

*Gorazd Nikić\**

## **SMIJEMO LI SE ODREĆI MONETARNOG SUVERENITETA?**

Mnoge vlade često ne shvaćaju, da dajući apsolutni prioritet samo jednome cilju - rastu, stabilnosti cijena, platnoj bilanci, - a zanemarujući ostale, samo gomilaju probleme za budućnost.

(John Williamson; The Crawling Band as an Exchange Rate Regime; Lessons from Chile, Colombia and Israel)<sup>1</sup>

Skori prijelaz EU na jedinstvenu valutu, euro, i nestanak njemačke marke, koja je kod nas dobila tako važno mjesto kao mjera vrijednosti i sredstvo štednje, potakla je ponovno rasprave o mogućim koristima koje bi Hrvatska imala od napuštanja monetarnog suvereniteta, odnosno, od prihvatanja eura kao vlastite valute. (vidi, npr., A. Čičin-Šain: "Kraj monetarne suverenosti", Banka, rujan 2001.; E.Kraft: "Višestruka korist za građane, poduzetnike i poduzeća", Vjesnik, 23. 09. 01. i drugi). U tim se člancima navode koristi od prijelaza na jedinstvenu valutu, koje su evidentne kod zemalja EU i koje bi, po logici stvari, morale biti i kod nas. To se prije svega odnosi na smanjenje transakcijskih troškova (troškova zamjene jedne valute u drugu) i nestanka valutnih rizika (rizika koji proizlaze iz aprecijacija ili deprecijacija domaće valute). Navode se i druge koristi, kao npr., smanjenje kamatnih stopa i pristup gotovo neograničenoj likvidnosti, razvitak tržišta kapitala, a iznose se i ocjene da bi to moglo značiti neku vrstu integracije u europski gospodarski prostor. Upozorava se i na troškove krajnje supstitucije domaće valute stranom i na potrebu ocjene troškova i koristi supstitucije. Zaključci daju prevagu koristima u odnosu na troškove.

EU je veoma dugo i pažljivo pripremala prijelaz na jedinstvenu valutu. Kada se jednom takva odluka donese, nema više vraćanja i mogućnosti korekcija. Zbog toga se ni kod nas odluka o supstituciji vlastite valute ne može donositi bez veoma

---

<sup>1</sup> Institut for International Economics, Washington DC, October 1996., str. 28.

pomnijih analiza pretpostavki uspješnosti takvoga koraka. Postojeća međunarodna iskustva mogu pritom biti svakako od velike koristi.

U uvjetima rasprostranjene valutne supstitucije kod nas, zamjena kune eurom može široj javnosti izgledati tek nešto opsežnijim sankcioniranjem postojećeg stanja. Ako pritom nestaje rizik tečajnih promjena, nestat će i strah neto deviznih dužnika, od fizičkih osoba do Vlade, od troškova moguće deprecijacije. Prijelaz na euro, uz pretpostavku da razina tečaja ostane nepromijenjena, a većina to, pretpostavljam, i očekuje, značila bi nestanak tečajnog rizika. Osim toga, većini građana koji štede u DM, štednja će u knjižicama i tako biti automatski preknjižena u euro, pa će ubuduće, umjesto markama disponirati novom valutom. Potpuna zamjena kune eurom mogla bi tako značiti samo dovođenja postojećeg stanja do krajnjih konsekvenci.

No, zamjena domaće valute drugom valutom podrazumijeva veoma vrlo ozbiljne konsekvence: od prestanka mogućnosti vođenja samostalne monetarne i tečajne (dakle i razvojne) politike, do gubitka seignoragea (viška prihoda nad rashodima središnje banke, koji je prihod proračuna). Nitko dosad, međutim, još nije ponudio detaljniju analizu onoga što bi gubitak mogućnosti vođenja vlastite ekonomske politike mogao značiti za Hrvatsku. A Hrvatska je još uvijek opterećena velikim tranzicijskim problemima - od visokog proračunskog deficita, visoke nezaposlenosti, relativno niskih investicija, stagnantnog izvoza, deficita u platnoj bilanci relativno visokog, i dalje rastućeg vanjskog duga i sl. Bi li zamjena valute olakšala te probleme ili ih možda i zaoštrila? Je li potrebno pripremiti se za zamjenu valute i što je sve potrebno učiniti za uspješnu supstituciju i prihvaćanje svih koristi koje iz toga mogu proizaći?

