

MEĐUNARODNI MONETARNI FOND

REPUBLIKA HRVATSKA

Odabrana pitanja i statistički dodatak

Pripremili Leo Bonato, Tetsuya Konuki i Sergei Dodzin

Odobrio: *European I Department*

22. srpnja 2002.

II. PRAKTIČNA PITANJA KOJA SE TIČU USVAJANJA CILJANE INFLACIJE U HRVATSKOJ¹

A. Uvod

1. **Postojeći okvir koji se temelji na stabilnosti tečaja pokazao se uspješnim u postizanju niske inflacije.** U okruženju visoke makroekonomske nestabilnosti povezane s ratom u prvoj polovici 1990-tih, Hrvatska narodna banka (HNB) provodila je čvrstu stabilizacijsku politiku koristeći se tečajem kao nominalnim sidrom.² Hiperinflacija je zaustavljena polovicom 1990-tih, i od tada HNB nastavlja voditi politiku stabilnosti tečaja, uz nisku inflaciju tijekom cijelog razdoblja.

2. **Međutim, postavlja se pitanje o daljnjoj prikladnosti tog okvira.** Novi Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci smanjuje naglasak na tečaju jasnim definiranjem stabilnosti cijena kao osnovnog cilja monetarne politike. Taj se cilj ponekad može kositi sa stabilnošću tečaja budući da su međunarodnih tokova kapitala relativno veliki u odnosu na domaće tržište. U takvim okolnostima, sterilizacija može biti teška, a devizne intervencije, potrebne kako bi se održala stabilnost tečaja, imaju za posljedicu fluktuaciju monetarne baze i naposljetku, inflaciju. Iz primjera je vidljivo da je tolerancija HNB-a na tečajna kretanja vrlo niska, dok je volatilnost međunarodnih pričuva, monetarne baze i inflacije velika u odnosu na ostale zemlje sa sličnim tečajnim sustavima.³ U kontekstu MMF-ovog programa, ova volatilnost može ugroziti postizanje kvantitativnih ciljeva za međunarodne pričuve i primarni novac.

3. **Liberalizacija kapitalnog računa, koja je dio zahtjeva kojima treba udovoljiti radi pristupanja EU-u, već stavlja na kušnju taj okvir.** Nakon ukidanja zabrane držanja deviznih računa poslovnim subjektima u lipnju 2001., velika su poduzeća uzela otvorene pozicije u očekivanju uobičajenih sezonskih kretanja kune. HNB je intervenirao često i u velikim iznosima kako bi zaustavio rane aprecijacijske i deprecijacijske pritiske. Posljednji, do kojih je došlo na vrhuncu turističke sezone u kolovozu, popustili su tek u rujnu, kad je HNB propisao bankama obavezu da drže dio svoje devizne obavezne pričuve u kunama. Liberalizacija kapitalnog računa mora biti završena četiri godine nakon ratifikacije Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju Europskoj uniji (SSP). Očekuje se da će postupak ratifikacije biti okončan 2003.

4. **S obzirom da su pristupanje EU-u i usvajanje eura tek u srednjoročnim planovima, razmatra se ciljana inflacija kao jedna od mogućnosti.** Kako se i EU i Europska središnja banka protive ranom usvajanju eura, Hrvatska mora razmotriti alternative sadašnjem okviru za tranzicijsko razdoblje. S progresivnim otvaranjem kapitalnog računa, ciljana inflacija imala bi nekoliko prednosti. Kao prvo, ona bi osigurala nominalno sidro dok bi tečaju bila dana veća fleksibilnost u reagiranju na tokove međunarodnog kapitala. Kao drugo, ciljana inflacija bi pomogla u pomicanju težišta, s kratkoročnih intervencijskih politika prema srednjoročnom cilju niske i stabilne inflacije, što je najbolji doprinos koji monetarna politika može pružiti makroekonomskoj stabilnosti i rastu. Kao treće, njena odlika gledanja unaprijed ojačala bi razmjer i kvalitetu načina na koji politika odgovara na kratkoročna kretanja. Četvrto, ona bi poboljšala kvalitetu i odgovornost kako u monetarnoj tako i u fiskalnoj

¹ Pripremio Leo Bonato.

