

**Prof.dr.sc. Ivan Lovrinović<sup>1</sup>**

**Dr.sc. Tomislav Ćorić**

**Martina Nakić, dipl.oec.**

## **„Kreiranje primarnog novca u uvjetima nestabilnosti“**

**JEL classification: E51, E58**

**Key words: monetary base, balance sheet of central bank, instability, channels of money creation.**

### **Abstract:**

Ciljevi i kanali kreiranja primarnog novca spadaju među najizazovnija pitanja monetarne ekonomije i politike, a njihova važnost se povećava u situacijama nestabilnosti financijskih tržišta i gospodarstva općenito. Kreiranje primarnog novca ne određuje samo proces multiplikacije depozita u bankarskom sustavu svake zemlje koja se odvija putem kreditne aktivnosti. Promjene u količini primarnog novca utječu na sve druge ekonomske varijable, kamatnjak, inflaciju, zaposlenost, stope rasta BDP-a, likvidnost. Poznato je da je primarni novac input za sekundarnu emisiju novca koja se odvija odobravanjem bankarskih kredita nemonetarnim subjektima. Tokovi kreiranja primarnog novca vidljivi u aktivni bilance središnje banke različiti su od jedne do druge zemlje. Na temelju tokova kreiranja primarnog novca može se ocijeniti stupanj (ne)ovisnosti monetarnog sustava pojedine zemlje, povjerenje u domaću valutu, razvijenost domaćeg financijskog tržišta, stanje državnih financija, povezanost realnog i financijskog sektora ekonomije itd. Pored toga, može se prepoznati i instrumentarij monetarne politike koji koristi određena zemlja. U uvjetima nestabilnosti, a u ovom slučaju financijske krize i recesije koje su počele 2007.g., cilj nam je istražiti koje su tokove kreiranja primarnog novca izabrane zemlje koristile u cilju boljeg upravljanja likvidnošću kako financijskog sustava tako i realne ekonomije, te njegovu učinkovitost. Pored toga pokušat će se dati odgovor na pitanje je li izbor kanala stvaranja primarnog novca utjecao na stope rasta BDP-a, odnosno brži izlazak iz recesije. Smatramo da izbor određenog toka kreiranja primarnog novca u takvim slučajevima otkriva i filozofiju ekonomske politike koja

---

<sup>1</sup> Prof.dr.sc. Ivan Lovrinović je redoviti profesor na Katedri za financije Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu.

Dr.sc. Tomislav Ćorić je asistent na Katedri za financije Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu.

Martina Nakić, dipl.oec. je asistentica na Katedri za financije Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu.

uzima u obzir brzinu djelovanja kako na kamatnjak tako i na očekivanja kao njene glavne segmente protucikličnog djelovanja.

## **1. Endogeni i egzogeni novac**

Stvaranje novca u današnjim uvjetima bitno se razlikuje u odnosu na razdoblje robnog novca. Robni novac je bio punovrijedan i nije bilo moguće bez dodatne proizvodnje povećati njegovu količinu. Tijekom vremena takav monetarni sustav temeljen na zlatu zbog njegove ograničenosti nije mogao pratiti snažan razvoj proizvodnje pa je u sebi nosio prorecesijske i deflacijske osobine. Iz tih a i nekih drugih razloga u vrijeme zlatnog standarda počinju se sve više razvijati novčani surogati, prije svega banknota koja je bila potvrda o deponiranom zlatu kod bankara. U trećoj fazi zlatnog standarda zlato se u potpunosti potiskuje iz optjecaja i služi samo kao podloga za jačanje povjerenja u banknotu. Banknota se tijekom vremena od novčanog surogata razvila u pravi, valutarni novac koji kao takav nije bio vrijednost, već je samo nosio znak vrijednosti (zlata). Iz tog vremena potječe geneza stvaranja suvremenog novca. Naime, tijekom zlatnog standarda razvile su se rasprave o dva načela emisije novca, a bile su potaknute bržim razvojem proizvodnje i ponude roba i usluga u odnosu na ograničenu količinu zlata kao i ograničene mogućnosti njegove proizvodnje. Valutno načelo (Currency principle) i bankarsko načelo (Banking principle) podijelili su teoretičare i iz njih potječe geneza svih današnjih rasprava o stvaranju primarnog novca. Poznato je da je prevladalo bankarsko načelo koje se svodi na to da u optjecaju u vrijeme zlatnog standarda može biti više banknota nego što ima zlata. Tu se, dakle, nalazi začetak ideje o emisiji dodatne količine novca putem novčanog surogata u obliku banknote. U tome se nadalje ogleda važnost Aristotelove teze da je novac posljedica zakona, odnosno novac će biti ono što država odredi pa je prema tome manje bitna, a danas nebitna, njegova materijalna podloga. Prema tome, u vrijeme zlatnog standarda zlato je bilo čimbenik egzogenosti u emisiji novca (banknote) koju su provodile sve banke ovisno o količini zlata koju su posjedovale. Papirnati novac su u to vrijeme stvarale privatne banke koji je u obliku banknota tada funkcionirao kao novčani surogat. Međutim, pobjeda bankarskog načela otvara prostor endogenom kreiranju novca unutar bankarskog sustava čija je podloga primarni novac. Ona se odvija prema načelima da novi depozit stvara kredit, odnosno odobreni kredit stvara novi depozit.

Današnja emisija primarnog, ali i sekundarnog novca, počiva na obvezi, odnosno dugu emitenta što može biti uzrokom velikih problema kako u nacionalnoj tako i svjetskoj

ekonomiji. Loše vođenje monetarne politike i neodgovorno povećavanje količine primarnog novca može destruirati gospodarski sustav i proizvoditi financijske krize. O tome će biti više riječi u analizi posljedica aktualne financijske krize.

Egzogeno stvaranje novca zastupaju monetaristi od 1975. godine, a temelji se na tezi da središnja banka određuje količinu primarnog, a time i transakcijskog novca. Monetaristi smatraju da je odnos između primarnog novca i novčane mase stabilan, a njihova veza određena putem monetarnog multiplikatora. Operacije na otvorenom tržištu su u ovom sustavu korektivni instrument. U ovakvom modelu stvaranje novca je tehničke naravi, a za to je posebno zaslužan monetarni multiplikator koji uspostavlja vezu između primarnog novca i novčane mase, a uz poznate činjenice stabilnosti odnosa između gotovog novca i depozita, odnosno primarnog novca i depozita, ispada da se tu i nema ništa dublje istraživati. Međutim, poznato je da središnja banka i s monetarističkog aspekta nema potpunu autonomiju u kreiranju, odnosno ponudi primarnog novca jer i od ponašanja nemonetarnog sektora također ovisi njegovo kretanje. Monetaristi su model egzogenog stvaranja primarnog novca, ali i ukupne ponude novca, dodatno pojačali rezultatima Friedmanovih istraživanja u kojima se pokazalo da je potražnja za novcem u dugoj vremenskoj seriji u SAD-u stabilna. Dakle, trebalo je slijediti samo pravilo stalnog rasta ponude novca od tri odnosno pet posto.

Fisherova kvantitativna jednadžba potražnje za novcem ( $MV=PY$ ) najbolje ilustrira dilemu o endogenosti i egzogenosti stvaranja novca. Neki ekonomisti kauzalnost u toj jednadžbi čitaju s lijeva na desno (egzogeno), a drugi u obratnom smjeru čime tvrde da se novac stvara endogeno. Međutim, Fisherova jednadžba predstavlja prije svega identitet i zgodan analitički oblik za proučavanje kauzalnosti novca, cijena i dohotka. Ona ne daje odgovor na ključno pitanje: utječe li promjena količine novca na dohodak ili obratno? Međutim, u ovoj jednadžbi se polazi od pretpostavke da je stvaranje novca egzogeno, jer se dolazi do zaključka da je razina cijena određena količinom novca koju određuje središnja banka. Pri tome se pretpostavlja da su brzina optjecaja novca i proizvodnja nepromijenjeni. Očito je moguće i jedno i drugo, ali je pri tome važno pitanje vremenskog roka.

Postkejnzejijanci ozbiljno dovode u pitanje monetarističku postavku o egzogenom stvaranju primarnog novca i ukupne ponude novca tvrdeći da se posljednjih tridesetak godina situacija bitno promijenila. Na temelju toga smatraju da se u većini udžbenika krivo interpretira IS-LM model. Pri tome smatraju da se promjene LM krivulje objašnjavaju promjenom količine novca kao glavnog indirektnog cilja monetarne politike. S druge strane, tvrde da većina najvažnijih

svjetskih središnjih banaka ne koristi ponudu novca kao posredni cilj nego kamatnu stopu. Ako središnja banka koristi kamatnu stopu umjesto ponude novca, odnosno određenog monetarnog agregata, to znači da je stvaranje novca endogene naravi, tvrde neokejnezijanci. To je posebno točno u slučaju veće primjene diskontne stope kao jedne od temeljnih kamatnih stopa središnje banke.

Međutim, ostaje otvoreno pitanje zbog čega središnja banka povećava ili smanjuje ponudu primarnog novca, a time i ukupnu ponudu novca?

Postkejnezijanci smatraju da je potražnja za kreditima ključni čimbenik koji utječe na ponudu ukupne količine novca, a time i na ponudu primarnog novca. Potražnja za novcem gospodarskih subjekata ovisi o njihovim očekivanjima od neizvjesne budućnosti. Upravo to utječe na njihovu potražnju za kreditima od banaka, odnosno na potražnju banaka za kreditima središnje banke. Prema njima, kretanje kredita banaka i ukupne ponude novca je prociklično i endogeno određeno jer ga pokreće Keynesov "animal spirit".

Prema tome, ukidanjem zlatno-deviznog standarda 1973.g. koji je u stvari funkcionirao kao zlatno-dolarski standard, na sceni ostaje samo banknota koja više nije novčani surogat već pravi i jedini valutarni novac. Zlato je demonetizirano i od tada nije povezano s novčanicom kao valutarnim novcem. Tu najjasnije vidimo proces pretvaranja punovrijednog novca u novac bez ikakve unutrašnje vrijednosti i afirmaciju bankarskog načela koje je dostiglo ekstremni stupanj na kojem više nije potrebno uopće imati bilo kakvu zlatnu podlogu za emisiju novca. Slomom zlatnog standarda podlogu za emisiju dodatne količine valutarnog novca čini sam fiat novac pa se emisija novca od tada temelji isključivo na povjerenju, odnosno na zakonu. Suvremeni novac počiva na povjerenju u snagu, potencijal i efikasnost funkcioniranja određene nacionalne ekonomije. Fiat novac postaje podloga za emisiju kreditnog novca banaka. Prema tome, emisija primarnog novca u suvremenim uvjetima postaje ključno iskušenje središnjih banaka i ekonomskih politika koje se na njih naslanjaju.

Današnji novac je dematerijaliziran bez obzira je li riječ o gotovom ili depozitnom novcu jer i jedan i drugi predstavljaju samo simbole vrijednosti jer nemaju nikakvu unutrašnju vrijednost. Robni novac predstavlja imovinu njegovog vlasnika koji nema obvezu. S druge strane, današnji papirnati novac predstavlja obvezu emitenta, to jest središnje banke koju ona ne ispunjava isporukom realnih dobara. Obveza središnje banke je, prema tome, dug koji vlasnik papirnato novca ne može realizirati. Kreacija novca u vrijeme robnog novca bila je određena količinom objektivnog, materijalnog, posebice u zlatnom standardu. Danas, u vrijeme

papirnatih novčanica, nema realne granice koja regulira stvaranje primarnog novca pa je prema tome mogućnost njegove kreacije teoretski neograničena. U ovome je sadržana temeljna razlika između dva sustava emisije novca koja su vrijedila u vrijeme robnog novca i današnjeg papirnato novca. Ograničenja postoje, ali o tome u nastavku.

Budući da je stvaranje suvremenog novca pitanje odluke središnje banke kao vrhovne monetarne vlasti ključno je pitanje zbog kojih razloga se treba stvarati dodatna količina primarnog novca i kako sačuvati njegovu vrijednost, odnosno bolje rečeno kupovnu moć?

U uvjetima globalizacije i liberalizacije kretanja kapitala pojam egzogenosti emisije primarnog novca se proširuje. Naime, devizne transakcije u nekim zemljama, prije svega zemljama u razvoju postaju glavna determinanta emisije domaćeg novca od strane tamošnjih središnjih banaka. Što je u nekoj zemlji emisija domaćeg novca više vezana za devizne transakcije, u toj mjeri se smanjuje i njen monetarni suverenitet. Tako uređen monetarni sustav određuje i tip gospodarskih odnosa pa je u takvim slučajevima riječ o zemljama koje postaju sve više uvozno ovisne, s kontinuiranim deficitima trgovačke bilance i stabilnim rastom vanjskog duga. Takav sustav vremenom sve više pokazuje jednu lošu osobinu bivšeg zlatnog standarda, a ta je da u sebi ima prorecesijski mehanizam jer se u takvim zemljama tijekom vremena smanjuje ponuda deviza zbog sve većeg vanjskog duga kao i činjenice da moraju braniti skoro fiksni devizni tečaj u cilju očuvanja stabilnosti cijena. Takav slučaj nalazimo u Hrvatskoj koja ima monetarni sustav rigidniji od klasičnog valutnog odbora.