Zemlje EU dugo su se pripremale za prijelaz na zajedničku valutu. One su odavno bile svjesne koristi koje će imati od zajedničke valute, ali su isto tako bile svjesne i problema koji bi mogli nastati nedovoljno pripremljenim uvođenjem monetarne unije. Europska je komisija godine 1990. procjenjivala da su se oko sredine osamdesetih godina transakcijski troškovi vezani uz postojanje različitih valuta u EU kretali oko 0,5% BDP, a istraživanje IFO, koje citira Europska komisija (1996.), procjenjuju te troškove prosječno na gotovo 1% BDP u razdoblju 1986.-1995.<sup>2</sup> Radi se o ogromnim troškovima samo po toj osnovici. Troškove tečajnih rizika mnogo je teže kvantificirati. A ipak, EU nije htjela eliminirati te troškove, jer bi troškovi nepripremljenog prijelaza na zajedničku valutu, troškovi u smislu gubitka dohotka i zaposlenosti, mogli nadmašiti koristi koje donosi zajednička valuta. Bilo je potrebno potpuno uskladiti konjunkturane cikluse, da bi zajednička kamatna politika imala jednaki učinak na sve članice, uskladiti monetarne politike i fluktuacije tečaja, uravnotežiti proračune i sl.

---

<sup>2</sup> Vidi: Euro-spisi, Europska komisija, Peter Bekx: "Implikacije uvođenja Eura na zemlje koje nisu članice EU", br. 26/98., Prijevod: Ured za Europske inzegracije Vlade RH.

Naravno, motivi supstitucije domaće valute nekom drugom, ne moraju biti isti u svim zemljama. Danas postoji veći broj zemalja, oko dvadesetak, koje su potpuno “dolarizirane”, tj. imaju valute nekih drugih zemalja. Radi se u pravilu o veoma malim zemljama, najčešće s manje od sto tisuća stanovnika (kao npr. Andora, Guam, Maršalski otoci i sl.) koje su u cijelosti integrirane u ekonomski prostor zemalja valutu kojih su prihvatile. Najveća je među njima Panama (2,7 mil. stanovnika), koja je prihvatila USD. Tu će se vjerojatno naći i Bosna i Hercegovina, koja još nema ni puni politički suverenitet, pa je onda teško govoriti o monetarnom suverenitetu, a možda i Crna Gora, ako bi se tečajnim režimom željela distancirati od Srbije. Sa druge strane, argumenti za supstituciju domaće valute javljaju se kod zemalja koje se ne koriste na odgovoran način svojim monetarnim suverenitetom i koji, lako upadaju u dužničke teškoće i inflacijske zamke. Hrvatska ne pripada ni jednoj takvoj kategoriji. Iako je EU najveći vanjskotrgovinski partner Hrvatske, ne opaža se tendencija većeg integriranja u taj prostor. Čak suprotno. Udio izvoza robe u EU u ukupnom izvozu Hrvatske pokazuje tendenciju slabljenja: u godini 1995. iznosio je 57,7%, a 2000. - 54,5%. Pritom je posebno zanimljivo smanjenje udjela izvoza u Njemačku, čija je valuta tako rasprostranjena u našem prostoru: sa 21,5% u 1995. na 14,3% u 2000. Cijelo to razdoblje obilježava i izrazita stagnantnost hrvatskoga izvoza, a mogućnosti za njegovo povećanje danas se očekuju više od rasta izvoza na “mekša” tržišta bivše Jugoslavije, odnosno, u druge tranzicijske zemlje, nego na tržište EU. Sa druge strane, Hrvatska ima iskustvo u centralnom bankarstvu, vodila je prilično odgovornu monetarnu politiku i ima već dugi niz godina visok stupanj stabilnosti cijena. Ono što je problem kod nas jest izbor tečajnog aranžmana, a o prirodni postojećeg je do sada kod nas bilo veoma malo rasprava. Totalna je valutna supstitucija jedan, doduše ekstremni, oblik tečajnog aranžmana. No, bilo bi loše da se u raspravama taj režim izabere kao jedina alternativa.