² Za pregled hrvatskog stabilizacijskog programa, vidi Šonje i Škreb (1997).

³ Iako je inflacija u Hrvatskoj u prosjeku niža. Vidi Billmeier i Bonato (2002).

politici. Nadalje, dodatna fleksibilnost tečaja pomogla bi u smanjivanju percepcije niskog tečajnog rizika, stimulirala bi omeđivanje rizika i destimulirala kapitalne priljeve spekulativnog tipa. Međutim, potrebno je odvagnuti te prednosti u odnosu na rizike prevelike volatilnosti tečaja, koja bi mogla imati značajne posljedice u visoko euroiziranom gospodarstvu kao što je hrvatsko.

B. Glavna pitanja

5. **Općenito gledajući, ne postoje posebni preduvjeti za uspjeh ciljane inflacije.** Gledište da je potrebno zadovoljiti određene preduvjete kako bi se uvela ciljana inflacija sve se više dovodi u pitanje u svjetlu uspjeha tog okvira u mnogim zemljama s tržištima u nastajanju.⁴ Većina tih takozvanih “preduvjeta” je u stvari potrebni za uspjeh bilo koje strategije monetarne politike, a oni su nekim slučajevima bili zadovoljeni tek nakon uvođenja ciljane inflacije. Međutim, povećanjem transparentnosti i odgovornosti, ciljana inflacija je zahtjevnija od ostalih režima i može tražiti jačanje cjelokupnog okvira politike. Uvođenje ciljane inflacije ima veću vjerojatnost uspjeha, ako se temelji na skupini početnih uvjeta, poput jakog institucionalnog okvira, stabilnih makroekonomskih uvjeta, dobro razvijenog i stabilnog financijskog sustava i djelotvornih instrumenata politike.⁵

Institucionalni okvir

6. **Neovisna monetarna politika temelji se na jakom institucionalnom okviru.** S novim Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci, kojeg je Sabor usvojio 2001., Hrvatska je osigurala svojoj središnjoj banci jasan mandat i velik stupanj neovisnosti. Osnovni cilj monetarne politike je postizanje i održavanje stabilnosti cijena, za što je HNB odgovoran Saboru. HNB-u je dana puna instrumentalna neovisnost i ovlast u području tečajne politike. Financiranje države izričito je zabranjeno tim zakonom.

Makroekonomski uvjeti

7. **Razvoj hrvatskog gospodarstva, mjereno BDP-om po stanovniku, sličan je onom najrazvijenijih gospodarstava u nastajanju koja su već usvojila ciljanu inflaciju.** Nakon što su u ranim devedesetim godinama taj okvir prvo usvojile industrijske zemlje, slijedile su mnoge zemlje s tržištima u nastajanju.⁶ Od trideset najbogatijih gospodarstava s tržištima u nastajanju, jedanaest ih je već usvojilo taj okvir. Iako zemlje koje su usvojile ciljanu inflaciju u prosjeku imaju viši BDP po stanovniku, izbor ovog režima nije ograničen na najnaprednija gospodarstva. Države poput Južnoafričke Republike, Kolumbije i Tajlanda odlučile su se za takav okvir politike. Hrvatska spada među najrazvijenije zemlje s tržištima u nastajanju i njen BDP po stanovniku je dobar u usporedbi s većinom zemalja koje su usvojile ciljanu inflaciju, uključujući ostale tranzicijske zemlje poput Mađarske i Poljske.

8 **Inflacija je relativno niska.** Trenutačno, inflacija u Hrvatskoj niža je nego što je bila prije uvođenja novog okvira u bilo kojoj od zemalja s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju. Nadalje, za razliku od svih zemalja s tržištima u

⁴ Vidi Arnato i Gerlach (2002).

