

II. AKTUALNA TEMA

MAKROEKONOMSKE IMPLIKACIJE RAZLIČITIH TEČAJNIH POLITIKA: MEĐUNARODNA ISKUSTVA I POUKE ZA HRVATSKU*

1. UVOD

Pred Hrvatskom je izazovno razdoblje u pogledu tečajne politike. Perspektiva europskih integracija, odnosno ulaska u EU i Europsku monetarnu uniju ukazuje na put prema fiksnom tečaju, odnosno sustavu novčane uprave (currency boarda). Ako je to budućnost, kakvu tečajnu politiku voditi danas kako bi se najbolje pripremili za takvu budućnost? Je li upravljano fluktuiranje, odnosno sadašnja tečajna politika najbolji izbor za Hrvatsku danas i u razdoblju koje slijedi sve do integriranju u EU? Pruža li takav tečajni sustav dovoljnu zaštitu od realnih i monetarnih šokova koji bi mogli nastupiti u daljnjem tijeku tranzicije u Hrvatskoj? Je li potreban transparentniji sustav? Je li u slučaju promjena prikladnije krenuti u smjeru fleksibilnijeg sustava ili u smjeru fiksnog tečaja? Koje su prednosti, a koji nedostaci ovih tečajnih sustava? Kakva su pritom iskustva drugih zemalja? Mogu li se na temelju tih iskustava donijeti čvrste preporuke za Hrvatsku? Sve su to značajna pitanja, na koja odgovor prelazi okvire samo jednog članka. Ovaj je rad, stoga, tek pokušaj sagledavanja mogućih odgovora, istovremeno upućujući na dodatna pitanja na koja treba odgovoriti prije nego li se monetarnim vlastima preporuči kakva bi tečajna politika bila najbolji izbor za Hrvatsku.

* Rad je nastao u okviru projekta "Pokazatelji međunarodne konkurentne sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja", kojeg je financirala Hrvatska narodna banka.

Rad se sastoji od pet dijelova. Nakon uvoda slijede neka opća razmatranja vezana uz izbor optimalnog tečajnog režima. Tu se ukazuje na faktore o kojima treba voditi računa kod izbora tečajnog režima, kao i na neka iskustva u primjeni različitih tečajnih režima. U trećem dijelu govori se o tečajnim režimima u tranzicijskim zemljama. Četvrti dio govori o iskustvima u primjeni tri različita sustava tečaja: novčane uprave (currency board), sustava određivanja ciljne inflacije (inflation targeting) i sustava puzajućeg tečaja s dopuštenom zonom fluktuiranja (crawling band). Peti dio sažima ova iskustva i govori o problemima koji bi se mogli javiti kod primjene ovih tečajnih režima u Hrvatskoj.

2. OPĆA RAZMATRANJA VEZANA UZ IZBOR OPTIMALNOG TEČAJNOG REŽIMA

Postoji obimna teoretska literatura¹ koja se bavi usporednim značajkama fiksnih i fleksibilnih tečajeva, odnosno izborom optimalnog tečajnog režima. Velik dio tih istraživanja proveden je, međutim, sa stajališta kratkoročne stabilizacije outputa u okruženju niske i stabilne inflacije u razvijenim zemljama i može biti relevantan za one zemlje koje, osim toga, nemaju velikih problema s bilancom plaćanja. Razmatranja u ovim radovima usmjerena su na pitanja efikasnosti fiksnih, odnosno fleksibilnih tečajeva u izoliranju gospodarstva od vanjskih i unutarnjih šokova.

Teoretska literatura ne daje preporuke s univerzalnom primjenjivošću, jer optimalno upravljanje tečajem, zaključak je ovih razmatranja, ovisi ne samo o vrsti šokova pod udarom kojih se ekonomija nalazi, već i o specifičnim gospodarskim ciljevima koje su zacrtali nosioci gospodarske politike, kao i strukturnim karakteristikama određenog gospodarstva. Različite pretpostavke vezane uz ove faktore utječu i na optimalni stupanj fleksibilnosti tečaja.

¹ Na relevantnu literaturu upućuju Aghevli et al. (1991).

U teorijskoj analizi, kao kriterij se optimalnosti ne koristi standardni kriterij općeg blagostanja, već se iz praktičnih razloga² koristi relativno uži kriterij makroekonomske stabilnosti, u uvjetima prolaznih šokova iz različitih vanjskih i unutarnjih izvora. Ovaj se kriterij obično izražava u obliku varijance realnog outputa i razine cijena, konkurentnosti domaćih proizvoda, visine inflacije i sl.. Problem vezan uz ovakav način definiranja kriterija optimalnosti, sastoji se u tome što stabilizacija određene makroekonomske varijable može dovesti do destabilizacije druge varijable, također važne za opće blagostanje.

