; prosinac 2011.
- Williamson, John (2005): *Curbing the Boom – Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*; Institute for International Economics; Washington, DC; July 2005