⁵ Za obuhvatnu analizu ovih uvjeta, vidi Schaechter i dr. (2000) i Carare i dr. (2002).

⁶ Za analizu ciljane inflacije u industrijskim zemljama, vidi Bernanke i dr. (1999). Za zemlje s tržištima u nastajanju, vidi Schaechter i dr. (2000) i Mishkin (2000).

nastajanju prije nego što su uvele ciljanu inflaciju, Hrvatska već nekoliko godina ima nisku inflaciju. Iskustvo stečeno ciljanim tečajem vjerojatno je povećalo kredibilitet HNB-a i može biti od pomoći u prijelazu na novi režim.⁷

9. **Dok je vanjska neravnoteža pod dobrom kontrolom, fiskalna se pozicija čini vrlo slabom.** Velika vanjska i fiskalna neravnoteža mogu skrenuti monetarnu politiku s njenog težišta, odnosno ciljane inflacije i potkopati njen kredibilitet. Deficit tekućeg računa u Hrvatskoj u skladu je s većinom zemalja s ciljanom inflacijom, ali njena fiskalna pozicija izgleda posebno osjetljiva. Od zemalja s tržištima u nastajanju, samo je Brazil imao lošiju fiskalnu ravnotežu u trenutku uvođenju novog okvira. Iako institucionalni okvir sprječava monetizaciju deficita u Hrvatskoj, za ciljanu inflaciju potrebno je imati jaču fiskalnu poziciju. Usprkos tome što bi ovo ograničenje bilo veće u režimu ciljane inflacije, fiskalna je konsolidacija svejedno potrebna kako bi tekući okvir politike sačuvao kredibilitet.

Financijski sustav

10. **Usprkos brzom razvoju u posljednjih nekoliko godina, financijska su tržišta u Hrvatskoj još nedovoljno razvijena.** Dobro razvijena financijska tržišta pružaju monetarnoj politici bolje transmisijske kanale i omogućavaju korištenje efikasnih indirektnih instrumenata, koji doprinose izgledima za uspjeh ciljane inflacije. Iako su banke značajno ojačale i monetizacija se povećala, tržišta u Hrvatskoj i nadalje su plitka i visoko segmentirana. Krediti privatnom sektoru sputani su ograničenim posredovanjem i značajnom apsorpcijom od strane države. To međutim, nije spriječilo zemlje u sličnoj ili čak problematičnijoj poziciji da usvoje ciljanu inflaciju. Takav je slučaj, na primjer, Mađarske i Poljske.

11. **Situacija opisana pokazateljima financijske stabilnosti u velikoj je mjeri slična onoj u zemljama s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju.** Osjetljivost financijskog sustava slabi kredibilitet okvira otvarajući prostor mogućoj intervenciji središnje banke radi stvaranja likvidnosti kad je sustav u stresu. Unatoč relativno velikoj vanjskoj izloženosti, pokazatelji za Hrvatsku unutar su okvira zemalja s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju, odnosno bolji su nego što su bili pokazatelji za Mađarsku, koja je nešto kasnije usvojila ciljanu inflaciju. Uz to, Hrvatska ima i relativno snažnu poziciju međunarodnih pričuva.

12. **Međutim, osjetljivost financijskog sustava na iznenadne promjene tečaja može predstavljati značajnu zapreku.** Dok je direktna izloženost bankovnog sustava tečajnom riziku ograničena, indirektni učinak bi vjerojatno bio značajan zbog visoke euroizacije gospodarstva. S obzirom da je otprilike polovica bankovnih kredita nominirana u ili indeksirana na stranu valutu, mnoga poduzeća i potrošači čije pozicije nisu zaštićene od rizika bi se našli u problemima u slučaju značajnih tečajnih promjena, što bi uzrokovalo značajne gubitke bankama.⁸

⁷ Iako se čini da značajna i sustavna euroizacija kao i značajan iznos s tečajem povezane zamjene valuta ukazuju da je dobitak na kredibilitetu ograničenog opsega (Kraft, 2002).