Vrsta, odnosno priroda šoka pod udarom kojeg se gospodarstvo nalazi, temeljno je pitanje, prema ovim teoretskim radovima, u određivanju treba li tečaj biti fiksni ili fluktuirajući. Tako tvrdnje koji idu u prilog fleksibilnim tečajevima, naglašavaju značaj mogućnosti prilagodbe tečaja domaće valute u slučaju vanjskih nominalnih šokova (npr. porasta razine cijena u inozemstvu), što rezultira većom autonomijom nosilaca monetarne politike i mogućnošću da se usredotoče na domaću stabilizacijsku politiku, te izbor vlastite dugoročne stope inflacije. U slučaju monetarnih šokova u domaćoj privredi (dakle onih do kojih dolazi na tržištu novca), općenito je mišljenje da će održavanje fiksnog tečaja biti efikasnije u cilju stabilizacije outputa. Budući da je ponuda novca endogena u sustavu fiksnih tečajeva, poremećaji na domaćem tržištu novca bit će apsorbirani promjenom međunarodnih rezervi, bez utjecaja na odnose ponude i potražnje na tržištu roba koji određuju razinu ekonomske aktivnosti. Nasuprot tome, u slučaju domaćih realnih šokova trebalo bi doći do prilagodbe tečaja kako bi se stabilizirao output, i to kroz utjecaj promjene tečaja domaće valute na inozemnu potražnju. Osim toga fleksibilnost tečaja može osigurati brže i učinkovitije prilagodbe realnog tečaja, koje su nužne uslijed nastanka realnih šokova.

² Ovaj je kompromis učinjen zbog značajne kompleksnosti ovog područja koje uključuje međunarodnu trgovinu, politiku određivanja cijena, financijska tržišta, tokove kapitala, kamatne stope, temeljne monetarne i fiskalne pokazatelje i dr. (Leiderman i Bufman, 1996).

Iz ovih istraživanja proizlazi općenit zaključak da je u slučaju prolaznih šokova, kada je cilj gospodarske politike stabilizirati output, poželjna fleksibilnost tečaja kada šokovi dolaze izvana ili s domaćeg tržišta roba. Tečajevi, bi nasuprot tome trebali biti fiksni u slučaju kada nastaju poremećaji na domaćem tržištu novca. Budući da na učinkovitost prilagodbe tečaja utječu i strukturne značajke gospodarstva (otvorenost, stupanj mobilnosti kapitala, rigidnosti na tržištu radne snage) gore navedene kriterije u praksi je teško primijeniti. Poteškoće proizlaze ne samo stoga što je teško razabrati dominantni izvor šoka koji je uzrokovao nestabilnost, već i stoga što postoje potencijalni konflikti između različitih ciljeva ekonomske politike. Odabir optimalnog tečajnog režima dodatno komplicira i činjenica da je često teško ocijeniti, je li šok prolazne ili trajne prirode.

Tako su, na primjer, velike financijske krize koje su posljednjih godina pogodile zemlje s tržištima u nastajanju (meksička, istočnoazijska, ruska, brazilska) ukazale da šokovi koji dolaze preko bilance kapitala sadrže i realnu i nominalnu komponentu, što otežava izbor režima tečaja na toj osnovi. Osim toga glavni je nedostatak teorije što takve šokove uzima kao egzogene, a iskustva zemalja ukazuju na značaj vjerodostojnosti i reputacije domaće gospodarske politike na jačinu financijske krize (Calvo i Reinhart, 1999).

2.1. Značaj realnog tečaja

Literatura koja se bavi ocjenom fiksnih odnosno fleksibilnih tečajeva u cijelosti je relevantna u slučaju male zemlje koja nije pogođena visokom inflacijom i nije u stanju značajne vanjske neravnoteže, već je pogođena određenim prolaznim poremećajima. U tom sustavu, prikladno je usmjeriti se na stabilnost outputa, a ne na bilancu plaćanja kao glavni cilj politike. U stvari do stabiliziranja outputa dolazi upravo stoga što bilanca plaćanja apsorbira šokove i tako smanjuje učinke različitih poremećaja na domaći output. Međutim, kanaliziranje pozitivnog monetarnog šoka

fiksiranjem tečaja neće biti izvedivo ako su međunarodne rezerve već ispod željene razine, što je čest slučaj u zemljama u razvoju. U mnogim slučajevima u ovim zemljama stabilnost outputa, inflacije, te poželjno stanje u bilanci plaćanja, odnosno konkurentnost predstavljaju konfliktne ciljeve.