## **2. Tokovi kreiranja primarnog novca**

Primarni novac koji danas emitiraju središnje banke diljem svijeta predstavlja "suvremeno zlato" jer se na njemu temelji sekundarna emisija novca koju provode banke procesom odobravanja kredita. Na temelju povjerenja u novac središnje banke obavlja se njegova multiplikacija čiji rezultat može biti rast ili pad povjerenja prema središnjoj banci i njenom novcu, odnosno prema državi i zakonu koji iza toga stoje. U tom smislu važnim se nameće pitanje razloga dodatnog stvaranja primarnog novca i povjerenja u te razloge.

U današnjim uvjetima govorimo o tokovima ili kanalima stvaranja primarnog novca. Prema postojećoj literaturi i praksi glavne tokove stvaranja primarnog novca čine: a) odobravanje kredita bankama od strane središnje banke, b) kupnja vrijednosnica (najčešće državnih) od strane središnje banke, c) devizne transakcije, d) transakcije zlatom i drugim plemenitim metalima, e) selektivni krediti poduzećima.

Tok stvaranja primarnog novca koji je dominantan u određenoj zemlji govori o tipu gospodarstva, a veličina emisije govori o problemima s kojima se susreće određeno gospodarstvo u kratkom ili dužem roku. Ako su krediti bankama kao monetarnim institucijama u dvostupanjskom monetarnom sustavu ključni kanal stvaranja primarnog novca, onda je važno pitanje na temelju kojih vrijednosnica kao kolaterala se oni odobravaju. U suštini riječ je o diskontnim kreditima koji su u početku dominantno odobravani na temelju mjenica. Središnja banka u tom slučaju ponovno diskontira mjenice koje su banke već diskontirale poduzećima. Na taj način proizvodnja roba i usluga koje su realizirane na tržištu putem mjenica na kraju završava stvaranjem odgovarajuće količine primarnog novca što predstavlja logičan kružni tok između realne i monetarne ekonomije. Ovom prigodom nećemo ulaziti u ostala pitanja ponude i potražnje za primarnim novcem jer nas zanimaju prije svega razlozi i tokovi kreiranja primarnog novca. Diskontiranje već diskontiranih mjenica predstavlja bazu politike refinanciranja središnje banke, a ona visinom diskontne stope uspostavlja ravnotežu između robnih i novčanih fondova. Ukoliko neka središnja banka u svojoj aktivi bilance ima dominantno diskontne kredite, jasno je da se prije svega vodi računa o razvoju domaćeg gospodarstva, a takav tok kreiranja primarnog novca bio je dominantan u praksi Bundesbanke prije uvođenja eura. I danas je takva praksa izražena u radu Europske središnje banke i nekih drugih središnjih banaka u svijetu.

Odobranje diskontnih kredita od strane središnje banke znači da podlogu emisiji primarnog novca čine robe i usluge u koje je utrošen određeni rad. Ovdje je riječ o kreditnom dijelu ukupnog primarnog novca koji stvara središnja banka. Realizacijom proizvedenih roba i usluga na tržištu emitent mjenice će biti u stanju iskupiti mjenicu od banke, a ona od središnje banke čime se poništava prethodno stvorena količina primarnog novca. U slučaju nemogućnosti naplate mjenice u aktivu bilance banke i središnje banke ući će drugi oblici imovine koju posjeduje mjenični dužnik. Znači, središnja banka i banke kao monetarne institucije trebale bi preferirati emisiju primarnog i sekundarnog novca na povezanosti s realnom ekonomijom i stvaranju nove vrijednosti. Ako dominira prethodni tok kreiranja primarnog novca, možemo reći da se radi o nezavisnom i uravnoteženom monetarnom sustavu koji brine o domaćem gospodarstvu i koje novac stvara na temelju realne proizvodnje.

U slučaju kada središnja banka kupnju državnih vrijednosnica koristi kao glavni tok kreiranja primarnog novca, odnosno njegovog nekreditnog segmenta, možemo također razmotriti nekoliko varijanti. Ukoliko pretpostavimo da država emitira samo obveznice, onda se postavlja pitanje razloga zbog kojih to čini, odnosno, je li riječ o potrebi za kapitalnim

investicijama ili onima koje su namijenjene neproizvodnoj potrošnji. Ukoliko središnja banka kupuje državne obveznice koje se odnose na pomoć realnom sektoru kao što je bio slučaj u SAD-u tijekom 2008.-2009. godine, tada je emisija primarnog novca povezana s proizvodnjom realnih dobara. U svakom slučaju, riječ je o povezanosti javnog duga i emisije primarnog novca što je u literaturi poznato kao monetizacija javnog duga. U tom slučaju jamac emisije primarnog novca je Ministarstvo financija SAD-a sa svojim budućim proračunskim prihodima.

Ako su devizne transakcije dominantan tok kreiranja primarnog novca, tada treba najprije razložiti strukturu, odnosno porijeklo deviza. Ako su one posljedica izvoza roba ili usluga u inozemstvo, tada će prodaja deviza bankama i na kraju središnjoj banci biti realna podloga stvaranju primarnog novca. Ovdje je riječ o transformaciji kupovne moći prema inozemstvu izraženog u devizama u kupovnu moć na domaćem tržištu. To znači da će primarni novac nastajati kupnjom deviza od strane središnje banke, a tako stvoreni primarni novac čini nekreditni dio ukupnog primarnog novca. Ako su devizne transakcije posljedica zaduženja u inozemstvu namijenjenog za neproizvodne svrhe, tada će stvaranje primarnog novca putem transmisijskog mehanizma stvarati ili inflatorne pritiske ili povećati deficit trgovačke bilance prema inozemstvu. U ovakvom slučaju monetarni efekti deviznih transakcija bit će pretežno negativni po nacionalnu ekonomiju te signaliziraju rastuću ovisnost o inozemstvu.

### **3. Utjecaj nestabilnosti na kreiranje primarnog novca**

U uvjetima nestabilnosti koje mogu nastati na financijskom tržištu ili realnoj ekonomiji tokovi stvaranja primarnog novca se mijenjaju, a njihova važnost se razlikuje od zemlje do zemlje. Zbog čega su tokovi stvaranja primarnog novca različiti, o čemu ovisi primjena određenog kanala stvaranja primarnog novca i zašto dolazi u kratkom roku do zamjene jednog toka drugim? To su pitanja na koja ćemo pokušati dati odgovore u nastavku. U tom kontekstu ćemo koristiti iskustva izabranih središnjih banaka u razdoblju nestabilnosti (2007.-2010.g.), a razdoblje od 2002.-2007.g. uzet ćemo kao razdoblje bez bitnih poremećaja, dakle stabilno za izabrane zemlje.

Američka središnja banka (FED) prva se susrela s velikim posljedicama najnovije financijske krize koja je krenula s tržišta hipotekarnih kredita. U izuzetno kratkom roku snizila je u nekoliko navrata temeljne kamatne stope koje su pale na povijesno niske razine čime je postigla efekt likvidnosti. Količina primarnog novca u kratkom roku više je nego

udvostručena. Kriza na tržištu nekretnina je bila toliko duboka i raširena na druge financijske institucije da guverneri središnjih banaka u početku nisu bili niti svjesni kakva opasnost prijeti čitavom gospodarskom sustavu za čiju su financijsku stabilnost prije svih oni bili zaduženi. Snižavanje temeljnih kamatnih stopa pokazalo se ključnim potezom protiv prijeteće nelikvidnosti, panike i sloma. Kanal kamatne stope (i to fiksne) bio je jedini učinkovit način da se recesija kao nastavak financijske krize što prije zaustavi i preusmjeri prema pozitivnim stopama rasta. Nitko nije znao točno koliku količinu primarnog novca treba prethodno ubaciti u sustav pa granice posuđivanja od središnjih banaka uglavnom nisu niti bile određene. Upravo je zbog toga emisija primarnog novca bila enormna i nitko je nije htio količinski ograničiti zbog složenih problema i negativnih očekivanja u sustavu. Međutim, važno je bilo maksimalno sniziti kamatnu stopu i time poručiti svima u gospodarstvu da je središnja banka spremna uz takve kamatne stope ponuditi novca koliko bude potrebno. U tome se ogleda prednost ciljanja kamatnjaka u odnosu na monetarni agregat u uvjetima posljednje financijske krize i recesije.

Intervencija FED-a odvijala se u nekoliko faza, a upravo to govori o prilagodbi mjera i instrumenata kako bi se postigli željeni ciljevi. Programi intervencija nastali u krilu ekonomske politike, koji se u nastavku kratko opisuju, postali su podloga za emisiju primarnog novca.

1) *Liquidity Programs for Financial Firms* bio je prvi oblik intervencije FED-a, a imao je cilj poboljšanje kratkoročne likvidnosti (do 90 dana) zdravim institucijama s prihvatljivim instrumentima osiguranja. Odobreno je oko 860 mlrd. \$ (45% aktive FED-a) dominantno bankama, primarnim dilerima i za valutne swapove FED-a s drugim središnjim bankama u svijetu.

2) *Direct Lending to Borrowers and Investors* predstavljao je drugu fazu programa intervencija FED-a čiji su ključni segmenti bili usmjereni na stabiliziranje tržišta sekuritiziranih financijskih instrumenata putem programa TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). Drugi segment bio je vezan za Tržište komercijalnih zapisa – CFPF (Commercial Paper Funding Facility). Cilj je bio poboljšati funkcioniranje kreditnog tržišta izravnim odobravanjem kredita važnim subjektima. FED je za te svrhe odobrio oko 255 mlrd. \$ (1/8 aktive FED-a).

3) *Purchases of High-Quality Assets* odnosio se na akciju kupnje visokokvalitetnih državnih vrijednosnica i vrijednosnica državnih agencija za što je FED emitirao primarnog novca u



iznosu od 780 mlrd. \$ (3/8 aktive FED-a). Od 780 mlrd. \$, 490 mlrd. \$ se odnosi na državne vrijednosnice. Time je FED utjecao na stabiliziranje prinosa u dugom roku i na smanjenje kamatnog i kreditnog rizika.

4) *Support for Specific Institutions* bio je četvrti program intervencije FED-a koji se odnosio na izravno financiranje važnih institucija uz punu podršku Ministarstva financija i Kongresa SAD-a. Brzina djelovanja bila je presudna za financiranje preuzimanja Bear Stearns od banke JP Morgan Chase & Co. Također je spašeno osiguravajuće društvo AIG. Ovakve operacije činile su 5% aktive FED-a. *“Teške za FED, ali nije bilo drugoga rješenja”*. (Bernanke, 2009.)

Prethodno opisane operacije FED-a i načini kreiranja govore da je selektivna politika postala najvažniji instrument FED-a u rješavanju financijske krize, a potom i recesije.

Za poboljšanje likvidnosti u prvoj fazi korišten je tok kredita bankama. Za stabiliziranje dugoročnog kamatnjaka i očekivanja u ovoj fazi koristi se tok kupnje dugoročnih državnih obveznica. U tom kontekstu, Bernanke je u rujnu 2009.g. izjavio da je bilanca FED-a ključni instrument monetarne politike u rješavanju financijske krize i recesije. Bilanca FED-a u to vrijeme zorna je ilustracija težine situacije iz koje se vidi da su se po prvi put i kompanije pojavile kao klijenti središnje banke. FED je u to vrijeme svom snagom djelovao kao davatelj posljednje nade za banke, osiguranja, agencije za nekretnine, kompanije iz proizvodnog sektora te za državu. Središnja banka je po prvi put poprimila osobine komercijalne banke. Potraga za najdjelotvornijim načinom protucikličnog djelovanja mehanizmom transmisije bilo je opravdanje za proširenje klijenata američke središnje banke.

U provođenju novih mjera i instrumenata monetarne politike poznatije pod nazivom “credit easing” FED se držao sljedećih načela: a) tijesno je surađivao s Ministarstvom financija, b) u kreditnim operacijama izbjegavao je preuzimanje kreditnog rizika, a kredite je alocirao prema definiranim sektorima, c) inicirao je rezoluciju o svojoj ulozi u spašavanju nemonetarnih financijskih institucija.

Desetljećima je aktiva bilance FED-a počivala dominantno na državnim obveznicama. Krajem 2007.g. njihov udjel se smanjuje, a ubrzano se povećavaju drugi oblici financijske imovine. U tom smislu aktivu FED-a se može podijeliti na tri segmenta: a) kratkoročni krediti za likvidnost financijskim institucijama kao što su depozitne, broker/diler firme i uzajamni fondovi novčanog tržišta, b) imovina koja se odnosi na programe fokusirane na proširenje

kreditnih uvjeta i c) visoko kvalitetne vrijednosnice, posebice državne obveznice i hipotekarne vrijednosnice.