⁸ Iako je teško dobiti kvantitativne procjene zbog nedostatka informacija, testiranja provedena u skladu s FSAP-om (vidi FSSA izvješće) pokazala su da bi 15-postotna deprecijacija uzrokovala značajne teškoće najmanje kapitaliziranim bankama.

Instrumenti monetarne politike

13. **Nedovoljna produbljenost financijskih tržišta spriječila je razvoj efikasnih instrumenata politike.** HNB uglavnom djeluje putem deviznih intervencija, koristeći se operacijama na otvorenom tržištu s blagajničkim zapisima u svrhu sterilizacije. Veličina kapitalnih priljeva otežava sterilizaciju i komplicira upravljanje likvidnošću. Prevelika strukturalna likvidnost i plitkost novčanih tržišta narušavaju efikasnost kamatnog transmisijskog kanala, koji se koristi u većini zemalja koje su usvojile ciljanu inflaciju.

14. **Visoka razina euroizacije ograničava mogućnosti koje stoje na raspolaganju monetarnoj politici.** Visoka u vrijeme bivše Jugoslavije, euroizacija se pojačala u vrijeme makroekonomske nestabilnosti koja je pratila ratne prilike u ranim devedesetim. Strana valuta čini otprilike 74 posto ukupne gotovine u optjecaju i depozita (Kraft, 2002). U tim je okolnostima monetarna politika znatno ograničena. Njene mogućnosti su ograničene osjetljivošću financijskog sustava na volatilnosti tečaja, a njena je efikasnost oslabljena važnošću bilančnih efekata u transmisijском mehanizmu.⁹ Međutim, ako se euroizacija ograniči na zamjenu imovine (odnosno, strana valuta se drži kao pričuva vrijednosti) i ne uključuje široko rasprostranjenu indeksaciju gospodarstva na tečaj, ciljani tečaj možda i nije najbolje rješenje.^{10 11} Zemlje u sličnoj situaciji, poput Perua, odlučile su se za neki oblik ciljane inflacije.¹²

C. Zaključci

15. **Čini se da je u Hrvatskoj prisutna većina uvjeta potrebnih za podršku uvođenju ciljane inflacije.** Institucionalni okvir kojim se utvrđuje neovisnost središnje banke je u potpunosti uspostavljen, postignuta je i već se neko se vrijeme održava stabilnost cijena, čini se da je vanjska neravnoteža pod dobrom kontrolom, a financijska tržišta su značajno ojačala.

16. **Međutim, visoka euroizacija i slabost instrumenata politike predstavljaju ograničenje, dok fiskalna pozicija zabrinjava.** Bonitetne implikacije visokog stupnja euroizacije značajne su i bilo kakva promjena u režimu monetarne politike morala bi biti popraćena daljnjim jačanjem bankovnog sustava. Odsustvo efikasnog instrumenta kamatne stope samo po sebi ne sprječava usvajanje ciljane inflacije, ali svakako su potrebni daljnji napor u cilju razvoja financijskih tržišta i jačanja transmisijskog mehanizma. Fiskalna pozicija narušava kredibilitet bilo kojeg režima monetarne politike. Potrebna je daljnja konsolidacija, dok bi se institucionalnim promjenama ostvarilo jačanje srednjoročne orijentacije fiskalne politike.

17. **Iako bi pomak prema potpunoj ciljanoj inflaciji bio preuranjen, poželjna je dodatna tečajna fleksibilnost.** Dok bi središnja banka mogla nastaviti s

⁹ Pooštrenje politike moglo bi proizvesti neželjeni učinak ako se financijska pozicija rezidenata s dugom koji je nominiran u eurima popravi kao rezultat aprecijacije tečaja.

¹⁰ Billmeier i Bonato (2002) iznose procjenu o niskom utjecaju tečaja na domaće cijene u Hrvatskoj te ga tumače kao dokaz ograničenog usklađivanja plaća i cijena s tečajem.