Imajući u vidu značenje koje realni tečaj ima u održavanju vanjske konkurentnosti, on ne bi smio znatno odstupati od svoje ravnotežne vrijednosti. Budući da se ravnotežna razina realnog tečaja određuje endogeno, politika tečaja mora uzeti u obzir utjecaj različitih šokova na ravnotežni realni tečaj. Naime, indekse realnog tečaja relativno je jednostavno izračunati, međutim, postoje potencijalni problemi vezani s pripisivanjem promjene ovih indeksa promjeni vanjske konkurentnosti. Istraživanja su pokazala da promjena indeksa realnog tečaja može biti odraz promjene ravnotežnog realnog tečaja, koja je uslijedila zbog različitih vrsta vanjskih i unutarnjih realnih šokova (različite stope rasta produktivnosti, promjene uvjeta razmjene, carinska reforma, promjene u fiskalnom sustavu, promjene kamatnih stopa u inozemstvu³).

Realni tečaj može odstupati od ravnotežne vrijednosti zbog niza realnih šokova. Međutim, osnovni razlog pogoršanja vanjske konkurentnosti u većini zemalja u razvoju bila je visoka stopa domaće inflacije uz istodobno nastojanje da se održi fiksni nominalni tečaj. Jedan od načina da se spriječi ovakvo pogoršanje vanjske konkurentnosti je primjena pravila realnog tečaja, prema kojem se nominalni tečaj kontinuirano i automatski prilagođava, kako bi se realni tečaj održavao stabilnim, na razini za koju se smatra da odgovara ravnotežnoj vrijednosti.

Međutim, prihvaćanje tog pravila nosi sa sobom i znatne probleme. Određivanje ravnotežnog realnog tečaja nije jednostavna zadaća na teoretskoj, a kamoli na praktičnoj razini. Tako na primjer, istraživački

³ Aghevli et al. (1991).

radovi vezani uz posljedice primjene ovog pravila za stabilnost cijena, ukazuju kako može doći do ozbiljnih poremećaja odredi li se ciljni realni tečaj na pogrešnoj razini. Calvo et al. (1994) zaključuju, kako monetarna politika može imati samo privremene učinke na realni tečaj. Politika kojom se nastoji ostvariti deprecirani realni tečaja u odnosu na njegovu ravnotežnu vrijednost, imat će za posljedicu višu inflaciju i rastuće realne kamatne stope. Dokle god je ciljni realni tečaj postavljen ispravno, inflacijski potencijal pridržavanja uz pravilo realnog tečaja može se smanjiti primjereno "strogim" vođenjem fiskalne i monetarne politike, a teret prilagodbe trebali bi nositi kako nominalni tečaj, tako i fiskalna politika.

2.2. Odnos između režima tečaja i financijske discipline

Odnos između režima tečaja i financijske discipline, odnosno financijske stabilnosti jedna je od središnjih tema u raspravama o relativnoj primjerenosti fiksnih, odnosno fleksibilnih tečajnih režima. Pristalice fiksnog sustava stajališta su da će usvajanje ovakvog režima nametnuti određeni stupanj financijske discipline odvrćući nosioce gospodarske politike od inflatornog financiranja.

Zagovornici pak veće fleksibilnosti tečaja smatraju da se u slučaju nepostojanja financijske discipline u gospodarstvu, ona ne može nametnuti usvajanjem fiksnog režima tečaja. Naprotiv, u takvom okruženju uvođenje fiksnog režima tečaja može rezultirati učestalim financijskom krizama i devalvacijama, što unosi znatan stupanj nestabilnosti u kretanje realnog tečaja, te dovodi do povećane nesigurnosti i do poremećaja trgovačkih i investicijskih tokova.

Ekonomska teorija daje ipak određene opće postavke, koje vrijede pri ocjeni odnosa između financijske discipline i režima tečaja. Istražujući prirodu financijskog ograničenja koje nameće uvođenje fiksnog režima tečaja, došlo se do zaključka da sustav fiksnog tečaja ne nameće nužno

financijsku disciplinu sve dotle dok su nosioci gospodarske politike u prilici da relativno lako koriste mogućnost povremenih devalvacija.