Krajem 2007.g. FED je ustanovio TAF (Term Auction Facility) kao inovaciju vezanu za "diskontni prozor" kao klasični instrument monetarne politike. Time je riješen za banke nepopularni "stigma problem" jer se inovirani model zasnivao na anonimnoj aukciji koja se oglašava i obračunava u roku tri dana. Tako je npr. 1.4.2009.g. od 525 mlrd. \$ predviđenih za "diskontni prozor" 470 mlrd. \$ alocirano putem aukcije, a ostatak klasičnom procedurom "kreditnog prozora". (Bernanke, 2009.) Za potrebe održavanja likvidnosti stranih banaka u inozemstvu FED je potpisao sa 14 središnjih banaka ugovore o suradnji koji se odnose na valutni swap odobrivši im 310 mlrd. \$, a one su mu odobrile protuvrijednost u nacionalnim valutama. Time je također kreiran značajan iznos primarnog novca u SAD-u.

U ožujku 2008.g. FED pod pritiskom krize uvodi novi program pomoći pod nazivom Primary Dealer Credit Facility (PDCF) odobrivši na temelju njega dilerima 105 mlrd. \$ kredita.

Treća vrsta imovine FED-a odnosi se na visokokvalitetne vrijednosnice, posebice one državne te MBS (mortgage backed securities), u ukupnom iznosu 780 mlrd. \$, od čega je na državne vrijednosnice otpadalo 490 mlrd. \$. Glavni cilj spomenutog programa bio je sniziti troškove i poboljšati dostupnost kredita kućanstvima i poslovnom sektoru.

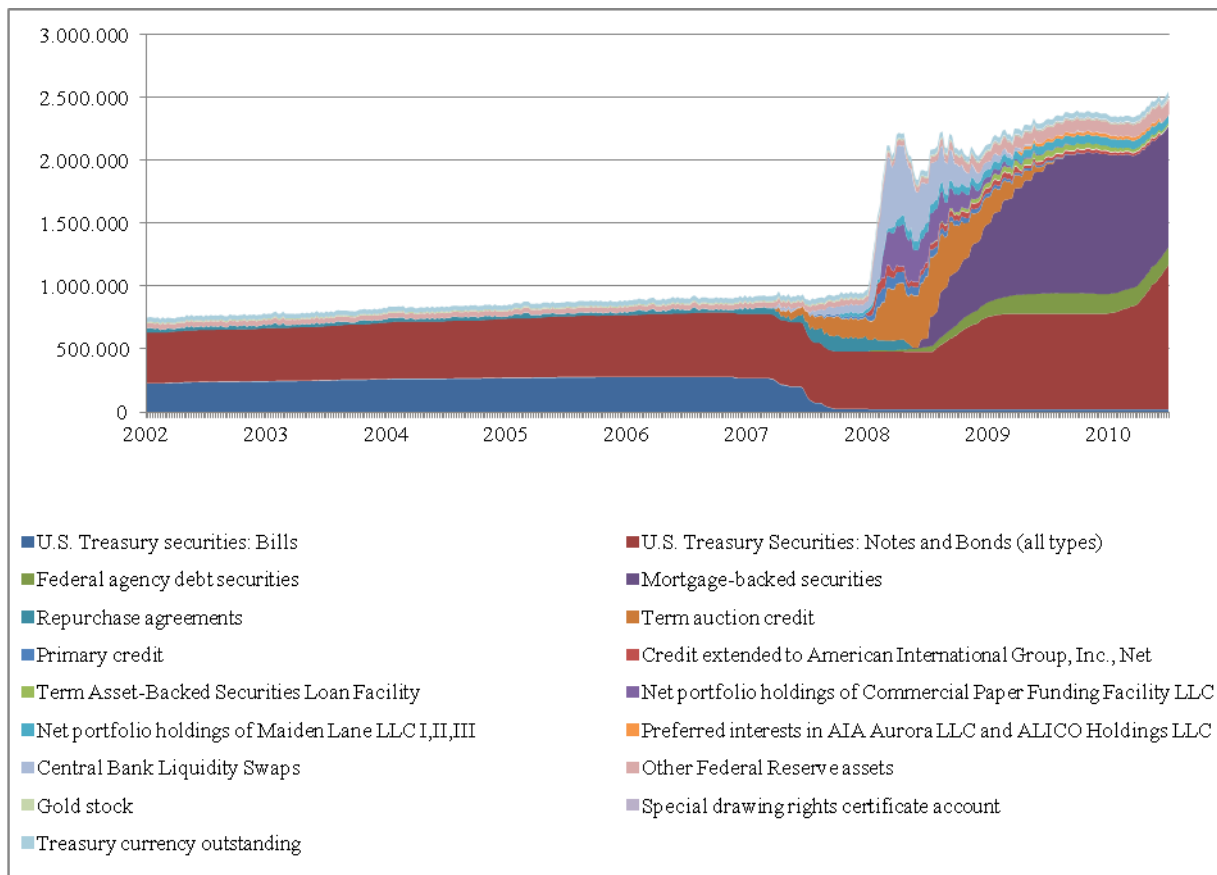
CPFF program je veoma važan jer tržište komercijalnih zapisa predstavlja ključni dio kratkoročnog, novčanog tržišta u SAD-u. Poduzeća su sve teže mogla emitirati komercijalne zapise i tako se zaduživati pa je FED odlučio otkupljivati zapise financijskih i nefinancijskih kompanija uz različite premije rizika i na rok do tri mjeseca. TALF program je imao cilj obnoviti sekuritizirano tržište koje je bilo skoro zamrlo (automobilski krediti, studentski krediti, krediti po kreditnim karticama).

Pored prethodno navedenih programa brze i snažne intervencije FED-a „Support for Specific Institutions“ kao program pomoći posebno važnim financijskim institucijama potvrda je promjene ponašanja središnje banke u odnosu na klasični obrazac. Ovdje je riječ o pomoći FED-a banci JP Morgan Chase & Co. pri preuzimanju banke Bear Stearns te izravnoj pomoći najvećem osiguravateljskom društvu na svijetu AIG kako bi se spasilo od propasti. Model pomoći u ovim slučajevima drugačiji je od uobičajenih programa likvidnosti koje odobrava središnja banka pa su, prema tome, rizičniji. *“Ove operacije su bile krajnje nepogodne za FED, ali smo ih poduzeli jer nije bilo bolje alternative... surađivali smo s Vladom i*

*Kongresom i pripremili posebnu rezoluciju za pomoć nebankarskim financijskim institucijama*". (Bernanke, 2009.) U ovom slučaju su politička odluka, ali i strah od daljnje destabilizacije financijskog tržišta, ukupne ekonomije i društva, bili uzrokom dodatne emisije primarnog novca, i to njegovog kreditnog oblika. To je potvrda i teze da se u uvjetima neobične i teške krize poduzimaju također neobična rješenja. Tradicionalno konzervativno središnje bankarstvo odgovorilo je snažno i inovativno, ne samo u SAD-u, već diljem svijeta, pri čemu nitko više nije pričao o stupnju autonomije središnje banke. FED se nije zadovoljio samo snižavanjem temeljnih kamatnih stopa kao klasičnog monetarnog pristupa jer bi se pokazao neefikasnim, već je svoju strategiju kombinirao niskim kamatnjakom i novim pristupom kreditnom tržištu nazvanim "credit easing". Naime, samo sniženje kamatnjaka ne znači da će doći do automatizma u transmisiji koja rezultira na kraju gospodarskim rastom. Promjena kreditne politike FED-a prema bankarskim i nebankarskim institucijama dovela je do buma njene bilance koja se dramatično povećala. *"FED je poduzeo i nastaviti će poduzimati sve što je u njegovoj moći da pomogne u obnovi financijske stabilnosti, povjerenja i ekonomskog prosperiteta u najkraćem roku."* (Bernanke, 2009.) FED je u tom smislu morao olabaviti krute zahtjeve vezane uz kreditne zahtjeve banaka koji su bili prepreka uvođenju prakse "credit easing". Brži i lakši pristup kreditima FED-a uz nisku kamatnu stopu stabilizirali su međubankarsko tržište i zaustavili negativna očekivanja glede likvidnosti sustava.

U razdoblju od 2002.-2007.g. glavni tok kreiranja primarnog novca u SAD-u odnosio se na kupnju državnih vrijednosnica te je njihov udio u ukupnoj aktivni bilance FED-a bio preko 80% (slika 1 i tablica 1 u Prilogu).

**Slika 1:** Struktura aktive FED-a (2002.-2010.g., u mil.\$)



Izvor: Federal Reserve, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

Može se zaključiti da je politika kupnje državnih vrijednosnica dramatično promijenjena nastupom krize na tržištu hipotekarnih kredita koja je kulminirala krajem 2008.g. Do tada je FED najviše kupovao srednjoročne i dugoročne državne obveznice (50-51% ukupne aktive), trezorske zapise (26-31% ukupne aktive), dok je kupnja ostalih vrijednosnica bila marginalna. U 2008.g. kupnja državnih obveznica se drastično smanjuje na svega 18,04% ukupne aktive, da bi se u 2009.g. i 2010.g. njihov udio u ukupnoj aktivi udvostručio u odnosu na 2008.g. (u 2010.g. – 38,30%). S druge strane, u 2009.g. dramatično se povećava kupnja hipotekarnih vrijednosnica koje FED do tada nije uopće kupovao, a u toj godini su činile 39,91% ukupne aktive FED-a. To jasno pokazuje da se američka središnja banka snažno fokusirala na izvor problema – hipotekarno tržište, odnosno tržište nekretnina jer je ono prijetilo urušavanjem čitavog financijskog tržišta, a i realnog sektora. FED je shvatio da bi saniranje tržišta nekretnina bilo suviše kompliciran posao koji bi provodila država, već se okrenuo izravnim kupnjama hipotekarnih vrijednosnica od njihovih vlasnika. Monetarna politika je u 2010.g.

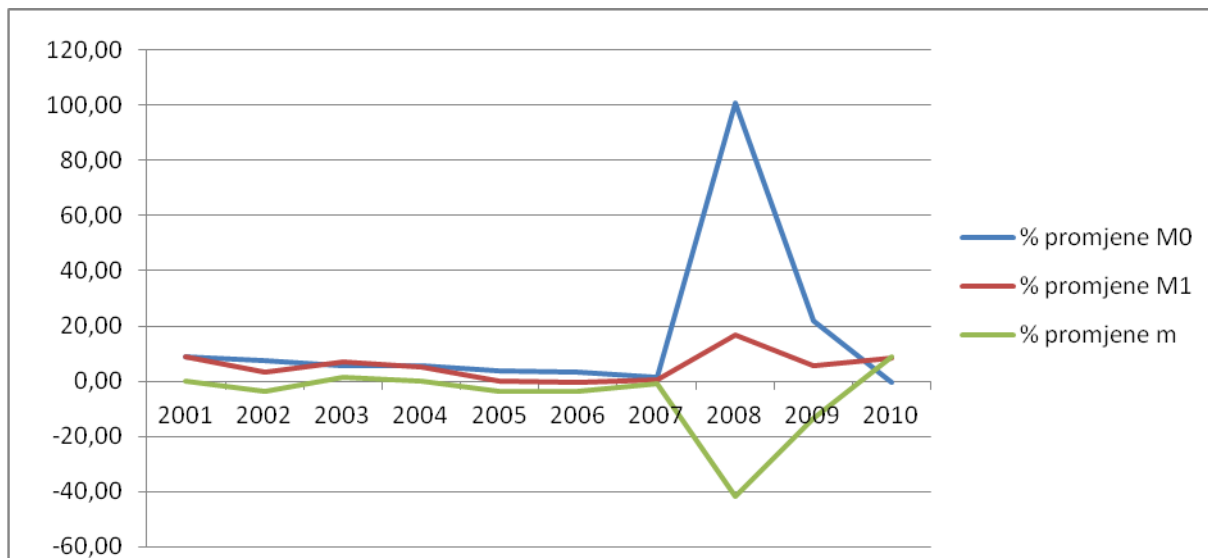
željela stabilizirati očekivanja investitora vezana za dugoročne prinose, odnosno stabilizirati krivulju dugoročnih prinosa.

FED je u 2008.g. preuzeo ulogu glavnog kupca hipotekarnih vrijednosnica igrajući svojevrsnu ulogu primarnog dilera koji u situaciji pada cijena kupuje da bi najprije zaustavio trend pada, a nakon toga stabilizirao cijene na ovom segmentu financijskog tržišta i gospodarstva. FED kao diler s neograničenom likvidnošću jedini je bio u stanju to učiniti i emisija primarnog novca je u ovom slučaju izravno podređena i usmjerena hipotekarnom tržištu. Riječ je o par excellence selektivnoj kreditnoj politici FED-a koju je on poduzeo odlučno, brzo i u velikom obujmu što je imalo presudan utjecaj na očekivanja kako investitora, tako i svih drugih subjekata, kako u SAD-u tako i diljem svijeta.