¹¹ Berg i Borensztein (2000) pokazuju da su implikacije zamjene imovine jednake onima otvorenosti kapitalnog računa. Ize (2001) navodi da je ciljana inflacija provediva čak i pod takvim okolnostima u onoj mjeri u kojoj efekti troška koji djeluju na povećanje kamata dominiraju bilančnim efektima.

¹² Peru je započeo primjenjivati blagi oblik ciljane inflacije 1994. (Mishkin i Schmidt-Hebbel, 2001). Za raspravu o pitanjima s kojima se suočava monetarna politika u Peruu, vidi Stone (2001).

intervencijama na deviznom tržištu u cilju sprječavanja iznenadnih promjena koje nisu opravdane temeljnim načelima, manje aktivistički pristup intervenciji mogao bi pomoći u odvrćanju kapitalnih priljeva spekulativne prirode i smanjiti srednjoročne inflatorne pritiske. Ukoliko bi bio popraćen snažnom i jasnom porukom javnosti, on bi također pomogao u smanjivanju rizika za financijsku stabilnost koje može prouzročiti kriva percepcija tečajne nefleksibilnosti.

Tablica 1. Pravni okviri središnje banke Hrvatske i središnjih banaka zemalja s tržištima
u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju

Pravni okviri središnjih banaka	Zemlje
<i>Ciljevi monetarne politike</i>	
Stabilnost domaćih cijena kao osnovni cilj	Kolumbija, Hrvatska , Češka, Mađarska, Koreja, Meksiko, Poljska, Tajland
Stabilnost valute plus ostali ciljevi	Brazil, Čile, Izrael, Južnoafrička Republika
<i>Instrumentalna neovisnost</i>	Brazil, Čile, Kolumbija, Hrvatska , Češka, Mađarska, Izrael, Koreja, Meksiko, Poljska, Južnoafrička Republika, Tajland
<i>Financiranje državnog deficita</i>	
Ograničeno	Kolumbija, Češka, Koreja, Meksiko, Južnoafrička Republika, Tajland
Nije dozvoljeno	Brazil, Čile, Hrvatska , Mađarska, Izrael, Poljska

Izvori: Carare i dr. (2002) i Hrvatska narodna banka

Tablica 2. BDP po stanovniku, zemlje s tržištima u nastajanju 2000. 1/ 2/
(u USD)

Izrael	18.046	Gabon	4.179	Belize	3.115
Koreja	9.762	Poljska	4.083	Litva	3.062
Slovenija	9.107	Malezija	3.852	Latvija	3.008
Argentina	7.757	Slovačka	3.584	Južnoafrička Repub.	2.912
Urugvaj	6.059	Brazil	3.568	Kolumbija	2.050
Meksiko	5.754	Estonija	3.466	Tunis	2.032
Češka	4.979	Panama	3.396	El Salvador	2.012
Čile	4.927	Bocvana	3.207	Peru	1.954
Mađarska	4.839	Ekvatorska Gvineja	3.167	Tajland	1.953
<i>Hrvatska</i>	4.334	Turska	3.132	Makedonija	1.762
Srednja vrijednost	3.517				
Srednja vrijednost zemalja s ciljanom inflacijom	4.839				

Izvori: *World Economic Outlook* MMF-a i Hrvatska narodna banka

1/ Trideset zemalja s tržištima u nastajanju s najvećim BDP-om po stanovniku, bez velikih izvoznika nafte i malih otočnih država.

2/ Zemlje s ciljanom inflacijom označene su masnim slovima.