Ekonomska literatura koja se bavi tečajnim režimima veoma je obilna, i prilično kontroverzna. Ona se u velikoj mjeri zasniva na iskustvima pojedinih zemalja, a kontroverznost potječe vjerojatno otuda, što zemlje mijenjaju tečajne režime pošto ostvare ili ne ostvare zadane ciljeve i prilagođuju ih novima. U devedesetim je godinama prevladavalo mišljenje da zemlje, posebno “nove ekonomije”, ne mogu održavati “labava vezanja” (soft pegs) i da moraju ići ili prema većem stupnju fleksibilnosti ili prema čvrstom vezanju<sup>3</sup> (hard pegs), kao sredstvu discipliniranja vlastite makroekonomske politike. Valutni odbor i totalna supstitucija domaće valute, predstavljaju u tom smislu ekstremne tečajne režime (corner solution). No, nakon ne baš dobrih iskustava koje neke zemlje imaju s takvim režimima, posebno u utjecaju na njihovu privrednu aktivnost, mišljenja se mijenjaju. Argentini, koja se našla u velikim teškoćama, a ima valutni odbor, što je nakon pune dolarizacije najčvršći oblik vezanja uz neku drugu valutu, neki predlažu da se vrati fleksibilnom

---

<sup>3</sup> Vidi, npr., Stanley Fischer: “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct”; Finance & Development, IMF, June 2001.

tečaju.<sup>4</sup> Iskustva raznih zemalja upućuju na potrebu velikog opreza kada se mijenja tečajni režim. Totalna supstitucija valute, zamjena kune eurom, koja bi kada se jednom provede bila “za svagda”, pa zato zahtijeva veću pažnju i oprez.

Nedvosmislene koristi od prijelaza na euro Hrvatska bi imala jedino od smanjenja transakcijskih troškova i gubitka tečajnog rizika, ali, naravno, tek onda kada jednom pređe na euro. S kojom bi razinom tečaja, međutim, valjalo ući u sustav eura ostaje otvoreno pitanje. To je iznimno važno za konkurentnost na stranim tržištima, kada zemlja jednom izgubi mogućnost upravljanja vlastitim tečajem. Na važnost toga problema sasvim ispravno upozorava u svome članku A. Čičin-Šain. Pripremajući se za ulazak u monetarnu uniju, Italija, a nešto poslije i Španjolska, devedesetih izvršile su na početku snažne deprecijacije (Italija za više od 20%, a Španjolska oko 10%) da bi ojačale svoju konkurentnost na tržištu EU. Kod nas su se, doduše, pojavile ocjene da je naš izvoz neelastičan na promjene tečaja. Kada bi to bilo točno, onda bi to značilo novost u ekonomskoj teoriji. U tržišnim privredama ponuda i potražnja uvijek reagiraju na promjene cijena, iako često ne jednako brzo. Iz sasvim stacionarnih serija, kao što su vrijednosti izvoza, ali i kretanja tečaja u posljednjih sedam godina kod nas, naprosto nije moguće ocjenjivati elastičnost izvoza. Ostaje samo vjerovati teoriji funkcioniranja tržišne privrede. Prijelazom na euro ne bi valjalo očekivati ni jednako niske kamatne stope kakve uživaju članice Unije. Primijećeno je, npr., da kada dođe do porasta kamatnih stopa u SAD, kamatne stope u Panami koja je u potpunosti “dolarizirana”, porastu za poneki postotak više nego u SAD. Bez obzira na to što neka zemlja ima veoma čvrst tečajni aranžman, neprihvatljivo visoki proračunski deficiti mogu stvoriti percepciju rizičnosti takve zemlje. Najbolji je primjer za to Argentina koja je u financijskoj krizi i teško može dobiti kredite s kamatama nižima od 12%. Osim toga, iako ima valutni odbor, Argentina je suočena i s problemom precijenjenosti svoje valute, pesa.