Drugačije rečeno, može se nedvojbeno potvrditi da je selektivna politika FED-a, ne u smislu odobravanja kredita, već u obliku otkupa hipotekarnih vrijednosnica postigla očekivani cilj. Ovdje je model selektivne politike inoviran, ali je bitno da je usmjeren prema sektoru nekretnina s ciljem dekontaminacije, stabilizacije i oživljavanja.

Tijekom 2008.g. još je jedan tok emisije  $M_0$  u SAD-u snažno bio prisutan, a odnosio se na swap transakcije FED-a i 14 drugih središnjih banaka. U 2007.g. te transakcije su iznosile 14 mlrd. \$, odnosno 1,51% ukupne aktive, a u 2008.g. taj udio je porastao na 24,33% ukupne aktive. Tako snažan porast transakcija u kojima je FED emitirao 553 mlrd. \$ primarnog novca i razmijenio ih za valute drugih zemalja koje su trebale dolare imao je za cilj stabilizirati međuvalutarne odnose među vodećim zemljama. Nakon 2008.g. ovaj tok stvaranja primarnog novca u aktivni FED-a postao je beznačajan i sveden na nulu. Drugi također snažan tok kreiranja  $M_0$  u 2008.g. odvijao se odobravanjem kredita bankama od strane FED-a (term auction credit) što je predstavljalo inovirane diskontne kredite koji su u strukturi aktive FED-a činili 19,79%. Možemo zaključiti da su devizne transakcije u 2008.g. najvažniji tok kreiranja  $M_0$  u SAD u apsolutnom i relativnom smislu koji je bio kombiniran s diskontnim kreditima putem aukcije.

**Slika 2:** Stope promjene  $M_0$ ,  $M_1$  i monetarnog multiplikatora ( $m=M_1/M_0$ ) u SAD-u (2001.-IX./2010.g., u postotcima, u odnosu na prethodnu godinu)



Izvor: Federal Reserve, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

Na slici 2 se lako uočava da je emisija primarnog novca tijekom 2008.g. bila iznimno velika, ali da se nije u značajnoj mjeri prelila na rast novčane mase što se vidi iz kretanja monetarnog multiplikatora.

#### 4. Specifičnosti stvaranja primarnog novca u Eurozoni

U razmatranju kanala emisije primarnog novca u uvjetima nestabilnosti Europska ekonomska i monetarna unija ima niz specifičnosti koje su malo poznate stručnoj, a kamoli široj javnosti, a najbolje se uočavaju iz bilance ECB-a i bilance Eurosustava. Eurosustav čini ECB i 17 nacionalnih središnjih banaka zemalja koje su prihvatile euro. Poznato je da se tokovi stvaranja primarnog novca nalaze u aktivni bilance središnje banke. Ako pogledamo samo bilancu ECB-a, nećemo moći naći najvažnije tokove kreiranja primarnog novca u Eurozoni. U aktivni bilance ECB-a nalazi se pozicija “claims related to the allocation of euro banknotes within the Eurosystem” koja je krajem 2009.g. u strukturi ukupne aktive ECB-a činila oko 50%. (ECB Annual Report, 2009.) Znači u aktivni ECB-a se nalaze novčanice kao oblik primarnog novca. Međutim, primarni novac se uobičajeno nalazi u pasivi bilance svake središnje banke. Primarni novac, odnosno gotov novac u obliku novčanica nalazi se u pasivi bilance Eurosustava. Ukoliko pogledamo pasivu bilancu Eurosustava, tada ćemo vidjeti da ukupan iznos gotovog novca koji se nalazi u aktivni bilance ECB-a čini samo oko 8% gotovog

novca u Eurosustavu, dakle u 17 nacionalnih središnjih banaka. Omjer emisije gotovog novca 8% : 92% u korist nacionalnih središnjih banaka, odredilo je Vijeće Europe 2001.g. Nacionalne središnje banke u skladu s tim mogu kreirati i poništavati gotov novac uključujući i onaj koji se nalazi u bilanci ECB-a. Međutim, ECB u stvari ne emitira gotov novac, već se spomenutih 8% gotovog novca emitiranog od strane nacionalnih središnjih banaka dodjeljuje bilanci ECB-a što podsjeća na mehanizam koji postoji u sustavu MMF-a. No, iz bilance ECB-a se u stvari ne vidi tko je kreirao gotov novac u njenoj aktivi; je li to učinila ona sama ili joj je taj iznos dodijeljen od nacionalnih središnjih banaka.

Gotov novac u aktivi bilance ECB-a ima prema tome status sličan zlatu ili devizama ili rezervnoj poziciji kod MMF-a, s tom razlikom da je on uistinu stvoren "ex nihilo" i kao takav predstavlja potraživanje prema 17 nacionalnih središnjih banaka. Već i ovo prvo zapažanje o političkoj ekonomiji emisije primarnog novca u Eurozoni govori nam da se susrećemo s fenomenom ECB- a kao decentralizirane centralne banke, unatoč skoro općem uvjerenju da je ECB jedini emitent primarnog novca.

U tom kontekstu ECB ne možemo niti smatrati davateljem posljednjeg utočišta u klasičnom smislu. Potvrdu za to nalazimo također u bilancama ECB i Eurosustava. Iz aktive bilance ECB-a vidljivo je da ona stvara primarni novac otkupom zlata i deviza i alokacijom dijela gotovog novca u nacionalne središnje banke. Kada bi ECB uistinu bila davatelj posljednjeg utočišta, tada bi ona u svojoj aktivi trebala imati poziciju koja bi se mogla nazvati krediti nacionalnim središnjim bankama, a na strani pasive adekvatne obveze prema nacionalnim središnjim bankama. Takvih pozicija nema pa se vrlo jasno može zaključiti da ECB ne djeluje operativno kao vrhovna monetarna vlast i davatelj posljednjeg utočišta. U ovakvom dvorazinskom odnosu prema institutu davatelja posljednjeg utočišta krije se potencijalna opasnost od neželjene ekspanzije kredita koje bi nacionalne središnje banke mogle odobriti kreditnim institucijama kao trećem stupu monetarnog sustava koji je tako i zamišljen Delorovim planom. Tim planom je trebalo razgraditi sustav koji je počivao na ECU-u i precizirati kompetencije između ECB-a, nacionalnih središnjih banaka i kreditnih institucija. Danas je to još uvijek nedovršeni sustav koji zbog nepostojanja političke osnove za EMU u obliku ustava za jedinstvenu državu nije niti mogao biti drugačiji nego biti mix nacionalne monetarne suverenosti koju nose središnje banke i podijeljene moći odlučivanja na nadnacionalnoj razini oživotvorene u veoma važnoj ulozi upravljačkog vijeća ECB-a.

Ukoliko analiziramo bilancu grčke središnje banke vidjet ćemo kako je na konkretnom primjeru funkcionirao prethodno opisani sustav. Grčka je doživjela teške posljedice financijske krize i eksplozije domaćeg javnog duga. U aktivni bilance grčke središnje banke vidljivo je da su glavne operacije refinanciranja kao glavni oblik stvaranja primarnog novca bile po obujmu male. Nastupom financijske krize i krize javnog duga jasno se uočava da je GNB djelovala kao davatelj posljednjeg utočišta za grčke banke i da su operacije refinanciranja kao glavni oblik upravljanja likvidnošću bankarskog sustava poprimile izuzetne razmjere. U aktivni bilance ECB-a o tome nema niti najmanjeg znaka, ali je on vidljiv u bilanci Eurosustava. Jedino se može naglasiti da je GNB-u dozvolu za takvu ekspanziju dalo upravljačko vijeće ECB-a bez traga u bilanci ECB-a.

Ovakav decentralizirani sustav djelovanja središnjeg bankarstva u Eurozoni otvara i pitanje asimetričnosti djelovanja monetarne politike. Zadržavanje ključne poluge emisije primarnog novca putem kredita bankama, odnosno operacijama refinanciranja navodi na zaključak da je moguće u pojedinoj zemlji članici Eurosustava prilagođavati monetarnu politiku realnim kretanjima u gospodarstvu. To se može vidjeti na primjeru stopa i strukture emisije primarnog novca u pojedinim članicama Eurosustava od 2007.-2010.g. u nastavku.

Iz bilance Eurosustava je vidljivo da se u njegovoj aktivni nalazi glavni kanal stvaranja primarnog novca, a to su krediti bankama koji su u obliku glavnih i dugoročnih operacija refinanciranja krajem 2009.g. činili oko 40% ukupne aktive. (ECB Annual Report, 2010.) Operacije refinanciranja ključni su instrument upravljanja likvidnošću banaka, a one su u rukama nacionalnih središnjih banaka. Treba naglasiti da, iako nacionalne središnje banke provode operacije refinanciranja, kamatnu stopu određuje ECB. Tu također možemo govoriti o decentralizaciji institucije davatelja posljednjeg utočišta što u određenim nepovoljnim uvjetima može pojačati moralni hazard. Naravno da bi se moglo reći da se na vrhu Eurosustava nalazi ECB i da se odluke donose zajednički odnosno formalno pod dominantnim utjecajem ECB-a. Međutim, s druge strane, lako je uočiti da Upravljačko vijeće ECB-a dominantno čine predstavnici nacionalnih središnjih banaka koji prema tome imaju dominantnu ulogu. Ovakva situacija nas podsjeća na onu u SAD-u kada je 1935.g. postojalo 12 distriktnih banaka, a sedam članova Vijeća guvernera pri čemu je FED New York igrao najvažniju ulogu iako nije bilo središnjeg monetarnog autoriteta. FED u New Yorku jedini je bio ovlašten za provođenje operacija na otvorenom tržištu, a ostale članice FED-a mogle su emitirati gotov novac. No, 12 distriktnih banaka članica FED-a nisu imali svoje vlastite bilance u odnosu na današnje članice Eurosustava, a to je bitna razlika. Prema tome, može se



reći da je ECB središnja banka nacionalnih središnjih banaka, a ne uistinu jedina središnja banka sa svim atributima koje inače ima u nacionalnim okvirima, a prema rečenom mogli bismo je nazvati i glavnom središnjom bankom Eurozone.

Stalne mogućnosti deponiranja kao i uzimanja prekonoćnih kredita kod ECB-a također se provode na razini nacionalnih središnjih banaka s tim da ECB određuje kamatnu stopu.

Ukoliko bismo ECB smatrali glavnom središnjom bankom nacionalnih središnjih banaka, onda bi ona uistinu i za njih trebala biti glavni ponuđač i proizvođač primarnog novca, a time i davatelj posljednje nade, što ona očividno nije. No, zbunjuje da je ona upravo oslikana takvom u najvažnijim dokumentima Europske unije što stvara nedoumice.

U tom kontekstu neki autori nacionalne središnje banke oslikavaju kao filijale ECB-a i pitaju se kojem je suverenom autoritetu podčinjeno posredovanje ECB-a? *“Taj će novi suverenitet navodno biti zajedničko provođenje svojih suvereniteta koje su na njega prenijele središnje nacionalne banke. Međutim, to pravo koje ga konstituira nije zakonodavac prenio od prava glasa europskih naroda. Odnos europske središnje banke prema demokraciji nije, dakle, identičan odnosu koji se izražava u neovisnosti nacionalnih središnjih banaka. Ne postoji na europskoj razini hijerarhija vrijednosti koja podvrgava središnju banku suverenitetu naroda. Tako dok ona bude diktirala monetarnu politiku cijeloj Europi, središnja će europska banka raspolagati s moći koja neće biti uključena u demokratski društveni poredak na istom teritorijalnom području. Problem je golem, jer su u toj novoj organizaciji nacionalne suverenosti zbrojene, a ne artikulirane po hijerarhijskom načelu koji bi bio iznad nje.”* (Aglietta, Orlean i dr., 2004.) U odnosu na ovu tvrdnju postavlja se i druga mogućnost da će projekt euro stvoriti neki oblik europskog političkog suvereniteta bez kojega je dugoročno sam projekt neodrživ. Toga su svjesni i drugi ekonomisti koji naglašavaju neodrživost načina glasovanja u Upravljачkom vijeću ECB-a, posebice ukoliko se nastavi proces proširenja Europske ekonomske i monetarne unije. (De Grauwe, 2007.)

Ako pogledamo povijest američkog FED-a možemo reći da Europska ekonomska i monetarna unija nije jedinstvena država s jednim ustavom i da, prema tome, postojanje u isto vrijeme ECB-a i Eurosustava izaziva dileme. Je li ECB prethodnica buduće prave i jedine središnje banke u europskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji ili bi ona trebala biti institucija za provođenje npr. operacija na otvorenom tržištu kao što je to FED New York u novom okviru podijeljenih kompetencija unutar Eurosustava?