Tablica 3. Hrvatska i zemlje s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju, mjesečna godišnja inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena prije i nakon usvajanja potpune ciljane inflacije 1/

	t	t manje od 36 mjeseci	t manje od 24 mjeseci	t manje od 12 mjeseci	t
Brazil	lipanj 1999.	16,3	7,0	3,4	3,3
Čile	rujan 1999.	6,3	6,0	4,8	2,9
Kolumbija	rujan 1999.	20,5	19,1	19,2	9,5
Češka	prosinac 1997.	9,9	7,9	8,6	10,0
Mađarska	srpanj 2001.	14,1	10,1	9,6	9,4
Izrael	lipanj 1997.	12,5	9,7	12,9	8,5
Koreja	siječanj 1998.	5,1	4,8	4,7	8,3
Meksiko	siječanj 1999.	51,7	26,4	15,3	19,0
Poljska	ožujak 1999.	20,2	16,8	13,9	6,1
Južnoafrička Republika	veljača 2000.	9,7	5,4	6,2	2,4
Tajland	travanj 2000.	4,2	10,1	0,4	1,2
Srednja vrijednost		12,5	9,7	8,6	8,3
Hrvatska	svibanj 2002.	3,8	5,0	7,2	1,8

Izvori: Schaechter i dr. (2000), Mishkin i Schmidt-Hebbel (2001), *International Financial Statistics* MMF-a i Hrvatska narodna banka

1/ Mjesec "t" označava vrijeme usvajanje potpune ciljane inflacije.

Tablica 4. Fiskalni saldo i saldo tekućeg računa, Hrvatska i zemlje s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju 1/

(postotak BDP))

	t	Fiskalni saldo 2/	Saldo tekućeg računa
Brazil	1999.	-8,0	-5,9
Čile	1999.	0,3	-4,5
Kolumbija	1999.	-4,8	-4,8
Češka	1997.	-0,2	-7,9
Mađarska	2001.	-3,4	-4,1
Izrael	1997.	-2,8	-7,4
Koreja	1998.	-2,0	2,8
Meksiko	1999.	-1,4	-3,9
Poljska	1998.	-1,2	-7,5
Južnoafrička Republika	2000.	-2,1	-1,2
Tajland	2000.	-2,7	13,7
Srednja vrijednost		-2,1	-4,5
Hrvatska	2001.	-7,0	-4,1

Izvori: *International Financial Statistics* MMF-a, MMF i Hrvatska narodna banka

1/ Prosjek za godinu usvajanja ciljane inflacije i dvije prethodne godine.

2/ Opća država.

Tablica 5. Pokazatelji razvijenosti financijskog tržišta: Hrvatska i zemlje s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju 1/

(postotak BDP)

	t	Krediti privatnom sektoru	Ukupna likvidna sredstva
Brazil	1999.	29,5	30,4
Čile	1999.	58,9	43,4
Kolumbija	1999.	26,0	24,5
Češka	1997.	75,0	74,1
Mađarska	2001.	30,7	46,4
Izrael	1997.	70,4	80,3
Koreja	1998.	68,1	48,6
Meksiko	1999.	18,9	27,2
Poljska	1998.	24,9	40,0
Južnoafrička Republika	2000.	70,1	57,1
Tajland	2000.	122,7	105,7
Srednja vrijednost		58,9	46,4
Hrvatska	2001.	37,5	49,6

Izvori: *International Financial Statistics* MMF-a, MMF i Hrvatska narodna banka

1/ Prosjek za godinu usvajanja ciljane inflacije i dvije prethodne godine.

Tablica 6. Pokazatelji financijske stabilnosti: Hrvatska i zemlje s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju
(postotak BDP-a)

	t	Nebankovne obaveze prema bankama BIS-a	Inozemni dug
Brazil	1999.	6,5	17,0
Čile	1999.	20,5	31,8
Kolumbija	1999.	11,3	20,7
Češka	1997.	5,0	16,6
Mađarska	2001.	13,5	37,7
Izrael	1997.	4,1	7,4
Koreja	1998.	5,2	29,9
Meksiko	1999.	11,0	23,3
Poljska	1998.	4,5	6,7
Južnoafrička Republika	2000.	7,6	15,5
Tajland	2000.	8,2	39,6
Srednja vrijednost		7,6	20,7
Hrvatska	2001.	12,2	32,6

Izvori: Banka za međunarodne namire i Hrvatska narodna banka

1/ Prosjek za godinu usvajanja ciljane inflacije i dvije prethodne godine.