Ovaj zaključak izvodi se iz istraživanja vezanih uz tečaj⁴ i krize u bilanci plaćanja, čiji začetak predstavlja rad Krugmana (1979). Održivi fiksni režim tečaja postavlja ograničenje za dugoročnu stopu rasta domaćih kredita. Stopa rasta domaćih kredita ne može dugoročno nadilaziti stopu rasta nominalne potražnje za novcem, jer bi u tom slučaju tako kreirani novac postepeno istisnuo devizne rezerve u bilanci središnje banke. Fiksni tečaj, bit će održiv ako stopa rasta kredita ne premaši određenu gornju granicu, koja je određena stopom rasta potražnje za novcem. Ona ovisi o inozemnoj inflaciji, stopi rasta realnih dohodaka i dohodovnoj elastičnosti potražnje za novcem.⁵ Financijska disciplina koju nameće ograničenje deviznih rezervi može se olabaviti pribjegavanjem centralne banke vanjskom zaduženju kako bi se rezerve popunile i održao paritet. Međutim kreditori će biti voljni posuđivati vladi sve dok je smatraju financijski solventnom. Zahtjev solventnosti⁶ na koncu postavlja financijske uvjete pod kojima će fiksni sustav tečaja biti održiv. U mjeri u kojoj zahtjev solventnosti nije ispunjen, a istovremeno se ne priprema prilagodba fiskalne politike, vlada će se morati osloniti na inflacijski porez, budući da više neće biti u mogućnosti posuđivati u inozemstvu. Povećanje domaće inflacije koje iz toga slijedi, kao i smanjenje deviznih rezervi, vodi prema učestalim devalvacijama.

⁴ Pri tome se pod fiksnim sustavom tečaja podrazumijeva i sustav puzajućeg vezivanja u kojem se stopa deprecijacije najavljuje unaprijed i fiksna je.

⁵ Dopustiva stopa rasta domaćih kredita bit će to veća što je veći rast inozemne inflacije, viša stopa rasta realnog dohotka, odnosno što je veća dohodovna elastičnost potražnje za novcem.

⁶ Solventnost javnog sektora u ovom kontekstu podrazumijeva da je sadašnja vrijednost budućeg primarnog suficita plus seigniorage najmanje jednaka nominalnoj vrijednosti neto zaduženja javnog sektora. Aghevli et al. (1991) naglašavaju da je, imajući u vidu kompleksnost ocjene solventnosti u praksi, ovdje važno naglasiti temeljnu vezu između fiskalne discipline i održivosti fiksnog režima tečaja.

Fiksni tečaj nameće jaču financijsku disciplinu samo ako je tečaj "stalno" ili "tvrd" fiksiran (sustav novčane uprave, monetarna unija, puna dolarizacija), čime se isključuje mogućnost devalvacije kojom se omogućava da vlada s vremena na vrijeme izbriše dio svog duga denominiranog u domaćoj valuti i tako olabavi ograničenje solventnosti. "Tvrdi" fiksni režimi tečaja čine devalvaciju tečaja izuzetno skupim političkim potezom i tako pridonose vjerodostojnosti opredjeljenja nosilaca gospodarske politike za financijsku disciplinu.

Međutim, valja imati na umu da postoje i troškovi vezani uz propuštanje mogućnosti devalvacije, a proizlaze iz činjenice da je u određenim situacijama optimalno da dođe do promjene tečaja kao odgovor na trajni egzogeni šok. U praksi se stoga korisnim rješenjem može pokazati sustav u kojem se pravilo vezano uz tečaj oblikuje tako, da do devalvacije može doći samo kao odgovor na šok trajne prirode.⁷

Odstajanjem od mogućnosti korištenja tečaja kao instrumenta gospodarske politike, nosioci gospodarske politike moraju biti svjesni da je teret prilagodbe, koja se može pokazati nužnom uslijed trajne promjene ravnotežnog realnog tečaja, sada na fiskalnoj politici. Stoga ovaj pristup može povlačiti za sobom i mogućnost da tijekom određenog razdoblja dođe do kontrakcije outputa i deflacije, što se može pokazati skupljim rješenjem od jednokratne prilagodbe tečaja, odnosno devalvacije.