## 5. Stvaranje primarnog novca u EMU u uvjetima nestabilnosti

U uvjetima nestabilnosti financijskog tržišta i recesije koja je uslijedila ECB je koristila drugačije kanale stvaranja primarnog novca u odnosu na FED. Do 8.7.2007.g. promjene u strukturi aktive ECB-a su bile male, a veličina aktive se skoro nije mijenjala. Nastupom financijske krize dolazi do dramatične promjene u veličini aktive, ali i do značajnih promjena u njenoj strukturi. Glavne operacije refinanciranja su do početka financijske krize bile najvažniji kanal stvaranja primarnog novca i činile su skoro jednu trećinu aktive da bi se u 2009.g. njihov udjel smanjio na samo 3% aktive. Njihovu funkciju preuzimaju dugoročnije operacije refinanciranja koje su 2005.g. činile 9%, a u 2009.g. čak 37% aktive. Značaj vrijednosnica je također značajno porastao, a ECB je smekšala kriterije prihvatljivosti vrijednosnica koje je uzimala kao kolateral za odobrene kredite. Vrijednosnice su 2005.g. činile 9% , a u 2009.g. čak 18% aktive bilance ECB-a.

Težina financijske krize koja se sredinom 2007.g. sručila na zemlje Europske ekonomske i monetarne unije rezultirala je neklasičnim instrumentima i mjerama monetarne politike poznatijim pod nazivom “enhanced credit support” i “securities market program”. Upravo ove dvije nove politike oblikovale su kriterije stvaranja primarnog novca ECB-a. Nove, neklasične mjere monetarne politike ECB-a bile su usmjerene na sljedeće ciljeve:

a) primjena tzv. “fixed rate full allotment” procedure ponude pri svim operacijama refinanciranja pri čemu je bankama bio omogućen neograničen pristup likvidnosti uz odgovarajući kolateral i po kamatnjaku na glavne operacije refinanciranja. Ova mjera omogućila je bankama rješavanje problema kratkoročne likvidnosti i spriječila kidanje veza na kreditnom tržištu prema sektorima poduzeća i kućanstava.

b) lista vrijednosnica prihvatljivih kao kolateral za operacije refinanciranja proširena je značajno. I prije nastupa financijske krize ECB je kao kolateral prihvaćala privatne vrijednosnice, a ne samo državne. Pored toga, proširen je i krug klijenata ECB-a pa je npr. za operacije finog podešavanja sa 140 proširen na oko 2000. Kod glavnih operacija refinanciranja proširen je krug financijskih institucija sa 360 na 800. (ECB, 2010.)

c) ECB je nakon iscrpljivanja učinka likvidnosti putem glavnih operacija refinanciranja u svibnju 2009.g. usmjerila svoju politiku ka dugoročnijim operacijama refinanciranja s rokom dospjeća od šest mjeseci do jedne godine. Cilj je bio poboljšati likvidnost banaka i stabilizirati kamatnjak na novčanom tržištu na niskoj razini i izbjeći njegove turbulencije koje su se ogledale u kamatnoj marži. Ova dugoročnija mjera je bankama omogućila smanjenje jaza između aktive i pasive.

d) ECB je osigurala likvidnost i na deviznom tržištu sklapajući ugovore s najvažnijim središnjim bankama u svijetu.

e) u svibnju 2009.g. ECB je objavila program kupnje pokrivenih obveznica (covered bonds) u iznosu 60 mlrd. eura s namjerom da oživi ovaj segment financijskog tržišta koji je bio skoro zamro. Krajem lipnja 2010.g. ECB je ovim programom (CBPP – Covered Bonds Purchase Programme) otkupila 422 različite obveznice.

Prethodno navedenim mjerama ECB, odnosno Eurosustav, su definirali razloge stvaranja dodatne količine primarnog novca pažljivo analizirajući i birajući najprikladniji kanal kojim će se ostvariti željeni ciljevi primarne emisije. U tom smislu bitno je promijenjen transmisijski mehanizam monetarne politike ECB-a. Rezultati su zaista bili pozitivni, a ogledali su se u padu kamatnjaka na novčanom tržištu i prinosa na dugoročnijem tržištu čime je postignut najvažniji cilj – stabilnost na financijskom tržištu. Snažna kreditna aktivnost Eurosustava prema bankama dovela je do smanjenja uloge novčanog tržišta u tom razdoblju. No, zbog averzije prema riziku banke su značajan dio primarnog novca koji su u obliku kredita dobile ponovo usmjerile prema Eurosustavu koristeći se mogućnošću deponiranja uz kamatnjak (deposit facility). Na taj način je smanjena razlika između prekonoćnog kamatnjaka (EONIA) i kamatnjaka na depozitne pogodnosti koji je bankama plaćao Eurosustav.

Izbor kanala stvaranja primarnog novca ovisi o strukturi financiranja određenog gospodarstva. Nefinancijske institucije u Eurozoni oko 70% potreba za eksternim financiranjem ostvaruju putem bankarskih kredita. (Trichet, 2010.) U SAD-u je značajno drugačija situacija pa tamo poduzeća čak oko 80% potreba za eksternim financiranjem ostvaruju emisijama vrijednosnica i iz drugih nebankarskih izvora. To je ključni razlog zašto su odgovori monetarne politike na financijsku krizu u Eurozoni i SAD-u bili bitno različiti. Prema tome, ECB se fokusirala na bankarski sektor i oblikovala instrumentarij monetarne politike u svrhu efikasnog transmisijskog mehanizma. FED je, s druge strane, odabrao vrijednosnice kao najvažniji kanal emisije primarnog novca i transmisije prema nefinancijskom sektoru. ECB je tako oblikovao antikriznu monetarnu politiku poznatiju pod nazivom “enhanced credit support”. J.C. Trichet (2010.) je definirao kao skup *“posebnih i važnih mjera koje su primarno usmjerene na banke, a koje su poduzete s namjerom da prošire mogućnost pristupa kreditima što nije bilo moguće postići samo snižavanjem kamatne stope”*.

Koji su dodatni razlozi upotrebe različitih transmisijskih mehanizama monetarne politike u SAD-u i Eurozoni najbolje objašnjava Trichet (2010.): *“U SAD-u su u normalnim*

*okolnostima kupnje i prodaje državnih obveznica s kraćim dospijecom rutinski način provedbe monetarne politike. U skladu s takvom tradicijom prirodan je korak bio da se u netipično vrijeme prilagodi i ovaj instrument, odnosno da se značajno poveća kupnja državnih obveznica s dužim dospijecom od strane FED-a. Eurosustav ima drugačiju tradiciju. Za nas su "reverzne transakcije", čiju bazu čine banke, najvažniji i u mnogim aspektima ekskluzivan instrument operacija na otvorenom tržištu. U skladu s takvom tradicijom prirodno je bilo značajno povećati obujam operacija refinanciranja, produžiti rokove i prilagoditi potrebne kolaterale".*

U ograničenom empirijskom istraživanju koje smo proveli cilj je bio utvrditi u kojoj mjeri kanali stvaranja primarnog novca u tri izabrane zemlje: Njemačkoj, Grčkoj i Sloveniji koreliraju s kanalima kreiranja primarnog novca u Eurosustavu (prosjeak). Njemačka je odabrana kao najsnažnije i najveće gospodarstvo u EMU, Grčka zbog velike krize javnog duga, a Slovenija kao mala i stabilna zemlja.

Apsolutne vrijednosti aktiva odabranih središnjih banaka za razdoblje 2007.-2010.g. ukazuju na visoku korelaciju u kretanju aktiva cjelokupnog Eurosustava i Bundesbanke (88%). S druge strane, koeficijent korelacije za Grčku središnju banku i Banku Slovenije u odnosu na Eurosustav znatno je manji te iznosi 61,6% odnosno 51,2%. Različita kretanja aktiva u pojedinim dijelovima monetarnog sustava govore u prilog različitim posljedicama krize, odnosno njezinom asimetričnom učinku na realne i financijske sektore promatranih zemalja. Uzroci navedenih pokazatelja mogu se pronaći i u različitoj snazi i strukturi pojedinih financijskih sustava.

Prema podacima iz trećeg kvartala 2008.g. početak krize obilježen je promjenom strategije nacionalnih središnjih banaka u okviru Eurosustava, prije svega u kontekstu jačanja uloge operacija dugoročnog financiranja. U rujnu 2008.g. ove operacije činile su 29,54% ukupne aktive Bundesbanke (slika 2 u Prilogu), da bi se do kraja godine njihov udio povećao na 32,89%, odnosno 201 mlrd. eura u apsolutnom iznosu. Protekom vremena i smirivanjem psiholoških efekata krize Bundesbanka je većinu svoje aktivnosti ponovno preusmjerila na glavne operacije refinanciranja, dok se tijekom 2009. i 2010.g. udio dugoročnih operacija konstantno smanjuje.

Primjer Banke Slovenije (slika 3 u Prilogu) ukazuje na sličnu praksu u pogledu operacija na otvorenom tržištu, uz određen vremenski odmak. Početak krize u većini tranzicijskih ekonomija uslijedio je nešto kasnije, pa se značajniji rast udjela dugoročnih operacija

refinanciranja u Sloveniji osjetio tek krajem 2009.g. kada su dostigle 21% ukupne aktive, za razliku od 2,87% iz rujna 2008.g. Tijekom cijelog promatranog razdoblja najznačajnije stavke aktive Banke Slovenije bile su „Securities of euro area residents denominated in euro“ i „Intra Eurosystem claims“ koje zajedno tijekom razdoblja 2007.-2010.g. čine ukupno 60% aktive Banke Slovenije.

Struktura aktive Grčke središnje banke (slika 1 u Prilogu) ukazuje na problem nelikvidnosti sustava koji još uvijek nije riješen. Za razliku od drugih središnjih banaka, udio dugoročnih operacija refinanciranja u praksi Grčke središnje banke konstantno raste, te je krajem 2010.g. iznosio preko 58% ukupne aktive. Ovaj podatak upućuje na nelikvidnost bankarskog sustava kao posljedicu kolapsa gospodarstva i dužničke krize koji su eskalirali tijekom 2010.g.

Na temelju analize kanala emisije primarnog novca u tri izabrane zemlje Eurosustava jasno je da su nacionalne središnje banke odigrale ključnu ulogu u izboru kanala, obujmu emisije i učinkovitosti mehanizma transmisije i dobile odobrenje od ECB-a. Izbor kredita bankama od strane Eurosustava kao glavnog kanala stvaranja primarnog novca pokazao se dobrim rješenjem za Eurozonu, posebice u vrijeme financijske krize od 2007.-2010.g. Svaki odobreni kredit kreditnim institucijama od strane Eurosustava ima određeni kolateral koji ima svoju krajnju vezu s realnom ekonomijom, pa prema tome i realno pokriće. Time se proizvodnja roba i usluga prirodno zatvara stvaranjem primarnog novca.

S druge strane, najveći dio primarnog novca FED je stvarao na temelju otkupa državnih vrijednosnica. Takva emisija primarnog novca nalazi svoje pokriće u sadašnjim i budućim prihodima Ministarstva financija oslanjajući se na tezu o vječnosti javnog duga. I u jednom i u drugom slučaju granice ekspanzije primarnog novca moraju imati realno uporište, odnosno izvore povrata koji će ga u sljedećoj fazi poništavati. Za razliku od FED-a Eurosustav nije niti mogao prihvatiti koncept državnih vrijednosnica kao podlogu emisije primarnog novca jer se radi o sustavu gdje postoji 17 različitih fiskalnih politika pa prema tome nema čvrstog jamstva za stabilnost takvog modela. Kod FED-a imamo stvaranje primarnog novca dominantno “ex nihilo” koji kao takav ima podlogu u obećanju povrata od strane države, odnosno Ministarstva financija. Kod Eurosustava primarni novac se stvara “ex nihilo”, ali ima realnu podlogu u vrijednosnicama pretežno privatnog sektora, a one su kolateral realne ekonomije. Na takvom konceptu počivaju “covered bonds”.

Neklasične mjere monetarne politike u Eurozoni trebale su omogućiti efikasnije upravljanje likvidnošću banaka putem koncepta neograničenog pristupa likvidnosti unutar središnjih

banaka Eurozone uz povijesno najnižu i fiksnu kamatnu stopu. U tom kontekstu operacije refinanciranja odigrale su najvažniju ulogu s naglaskom da su smanjeni zahtjevi središnjih banaka glede kvalitete kolaterala. Oko 2200 kreditnih institucija imalo je pristup kreditima Eurosustava putem politike refinanciranja što govori o širini platforme za efikasan pristup likvidnosti. Posebno treba naglasiti veći udjel vrijednosnica privatnog sektora u odnosu na državne vrijednosnice. Ukupna vrijednost kolaterala dostigla je iznos od oko 130% BDP Eurozone. (ECB, 2010.) Treći važan potez ECB-a bio je produženje roka zaduživanja banaka. No, pokazalo se da su banke postale kritična točka transmisijskog mehanizma jer dobivenu likvidnost u značajnoj mjeri nisu dalje propuštale prema nefinancijskom sektoru zbog averzije prema riziku koristeći pogodnosti deponiranja kod središnjih banaka. *“Primjena neklasičnih mjera monetarne politike koje se odražavaju u neviđenom rastu primarnog novca nije vodila proporcionalnom rastu novčane mase (broad money) što je ponovo aktualiziralo rasprave o slabosti modela monetarnog multiplikatora koji ekspanziju novca u užem smislu vidi kao ključ i točku za daljnje izučavanje ponašanja bankarskog sustava i njegove odnose prema realnoj ekonomiji”*. (Giannone, Lenza, Pill i Reichlin, 2010.) Međutim, različite okolnosti su model monetarnog multiplikatora u ovom slučaju učinile skoro neupotrebljivim. U tom smislu, produženje roka kreditiranja banaka od strane središnjih banaka Eurozone značajno je riješilo ovaj problem jer je produženje vremenskog horizonta stvorilo veću sigurnost.