Tablica 7. Operativni ciljevi i glavni instrumenti monetarne politike zemalja
s tržištima u nastajanju koje su usvojile ciljanu inflaciju

	Operativni cilj	Glavni instrumenti
Brazil	Prekonoćna međubankovna stopa (SELIC)	Operacije na otvorenom tržištu (OOT) s državnim obveznicama i obveznicama koje izdaje središnja banka
Čile	Realna prekonoćna međubankovna stopa vezana na indeks potrošačkih cijena uz pomak od 20 dana	OOT sa zapisima koje izdaje središnja banka i repo ugovorima
Kolumbija	Prekonoćna stopa na repo ugovore	OOT s repo ugovorima i državnim vrijednosnim papirima
Češka	Stopa na repo ugovore s dospijećem od dva tjedna	Dnevne aukcije repo ugovora s dospijećem od dva tjedna
Mađarska	Kratkoročne međubankovne stope	Tjedne aukcije depozita središnje banke s dospijećem od dva tjedna i zapisa središnje banke s dospijećem od tri mjeseca
Izrael	Kamatne stope na kratkoročne kredite bankama i depozite kod banaka	Oročeni i dnevni krediti "diskontnog prozora" bankama, i OOT sa trezorskim zapisima
Koreja	Prekonoćna međubankovna stopa	OOT s državnim vrijednosnim papirima
Meksiko	Ukupni saldo tekućeg računa poslovnih banaka kod središnje banke	OOT s državnim i vrijednosnim papirima države koje izdaje središnja banka
Poljska	Stopa na zapise poljske središnje banke s rokom dospijeća od 28 dana	OOT sa zapisima središnje banke
Južnoafrička Rep.	Stopa na prekonoćne repo ugovore	OOT s državnim vrijednosnim papirima
Tajland	Stopa na repo ugovore s dospijećem od dva tjedna	OOT s repo ugovorima i državnim vrijednosnim papirima

Izvor: Carare i dr. (2002)

LITERATURA

Arnato, J.D. i S. Gerlach (2002), *Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade*, European Economic Review, sv. 46, br. 4/5, str. 781-790.

Berg, A. i E. Borensztein (2000), *The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies*, International Monetary Fund, Working Paper 00/29, Washington.

Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin i A. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.

Billmeier, A. i L. Bonato (2002), *Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy in Croatia*, International Monetary Fund, Working Paper 02/109, Washington.

Carare, A., A. Schaechter, M. Stone i M. Zelmer (2002), *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, International Monetary Fund, Working Paper 02/102, Washington.

Ize, A. (2001), *Implications of Partial Dollarization for Inflation Targeting*, mimeo.

Kraft, E. (2002), *Monetary Policy Under Dollarization: The Case of Croatia*, 8th Dubrovnik Conference on Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets, Cavtat, 27.-29. lipnja, <http://www.hnb.hr/dub-konf/edub-konf.htm>.

Mishkin, F.S. (2000), *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, br. 7618, ožujak.

Mishkin, F.S. i K. Schmidt-Hebbel (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, br. 8397, srpanj.

Schaechter, A., M. Stone i M. Zelmer (2000), *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, International Monetary Fund, Occasional Paper, br. 202, Washington.

Šonje, V. i M. Škreb (1997), *Exchange Rate and Prices in a Stabilization Program: The Case of Croatia*, u M. Blejer i M. Škreb (ur.), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge University Press, str. 212-233, London.

Stone, M. (2001), *Aspectos prácticos de la adopción de un esquema de metas de inflación en economías emergentes: Posibles implicancias para el Perú*, Revista de Estudios Economista, Banco Central de Reserva del Perú, lipanj.