Što zapravo znači gubitak monetarnog suvereniteta do kojeg bi došlo kada bismo zamijenili kunu eurom? Mnogo toga. Iako svaka pojedina stvar nema jednaku težinu. Središnja banka gubi funkciju posljednjeg utočišta poslovnim bankama. Izjednačuje se unutarnji i vanjski dug, pa zemlja mora imati visok stupanj konkurentnosti na svjetskom tržištu da bi mogla uredno servisirati svoje obveze. Zemlja se odriče i seignoragea, osim, ako sebi u okviru monetarne unije, ugovorom ne osigura participaciju u njegovoj raspodjeli. U prošloj je godini, višak prihoda nad rashodima HNB, koji je prihod proračuna, iznosio 356,2 mil. kuna. Nije mnogo, ali ni sasvim zanemarivo. Mnogo značajniji problemi javljaju se ako ne postoji usklađenost konjunkturnih ciklusa s EU. (Zbog toga je važan visok stupanj integriranosti u gospodarski prostor zemalja kojih se valuta prihvaća, a vidimo, da to integriranje u EU kod nas ne raste.) U tom slučaju kamatna politika Unije može

---

<sup>4</sup> Vidi npr, M. Bordo i R. Chang: “Throw away the dollar peg”, Financial Times.

biti u raskoraku s razvojnim potrebama Hrvatske. No, najvažniji je problem gubitka monetarnog suvereniteta i mogućnosti vođenja vlastite tečajne politike činjenica da uspješno eliminiranje šokova (platinobilančne neravnoteže, problem otplate dugova i sl.) zahtijeva visok stupanj fleksibilnosti plaća i zaposlenosti.<sup>5</sup> Drugim riječima, prilagođivanje šokovima u uvjetima totalne supstitucije valute, zahtijeva smanjivanje nominalnih plaća i zaposlenosti, odnosno, visok stupanj fleksibilnosti tržišta rada. Produženo stanje deflacije, odnosno, recesije (gubitka dohotka i smanjenja zaposlenosti), može rezultirati rastom kamatnih stopa i stresovima za financijski sustav sličan neočekivanoj devalvaciji.<sup>6</sup> Hrvatska danas ima velikih problema s proračunom. Glavnina problema dolazi upravo s područja socijalnih transfera, a ti se problemi neće i ne mogu brzo riješiti. Odreći se monetarnog suvereniteta, tj. mogućnosti da se vlastitom monetarnom i tečajnom politikom amortiziraju šokovi, u uvjetima visokog proračunskog deficita i ne sasvim sigurnih izvora njegova financiranja (prodaja imovine, odnosno dalje zaduživanje?), moglo bi produbiti te probleme i produžiti njihovo rješavanje u budućnosti. Gledajući s te strane, najveća prepreka ranom uvođenju eura dolazi iz neravnoteže prihoda i rashoda javnog sektora. Hrvatska se naprosto ne smije odreći monetarne suverenosti. Odbojnost Frankfurta prema ranom prijelazu na euro zemalja nečlanica, proizlazi, vjerojatno, upravo iz njihova straha od problema u koje bi te zemlje mogle upasti i potrebe da ih se, u obrani eura, otuda spašava.