Valutni swapovi su također bili u određenoj fazi krize važan kanal emisije primarnog novca jer je ECB sa najvažnijim središnjim bankama, posebice FED-om, potpisala ugovore o osiguranju likvidnosti u određenoj valuti kako bi se očuvala međunarodna likvidnost.

Eurosustav je u 2009.g. počela intenzivnije uvoditi u politiku refinanciranja tzv. “covered bonds” koje su emitirale banke, a koje kao podlogu imaju dijelove aktive banaka. Pokrivene obveznice se u Njemačkoj emitiraju već oko 200 godina pod nazivom “Pfandbriefe”. Ovaj segment financijskog tržišta je skoro zamro sve dok ih Eurosustav nije počeo intenzivnije prihvaćati kao kolateral u operacijama refinanciranja. Za razliku od prakse FED-a koji je kupovao državne vrijednosnice iza kojih stoje porezni obveznici SAD-a, iza pokrivenih obveznica stoji imovina banaka, a to je bitna razlika kada se govori o pokriću primarne emisije novca. U slučaju FED-a riječ je o emisiji duga kao podlozi emisije primarnog novca iza koje stoji Ministarstvo financija SAD koje budućim proračunskim prihodima, kao što smo već rekli, treba zatvoriti krug stvaranja i poništavanja primarnog novca. U slučaju Eurosustava politička ekonomija emisije primarnog novca je bitno drugačija i oslanja se

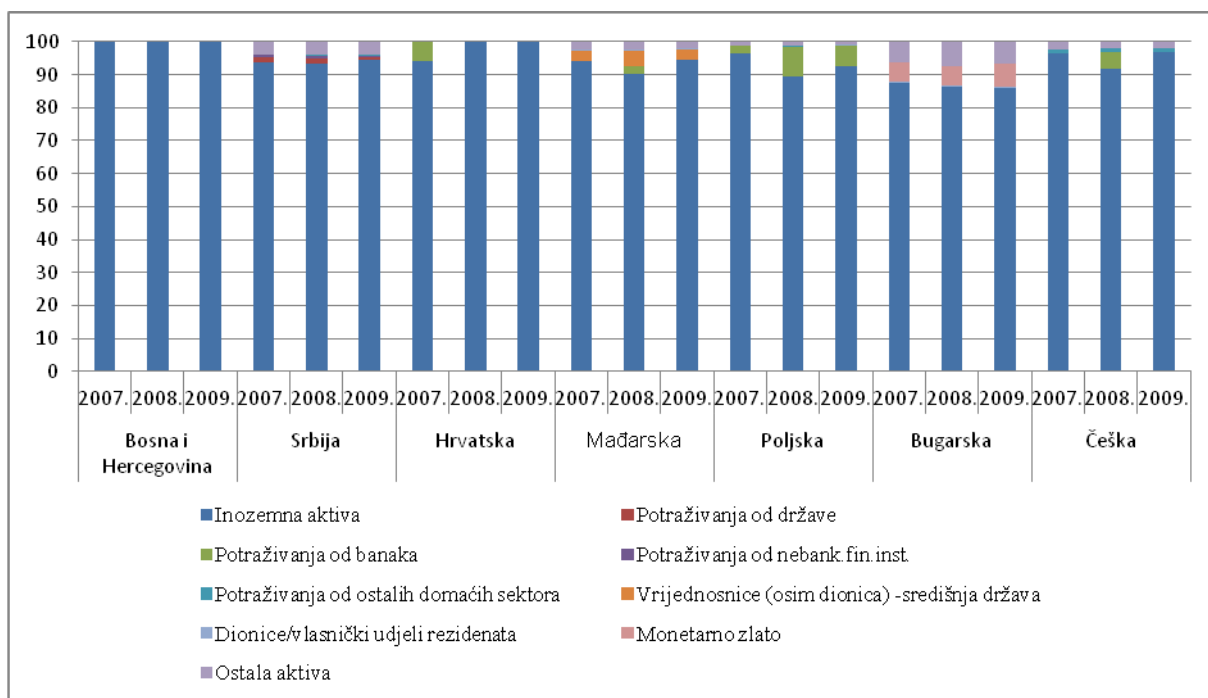
dominantno na određene oblike postojeće imovine čija cijena doduše varira zbog tržišnih kretanja.

## 6. Aktiva bilance središnjih banaka izabranih tranzicijskih zemalja kao indikator samostalnosti i promjena u gospodarstvu

Analizom aktive bilanci središnjih banaka izabranih tranzicijskih zemalja jugoistočne Europe primjećuje se izrazito visok udio inozemne aktive u ukupnoj aktivi u svim zemljama (slika 3). Navedeno upućuje da su glavni izvor kreiranja primarnog novca u navedenim zemljama devizne transakcije.

Monetarni sustav Bugarske i Bosne i Hercegovine uređen je kao valutni odbor. Osnovne karakteristike valutnog odbora su: fiksni devizni tečaj prema sidrenoj valuti, apsolutna konvertibilnost domaće u sidrenu valutu i obrnuto te minimalno 100%-tna pokrivenost obveza središnje banke (primarnog novca) inozemnom aktivom. To znači da je jedini tok kreiranja/povlačenja primarnog novca kupnja/prodaja deviza.

**Slika 3:** Struktura aktive središnjih banaka izabranih tranzicijskih zemalja (2007.-2009.g., u postocima od ukupne aktive)



Izvor: Nacionalne središnje banke

Što je udio deviznih transakcija u aktivi bilance središnje banke veći, automatski se povećava stupanj euroizacije domaćeg monetarnog sustava pa se stvaranje domaćeg novca sve više komplicira, kao i vođenje ukupne monetarne politike. Dominacija deviznih transakcija kao toka stvaranja primarnog novca vodi ka valutnom odboru kao monetarnom sustavu koji označava potpunu ovisnost domaćeg monetarnog sustava o izabranom inozemnom monetarnom sustavu. U tom slučaju emisija domaćeg primarnog novca određena je egzogeno veličinom deviznih transakcija, devizni tečaj je fiksna, središnja banka ne djeluje kao davatelj posljednjeg utočišta, nestaje monetarni suverenitet, a postojanje domaće valute ima samo psihološki značaj. Ovisno o zastupljenosti deviznih transakcija u stvaranju primarnog novca možemo govoriti i “valutnom odboru” i “quasi valutnom odboru”. “Valutni odbor” je službeno objavljeni monetarni sustav kakav ima Bosna i Hercegovina čija je emisija domaćeg primarnog novca 100% pokrivena devizama. S druge strane, monetarni sustav Hrvatske je deklariran kao nezavisan, a Hrvatska narodna banka je od uvođenje kune 95-99% primarnog novca stvarala na temelju deviznih transakcija. Ovdje je riječ o de facto “quasi valutnom odboru” kojim se negira de iure deklarirani monetarni sustav. Dakle, glavni tok kreiranja primarnog novca razotkriva tip monetarnog i gospodarskog sustava.

U uvjetima valutnog odbora jedini instrument monetarne politike koji središnjoj banci stoji na raspolaganju u ostvarivanju ekonomskih ciljeva jest stopa obvezne rezerve. Središnje banke Bosne i Hercegovine i Bugarske su smanjivanjem stopa obvezne rezerve, odnosno osnovica njihovog obračuna, pokušale povećati likvidnost i kreditnu aktivnost bankovnog sustava ugrožene financijskom krizom iz 2007.g. U Bosni i Hercegovini stopa obvezne rezerve krajem 2008.g. smanjena je s 18% na 14%, a svi novi krediti banaka iz inozemstva isključeni su iz osnovice za obračun obvezne rezerve. Od siječnja 2009.g. počinje se primjenjivati diferencirana stopa obvezne rezerve – na izvore sredstava s rokom dospjeća do 1 godine iznosila je 14%, a na sredstva s dospjećem dužim od 1 godine 10%. U svibnju 2009.g. stopa obvezne rezerve na izvore sredstava s rokom dospjeća dužim od 1 godine dodatno je smanjena na 5%, a iz osnovice za obračun isključeni su depoziti vlada namijenjeni razvojnim programima. (Centralna banka Bosne i Hercegovine, [www.cbbh.ba](http://www.cbbh.ba))

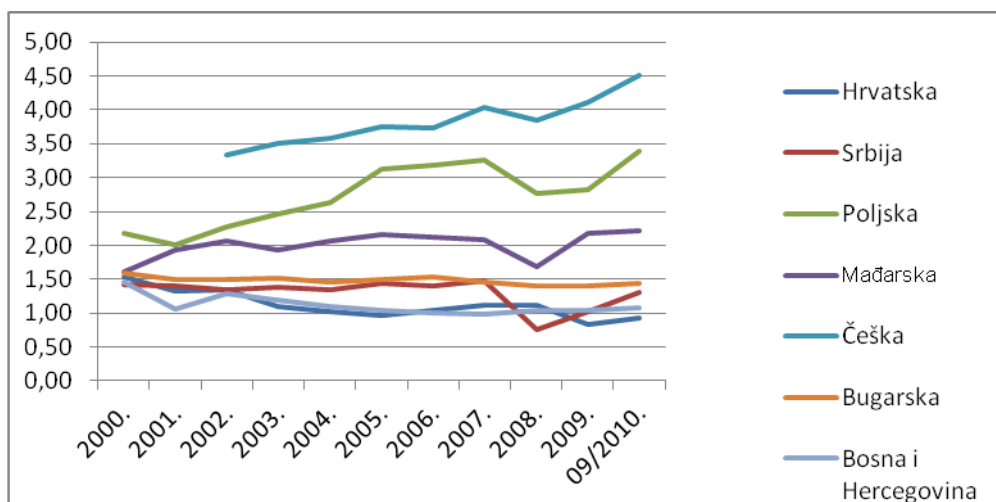
Bugarska središnja banka je u studenom 2008.g. snizila minimalnu rezervu likvidnosti na sve prikupljene izvore sredstava s 12% na 10%. Također je snizila i minimalnu rezervu likvidnosti koja se dodatno obračunava na strane izvore sredstava banaka s 10% na 5%, a izvori sredstava prikupljeni od državne i lokalne uprave izuzeti su iz osnovice za obračun. (Bulgarian National Bank, [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg))



Češka, Mađarska i Poljska članice su Europske unije te se pripremaju za uvođenje eura. Uvidom u strukturu aktive njihovih središnjih banaka uočava se također visoka zastupljenost inozemne aktive. Treba istaknuti Češku kod koje je udio kredita bankama u 2008.g. porastao na 5% (s gotovo 0% u godinama prije, izuzev 2005.g.).

Na temelju prethodnih podataka o strukturi aktiva bilanci izabranih središnjih banaka u tranzicijskim zemljama jugoistočne Europe koje nisu uvele euro može se zaključiti da devizne transakcije predstavljaju ključni tok stvaranja primarnog novca. Postavlja se pitanje: jesu li ove zemlje odabrale spomenuti tok ili je on proizvod objektivnih okolnosti? Sve spomenute zemlje su srednje ili visoko euroizirane, a priljev inozemnih investicija je u proteklom razdoblju bio značajan. Pored toga, njihovi bankarski sustavi su skoro u cijelosti u inozemnom vlasništvu, odnosno vlasnici su velike banke iz EU. Ovu činjenicu treba posebno naglasiti jer je riječ o značajnom dotoku kapitala izraženog u eurima kojim se podiže kreditni potencijal banaka u tranzicijskim zemljama II Europe. Međutim, na taj način se dodatno proširuje euroizacija, a time i aprecijacijski pritisci na tečaj domaće valute.

**Slika 4:** Kretanje monetarnog multiplikatora u izabranim tranzicijskim zemljama ( $m=M_1/M_0$ , 2000.-IX./2010.g.)



Izvor: Nacionalne središnje banke

Vidljivo je da su Češka, Poljska i Mađarska imale osjetno veći monetarni multiplikator od ostalih zemalja i prije financijske krize, a on je tijekom 2008. i 2009.g. smanjen gotovo u svim zemljama (slika 4).

Zemlje u kojima su devizne transakcije glavni tok stvaranja primarnog novca imaju tzv. suficit monetarnog sustava, što znači da je pretpostavka za stvaranje domaćeg novca prethodno postojanje deviza koje su ostvarene na različite načine. Kao što smo ranije spomenuli, ovakav način emisije primarnog novca tipičan je za valutni odbor kao ovisni monetarni sustav u kojemu središnja banka ne koristi monetarni suverenitet i vlastiti novac, odnosno ne ostvaruje vezu između realne ekonomije i stvaranja domaćeg novca. Dominacija deviznih transakcija kao toka stvaranja novca dovodi do komplikacija u vođenju monetarne politike. Naime, u takvoj situaciji monetarna politika se vodi na temelju sekundarne valute i presudno je određena monetarnom politikom zemlje čija valuta dominira u strukturi deviznih rezervi. Ta ovisnost je izraženija ukoliko je bankarski sustav u dominantnom vlasništvu stranih banaka. Banke majke kreditiranjem svojih podružnica u tranzicijskim zemljama izravno doprinose euroizaciji tih zemalja, a time i pojačavaju kanal deviznih transakcija u stvaranju primarnog novca. Zemlje u tranziciji koje smo analizirali imaju stoga formalni monetarni suverenitet, a de facto se radi o izraženoj ovisnosti o Europskom monetarnom sustavu.

U tranzicijskim zemljama koje smo analizirali djeluje tzv. jednokanalni način emisije primarnog novca koji se odvija putem deviznih transakcija. Na primjeru Hrvatske on je posebno izražen pa se pokazuje rigidnijim od klasičnog „currency board“ monetarnog sustava. Kao takav, on u sebi već nosi klice recesije koje su se probudile čim je stvarna recesija zahvatila Europsku uniju i regiju. Budući da Hrvatska narodna banka nije mijenjala kanal emisije primarnog novca, niti ga povećavala, ona je na taj način djelovala prorecesijski, odnosno prociklički. Količina primarnog novca se povećavala iz drugog razloga, a taj je da je nebankarski sektor otplaćivao prethodno odobrene kredite koji su se na taj način povlačili, a sredstva imobilizirala na računima kod središnje banke. To je vidljivo i na primjeru monetarnog multiplikatora koji je manji od jedan, pa je time postao monetarni reduktor. Može se reći da je u ovom slučaju djelovao transmisijski mehanizam monetarne politike, ali u obrnutom smjeru, jer središnja banka nije djelovala kao davatelj posljednjeg utočišta za banke što se vidi iz kanala emisije primarnog novca. Na temelju te spoznaje banke su dodatno pojačale osjetljivost prema riziku i time otvorile put rastu nelikvidnosti u realnom sektoru gospodarstva. Međutim, ECB, na koju se ugleda Hrvatska narodna banka, privremeno je zanemarila stabilnost cijena i snažno se okrenula obnovi gospodarskog rasta koristeći obilato protucikličnu monetarnu politiku.

Aktiva bilance središnje banke, kako smo ranije opisali, indicira tip gospodarstva, stupanj njegove ovisnosti ili suverenosti. Ukoliko neka zemlja želi povećati stupanj svoje monetarne suverenosti i bolje povezati domaću realnu ekonomiju sa stvaranjem primarnog novca, tada mora značajno promijeniti strukturu aktive bilance svoje središnje banke dajući prednost lokalnoj valuti. U slučaju Hrvatske gdje je recesija prisutna od 2008.g., a traje i danas (početak 2011.g.), vidljivo je da se gospodarstvo nalazi u samoblokadama. Visoka imobilizacija novca od strane Hrvatske narodne banke koja godinama iznosi oko 30% stvorenog primarnog novca, ostvaruje se raznim instrumentima monetarne politike. Posljedice toga su velika nelikvidnost u gospodarstvu, visoke kamatne stope i restriktivna fiskalna politika koje ne mogu dati drugačije rezultate nego produžavati dno recesije. Kriza javnog duga u EMU, problemi u bankarskom sektoru itd. stvaraju nužnost veće upotrebe domaće valute u monetarnim sustavima tranzicijskih zemalja. U suprotnom, postojeći jednokanalni način stvaranja primarnog novca djelovat će kao specifični oblik „zlatnog standarda“, odnosno „currency boarda“ s prorecesijskim klicama.

Primjer stvaranja primarnog novca u Kini je veoma zanimljiv jer je ovdje riječ o modelu koji je svojstven više malim tranzicijskim i ovisnim zemljama koje smo opisali, a ne drugoj najvećoj gospodarskoj sili svijeta. Povećanje deviznih rezervi sa 125 mlrd. \$ u 2000.g. na 2,8 bilijuna \$ na kraju 2010.g. imat će značajne i složene posljedice kako na Kinu tako i na čitav svijet. Devizne rezerve Kine rezultat su stalnog i rastućeg suficita trgovačke bilance i snažnog priljeva investicija. Stvaranjem deficita, prema zemljama iz kojih najviše uvozi, SAD koristeći poziciju dolara kao najvažnijeg svjetskog novca u stvari proizvodi ovisnost tamošnjih monetarnih sustava o dolaru. Kina u prethodnom razdoblju i nije mogla drugačije jer nije dostigla potrebni stupanj razvitka i nije mogla bez deviza, kao i zbog činjenice da juan nije svjetski novac.

Kineska središnja banka je u 2000.g. 54% primarnog novca stvarala kupnjom deviza, a 2010.g. ovaj kanal je činio 80% njene aktive. Ukoliko Kinu usporedimo s Japanom onda se može vidjeti da japanska središnja banka oko 60% primarnog novca kreira na temelju kupnje vrijednosnica, oko 30% odobravanjem kredita bankama, dok devizne transakcije čine samo 8% ukupne aktive u 2010.g. Za Kinu je ovo vrlo važan primjer jer je Japan poslije nje drugi najveći vlasnik deviznih rezervi u svijetu. Fenomen stvaranja primarnog novca na bazi američkog duga oličenog u dolarskim deviznim rezervama u vlasništvu Kine jedan je od najvećih fenomena suvremenih međunarodnih financija. Kada se kinesko gospodarstvo

jednog dana više okrene prema unutrašnjem tržištu morat će se značajno promijeniti tokovi stvaranja primarnog novca.

S druge strane Kina, odnosno njena središnja banka, morat će intenzivno poraditi na proširenju upotrebe juana u međunarodnim transakcijama. Takva nova monetarna doktrina Kine mogla bi značajno ugroziti dosadašnju dominaciju dolara u svijetu i Kini stvarati poziciju u kojoj će u osjetno većoj mjeri stvarati domaću valutu “ex nihilo” za potrebe razvoja domaćeg gospodarstva, ali i inozemnih investicija i uvoza, dakle, model koji je do sada mogao koristiti isključivo SAD u svjetskom trokutu dragovoljnog prihvaćanja njegove monetarne prisile. Ukoliko se to dogodi, svjetski monetarni sustav će se temeljito promijeniti, kao i konstelacija ukupnih ekonomskih i političkih odnosa.

## **7. Zaključak**

Tokovi stvaranja primarnog novca, kao što smo vidjeli, govore mnogo o gospodarstvu pojedine zemlje i o stupnju njenog monetarnog suvereniteta. U vrijeme nestabilnosti koja je 2007.g. potaknuta krizom američkog hipotekarnog tržišta, a potom se brzo prelila u Europsku uniju i druge dijelove svijeta, i tokovi stvaranja primarnog novca, preciznije rečeno, važnost pojedinih tokova, bitno su se promijenili. Na primjerima FED-a i ECB-a vidjeli smo da je riječ o povijesnim dimenzijama upotrebe pojedinih kanala stvaranja primarnog novca što je otvorilo nova pitanja o međusobnoj vezi stvaranja novca, realne ekonomije i psiholoških učinaka nestabilnosti na tržištu. Obje spomenute središnje banke do krajnjih granica su iskoristile monetarni suverenitet oslonivši se na fiksni kamatnjak uz spremnost neograničene ponude likvidnosti. Obujam emisije nije bio unaprijed zadan, pa prema tome niti egzogenog karaktera. Može se reći da je dominirao endogeni čimbenik kreiranja primarnog novca jer su se spomenute središnje banke prije svega ravnale prema stanju realne ekonomije, zahtjevima banaka i drugih važnih financijskih institucija, a u pojedinim slučajevima i nefinancijskih.

Na primjerima FED-a i ECB-a, bolje rečeno Eurosustava, vidljiva je zavidna fleksibilnost u kombiniranju pojedinih kanala emisije primarnog novca, tehnike finog podešavanja i stvaranja prohodnosti transmisijskog mehanizma monetarne politike. Može se općenito reći da je mehanizam stvaranja primarnog novca bio presudan uzrok bržeg izlaska iz recesije i viših stopa gospodarskog rasta. To je bio ključni okidač upotrijebljen na vrijeme s ciljem protucikličnog djelovanja. On se temeljio na dobro poznatoj činjenici da je u sprječavanju

razvoja recesije presudna brzina djelovanja koju je u okviru ekonomske politike jedino brzo i efikasno mogla postići monetarna politika.

Unutar Eurosustava, koji stvarno emitira primarni novac na decentraliziran način, iako je riječ o odlukama donesenim na nadnacionalnoj razini putem Upravljačkog vijeća ECB-a, zanimljivo je naglasiti da su kanali stvaranja primarnog novca različiti među zemljama članicama. To se u uvjetima financijske krize koja je zahvatila EMU pokazalo korisnim jer je riječ o monetarnom sustavu koji još nije do kraja definiran zbog činjenice da nije riječ o EMU kao jedinstvenoj državi. Kanali stvaranja primarnog novca su u ovom slučaju prilagođeni specifičnostima stanja u pojedinim zemljama članicama Eurosustava i efikasnosti njihovih transmisijskih mehanizama monetarne politike. Iako ECB nije davatelj posljednjeg utočišta, pokazalo se da su se poštivale zajedničke odluke Upravljačkog vijeća ECB-a i da je decentralizirani sustav stvaranja primarnog novca funkcionirao. No, postavlja se pitanje: hoće li uvijek biti tako i što bi se dogodilo u slučaju pojedinog monetarnog udara unutar sustava?

Opisane tranzicijske zemlje su i u situaciji financijske nestabilnosti zadržale u cijelosti strukturu aktive bilanci svojih središnjih banaka nepromijenjenom. To znači da nisu koristile svoj monetarni suverenitet niti kreaciju domaćeg novca kako bi zaustavile recesiju i monetarnim čimbenikom pokrenule protucikličnu ekonomsku politiku. Stvaranje njihovog primarnog novca ostalo je egzogeno zadano količinom deviza u aktivama bilanci njihovih središnjih banaka. Njihova gospodarstva su prema tome bez monetarnog intervencionizma ostala u produženoj recesiji s neizvjesnim rokom čvrstog oporavka. Drugačije rečeno, svoj oporavak vezale su za oporavak gospodarstava u zemljama Europske ekonomske i monetarne unije jer su svoje nacionalne valute i stvaranje primarnog novca vezale za euro. To upućuje na zaključak da je riječ o duboko ovisnim monetarnim sustavima na periferiji Eurosustava sa svim negativnim posljedicama koje nastaju zbog nekorištenja monetarnog suvereniteta.

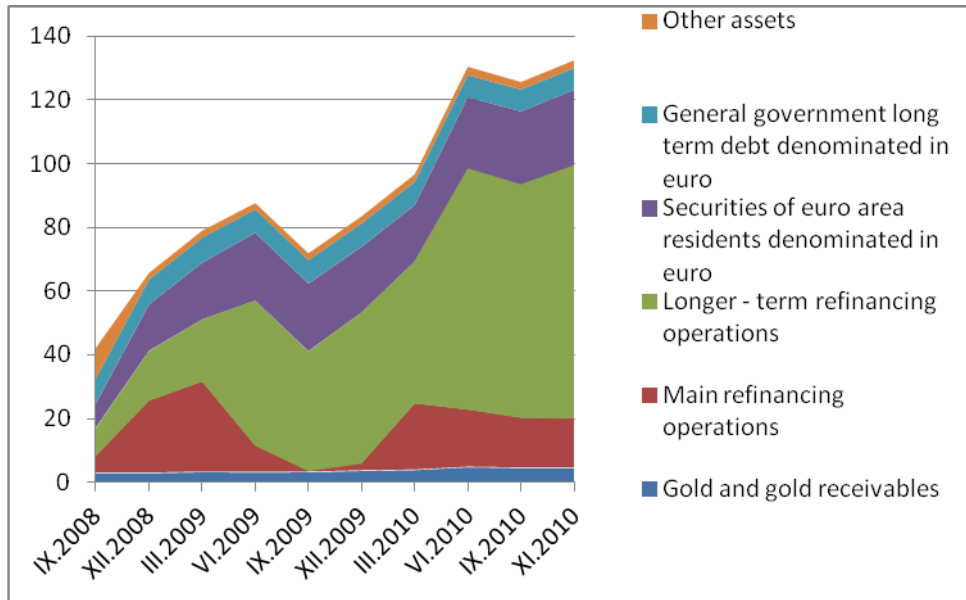
Povijesni obujam stvaranja primarnog novca tijekom posljednje financijske krize u SAD i EU ukazuju na činjenicu o spoznaji efikasnosti monetarne politike u kratkom roku i njenoj prednosti u odnosu na fiskalnu politiku zbog brzine djelovanja i povoljnijeg utjecaja na kamatnjak. Tokovi stvaranja primarnog novca koji su tada korišteni pokazuju da se na te načine najbolje ostvarivao utjecaj monetarne politike na realnu ekonomiju putem transmisijskog mehanizma koji je odgovarao specifičnostima pojedinog gospodarstva.