Kao jedan od argumenata za zamjenu kune eurom, u posljednje se vrijeme navodi i visok stupanj valutne supstitucije, koja monetarnu politiku čini neefikasnom. Uzrocima tog fenomena kod nas nikada nije posvećena veća pažnja, iako izgledaju lako objašnjivi. Nakon uspješno provedenog Programa stabilizacije u listopadu 1993. kojim je izvršena devalvacija domaće valute od oko 20%, što je potaklo visok rast cijena, u samo mjesec i pol dana tečaj se vratio na pretprogramsku razinu. Budući da su se cijene uglavnom zadržale na dosegnutoj razini, u toj je kratkoj epizodi došlo do nedvosmisleno snažne aprecijacije domaće valute. Ta je aprecijacija osigurala stabilnost cijena, ali je i stvorila snažna očekivanja o potrebi i mogućnosti buduće deprecijacije. Stanovništvo je, sasvim pragmatički, svoju štednju počelo držati u devizama, a banke su, suočene sa sve većom dolarizacijom svojih izvora, počele odobravati kredite s valutnim klauzulama. Postepeno, opća je supstitucija dosegla sadašnje razmjere. Danas to doista predstavlja problem, jer bi eventualni rast fleksibilnosti tečaja mogao izazvati snažne redistribucijske procese, a stoga i snažne otpore i troškove. To je jedan od onih problema koji se "gomilaju", kako to kaže Williamson, inače jedan od najcitatiranijih autora s područja tečajne

---

<sup>5</sup> Vidi: M. Mussa u C. M. Loser: "Should Each Country Have Its Own Currency? "The Pros and Cons of Full Dollarization, Prepared by Research and Western Hemisphere Dept. IMF, October 1999.

<sup>6</sup> Ibid.

politike, kada vlade apsolutni prioritet daju samo jednome cilju. Kod nas je to bila - stabilnost cijena i tečaja. To je, naravno izuzetno važan cilj, ali ne valja zanemarivati i ostale. Slovenci su u tome bili znatno pragmatičniji. Dopuštajući određenu fleksibilnost tečaja, stvorili su mogućnost da rast cijena apsorbira dio troškova koji nisu bili eliminirani u procesu restrukturiranja, a da pritom ne gube, u znatnijoj mjeri, izvoznu konkurentnost. Jasno, i mnoge su druge okolnosti Slovencima pomogle u nastojanju da povećaju izvoz (ulazak u zone slobodne trgovine, uredniji proces privatizacije i sl.)

Zahvaljujući pomalo i “nizozemskoj bolesti”, stabilnost cijena i tečaja kod nas, usprkos trajnim a katkad i veoma visokim deficitima u platnoj bilanci, održala se do sada. Ta stabilnost ipak nije rezultirala rastom investicija, koje bi u zadovoljavajućoj mjeri povećale efikasnost i konkurentnost naših proizvođača na domaćem i svjetskom tržištu. U međuvremenu, konkurentnost je bila i pod snažnim pritiskom prebrzog rasta troškova rada i porezne presije. Pred izborom potencijalno inflatornog djelovanja deprecijacijskih mjera i recesijskog utjecaja aprecijacijskih pritisaka, stabilnost tečaja ostaje i dalje prioritet naše ekonomske politike. I dalje se očekuje da neinflatorni rast konkurentnosti u uvjetima stabilnosti tečaja bude rezultat restrukturiranja i smanjenja porezne presije. Teoretski je to sasvim opravdano i poželjno. No, to očekivanje traje već predugo, a moglo bi još i potrajati. U međuvremenu, financiranje proračunskog deficita i dalje ostaje veliki problem, vanjski dug raste, a izvoz je stagnantan. Te probleme ne može riješiti supstitucija kune eurom. Dapače, postojeća iskustva upućuju na zaključak da bi ih mogla samo produbiti. Euroizacija nije panaceja koja bi mogla zamijeniti odgovornu makroekonomsku politiku u ostvarenju zadanih tekućih i razvojnih ciljeva. A krajnji je cilj ulazak u EU i korištenje svih prednosti koje iz toga, pa i iz zajedničke valute, euro, proizlaze. U uvjetima, međutim, u kojim se Hrvatska sada nalazi, ostvarenje tih ciljeva zahtijeva puni monetarni suverenitet i racionalno i pragmatičko korištenje njime.