## LITERATURA:

1. Bernanke, S.B.: *Essays on the great Depression*, Princeton University Press, New Jersey, 2004
2. Bernanke, S.B.: *Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet*, At the National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington, D.C., February 18, 2009
3. Bernanke, S.B.: *The Federal Reserve's Balance Sheet*, At the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium, Charlotte, North Carolina, April 3, 2009
4. Bernanke, S.B.: *Federal Reserve programs to strengthen credit markets and the economy*, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., February 10, 2009
5. De Grauwe, P.: *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, 2007
6. ECB Bulletin: *The ECB's Response to the Financial Crisis*, October 2010
7. Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. i Reichlin, L.: *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*, ECB, 2010
8. Trichet, J.-C.: *Current challenges for the euro area*, Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB "Lunchtime discussions" with the Spanish business community, Madrid, 27 October 2008
9. Trichet, J.-C.: *Lessons from the financial crisis*, Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the "Wirtschaftstag 2009" organised by the Volksbanken and Raiffeisenbanken, Frankfurt am Main, 15 October 2009
10. Web stranice nacionalnih središnjih banaka

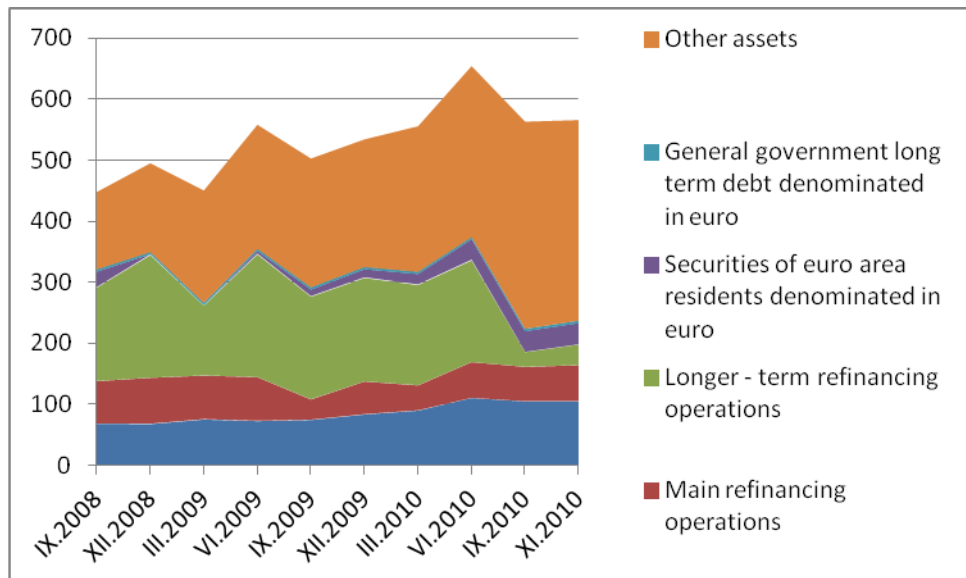
**PRILOZI:**

**Slika 1:** Struktura aktive grčke središnje banke (u mlrd. eura, IX./2008.-XI.2010.g.)



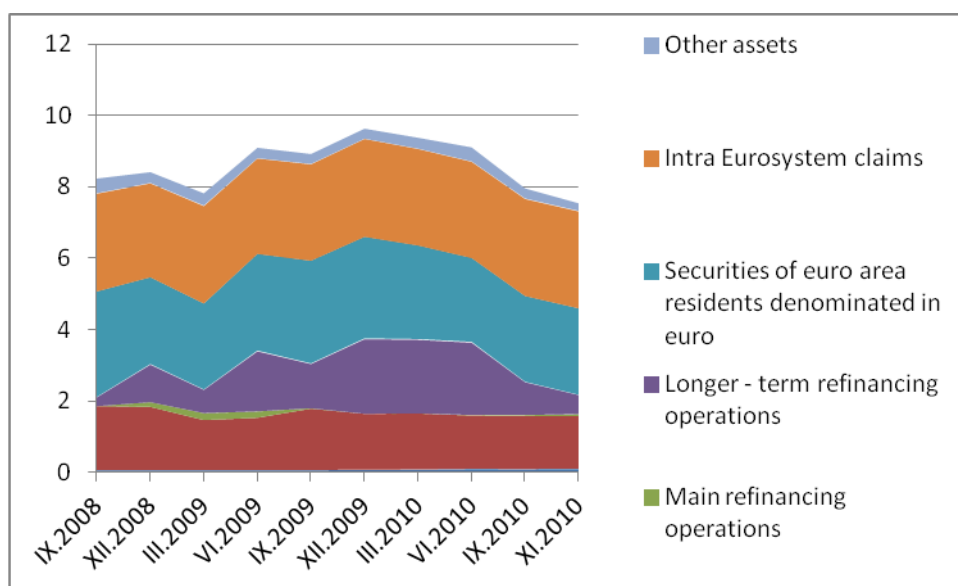
Izvor: Bank of Greece, [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

**Slika 2:** Struktura aktive njemačke središnje banke (u mlrd. eura, IX./2008.-XI.2010.g.)



Izvor: Deutsche Bundesbank, [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

**Slika 3:** Struktura aktive slovenske središnje banke (u mlrd. eura, IX./2008.-XI.2010.g.)



Izvor: Bank of Slovenia, [www.bsi.si](http://www.bsi.si)



**Tablica 1:** Struktura aktive bilance FED-a (kraj razdoblja, u apsolutnim iznosima – u mil.\$, te u postotku od ukupne aktive)

	Assets (in mil.dollars)	12/2002	%	12/2005	%	12/2007	%	12/2008	%	12/2009	%	12/2010	%
<b>1.</b>	<b>Reserve Bank credit</b>	<b>708.457</b>	<b>93,67</b>	<b>830.165</b>	<b>94,34</b>	<b>876.551</b>	<b>94,41</b>	<b>2.223.537</b>	<b>97,72</b>	<b>2.216.732</b>	<b>97,41</b>	<b>2.403.419</b>	<b>97,57</b>
<b>1.1.</b>	<b>Securities Held Outright</b>	<b>629.416</b>	<b>83,22</b>	<b>744.210</b>	<b>84,57</b>	<b>754.612</b>	<b>81,27</b>	<b>495.629</b>	<b>21,78</b>	<b>1.844.722</b>	<b>81,06</b>	<b>2.155.703</b>	<b>87,52</b>
1.1.1.	U.S. Treasury securities	629.406	83,22	744.210	84,57	754.612	81,27	475.921	20,92	776.587	34,13	1.016.102	41,25
1.1.1.1.	Bills	226.682	29,97	271.270	30,83	241.856	26,05	18.423	0,81	18.423	0,81	18.423	0,75
1.1.1.2.	Notes and bonds, nominal	389.219	51,46	449.595	51,09	470.984	50,73	410.491	18,04	707.649	31,10	943.377	38,30
1.1.1.3.	Notes and bonds, inflation-indexed	12.242	1,62	19.983	2,27	36.911	3,98	41.071	1,80	44.643	1,96	48.125	1,95
1.1.1.4.	Inflation compensation	1.263	0,17	3.362	0,38	4.862	0,52	5.936	0,26	5.873	0,26	6.178	0,25
1.1.2.	Federal agency debt securities	10	0,00	0	0,00	0	0,00	19.708	0,87	159.879	7,03	147.460	5,99
1.1.3.	Mortgage-backed securities	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	908.257	39,91	992.141	40,28
<b>1.2.</b>	<b>Other: Repurchase agreements</b>	<b>39.500</b>	<b>5,22</b>	<b>45.250</b>	<b>5,14</b>	<b>42.500</b>	<b>4,58</b>	<b>80.000</b>	<b>3,52</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>1.3.</b>	<b>Term auction credit</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>20.000</b>	<b>2,15</b>	<b>450.219</b>	<b>19,79</b>	<b>75.918</b>	<b>3,34</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>1.4.</b>	<b>Other loans</b>	<b>40</b>	<b>0,01</b>	<b>114</b>	<b>0,01</b>	<b>4.535</b>	<b>0,49</b>	<b>193.874</b>	<b>8,52</b>	<b>89.699</b>	<b>3,94</b>	<b>45.084</b>	<b>1,83</b>
1.4.1.	Primary credit	0	0,00	41	0,00	4.513	0,49	93.769	4,12	19.111	0,84	58	0,00
1.4.2.	Secondary credit	0	0,00	0	0,00	0	0,00	15	0,00	980	0,04	17	0,00
1.4.3.	Seasonal credit	31	0,00	73	0,01	22	0,00	7	0,00	44	0,00	23	0,00
1.4.4.	Credit extended to American International Group, Inc., Net	0	0,00	0	0,00	0	0,00	38.914	1,71	22.033	0,97	20.282	0,82
1.4.5.	Term Asset-Backed Securities Loan Facility	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	47.532	2,09	24.704	1,00
1.4.6.	Primary dealer and other broker-dealer credit	0	0,00	0	0,00	0	0,00	37.404	1,64	0	0,00	0	0,00
1.4.7.	Asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility	0	0,00	0	0,00	0	0,00	23.765	1,04	0	0,00	0	0,00
1.4.8.	Other credit extensions	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
<b>1.5.</b>	<b>Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility LLC</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>334.102</b>	<b>14,68</b>	<b>14.072</b>	<b>0,62</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>
<b>1.6.</b>	<b>Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>27.023</b>	<b>1,19</b>	<b>26.667</b>	<b>1,17</b>	<b>26.974</b>	<b>1,10</b>
<b>1.7.</b>	<b>Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>20.117</b>	<b>0,88</b>	<b>15.697</b>	<b>0,69</b>	<b>16.197</b>	<b>0,66</b>
<b>1.8.</b>	<b>Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>26.785</b>	<b>1,18</b>	<b>22.660</b>	<b>1,00</b>	<b>23.142</b>	<b>0,94</b>
<b>1.9.</b>	<b>Net Portfolio Holdings of TALF LLC: Net portfolio holdings of TALF LLC</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>298</b>	<b>0,01</b>	<b>665</b>	<b>0,03</b>
1.10.	Preferred Interests: Preferred interests in AIA Aurora LLC and ALICO Holdings LLC	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	25.000	1,10	26.057	1,06
1.11.	Float	812	0,11	1.047	0,12	-347	-0,04	-1.494	-0,07	-1.956	-0,09	-1.624	-0,07
1.12.	Central bank liquidity swaps	0	0,00	0	0,00	14.000	1,51	553.728	24,33	10.272	0,45	75	0,00
1.13.	Other Federal Reserve	38.689	5,12	39.544	4,49	41.251	4,44	43.553	1,91	93.683	4,12	111.147	4,51
<b>2.</b>	<b>Gold stock</b>	<b>11.043</b>	<b>1,46</b>	<b>11.041</b>	<b>1,25</b>	<b>11.041</b>	<b>1,19</b>	<b>11.041</b>	<b>0,49</b>	<b>11.041</b>	<b>0,49</b>	<b>11.041</b>	<b>0,45</b>
<b>3.</b>	<b>Special drawing rights certificate account</b>	<b>2.200</b>	<b>0,29</b>	<b>2.200</b>	<b>0,25</b>	<b>2.200</b>	<b>0,24</b>	<b>2.200</b>	<b>0,10</b>	<b>5.200</b>	<b>0,23</b>	<b>5.200</b>	<b>0,21</b>
<b>4.</b>	<b>Treasury currency outstanding</b>	<b>34.597</b>	<b>4,57</b>	<b>36.540</b>	<b>4,15</b>	<b>38.682</b>	<b>4,17</b>	<b>38.674</b>	<b>1,70</b>	<b>42.690</b>	<b>1,88</b>	<b>43.549</b>	<b>1,77</b>
	<b>Total factors supplying reserve funds</b>	<b>756.297</b>	<b>100,00</b>	<b>879.946</b>	<b>100,00</b>	<b>928.473</b>	<b>100,00</b>	<b>2.275.452</b>	<b>100,00</b>	<b>2.275.664</b>	<b>100,00</b>	<b>2.463.209</b>	<b>100,00</b>

Izvor: Federal Reserve, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