S tim u vezi, valja spomenuti da ekonomska teorija također ne daje jednoznačan odgovor vezan uz relativni trošak devalvacije u odnosu na fiskalnu prilagodbu. Općenito se smatra da relativni trošak ovisi o

⁷ Međutim, i tu valja imati na umu kako nije uvijek moguće odvojiti utjecaj ekspanzivne fiskalne politike na konkurentnost od utjecaja egzogenog šoka na promjenu realnog ravnotežnog tečaja. Osim toga čak i ako je ranija fiskalna ekspanzija u korijenu precijenjenosti realnog tečaja, može se pokazati optimalnim korištenje instrumenta tečaja kako bi se ostvarila prilagodba relativnih cijena, ako troškovi fiskalne prilagodbe premašuju troškove smanjenja kredibilitnosti zbog prilagodbe tečaja.

fleksibilnosti plaća i cijena kao strukturnom obilježju gospodarstva. Što su one rigidnije to će i potrebno razdoblje fiskalne kontrakcije biti duže, a trošak prilagodbe mjeren smanjenjem outputa veći. Nasuprot tome, ako su domaće cijene i plaće fleksibilne, kontrakcija agregatne potražnje izazvana restriktivnom fiskalnom politikom dovela bi do smanjenja cijena u relativno kratkom roku, a stoga i do deprecijacije realnog tečaja, bez promjene nominalnog tečaja.

2.3. Empirijska istraživanja vezana uz odabir optimalnog tečajnog sustava

Empirijska analiza iskustava vezanih uz utjecaj izabranog režima tečaja na stopu inflacije i rast outputa u različitim zemljama ukazuje na nižu inflaciju, te njenu manju varijabilnost u sustavima fiksnih tečajeva (Ghosh et al, 1995). Veća financijska stabilnost u sustavu fiksnog tečaja proistječe iz niže stope rasta ponude novca (učinak discipline) kao i bržeg rasta potražnje za novcem (učinak vjerodostojnosti). Između različitih tečajnih režima ne postoji značajna razlika što se tiče stope rasta outputa i zaposlenosti, ali je njihova varijabilnost veća u fiksnim tečajnim sustavima. To ukazuje da fluktuirajući tečajevi olakšavaju prilagodbe unutarnjim i vanjskim šokovima, a koje se u sustavima fiksnih tečajeva ostvaruju fluktuacijama outputa i zaposlenosti.

S druge pak strane, provjerom preporuka teorije koje idu u prilog fleksibilnijim tečajevima na iskustvu latinskoameričkih zemalja, istraživanje koje su proveli Hausmann et al. (1999) je pokazalo da fleksibilniji sustavi nisu osigurali stabilizirajuće djelovanje monetarne politike, naprotiv, pokazali su se jače procikličnim od fiksnih sustava. Osim toga fleksibilniji su sustavi rezultirali višim realnim kamatnim stopama, manje razvijenim financijskim sustavima i većom osjetljivošću domaćih kamatnih stopa u odnosu na kretanje kamatnih stopa na međunarodnom financijskom tržištu. Nasuprot preporukama teorije, istraživanje je pokazalo da što su uvjeti razmjene podložniji promjenama,

zemlje češće odabiru fiksne, odnosno manje fleksibilne sustave tečajeva. To se objašnjava faktorima koje je teorija izbora optimalnog režima tečaja previdjela. Tvrdnja proizlazi iz činjenice da tečajevi ne utječu samo na relativne cijene rada i dobara, već i na relativne cijene financijske imovine. Pogoršanje uvjeta razmjene dovest će pada prihoda, a deprecijacija domaće valute izazvat će smanjenje realne vrijednosti domaće financijske imovine baš kada valja posegnuti za štednjom kako bi se kompenzirali manji prihodi. Stoga će javnost preferirati držanje financijske imovine denominirane u dolarima (odnosno u stranoj valuti), a kako bi držali domaću imovinu tražit će više realne kamatne stope. Imajući u vidu ta opažanja, autori tvrde da fiksni tečajevi u slučaju latinskoameričkih zemalja imaju za posljedicu dublja financijska tržišta i niže realne kamatne stope. Uslijed viših kamatnih stopa financijski je sustav u latinskoameričkim zemljama koje su primjenjivale fleksibilnije sustave tečaja slabije razvijen, a u njemu prisutni rizici veći, što ima nepovoljne dugoročne učinke na rast.

Specifična obilježja tih gospodarstava s dugom inflacijskom i hiperinflacijskom prošalošću, od kojih se napose izdvajaju indeksacija plaća i veliki udio financijskih obaveza denominiranih u dolarima (tzv. dolarizacija), utjecali su na to da nosioci gospodarske politike vrlo štedljivo koriste mogućnost promjene tečaja koju formalno imaju, jer su usvojili neki od fleksibilnijih sustava tečaja, čak i u razdobljima znatnih negativnih realnih šokova (pogoršanje uvjeta razmjene i prirodne katastrofe 1998. godine) i financijskih šokova 1997. i 1998. godine (financijska "zaraza" nakon razbuktavanja istočnoazijske i ruske krize). Međutim, pokazalo se da kada sudionici na tržištu uoče negativni šok, bez da nakon toga uslijedi deprecijacija, nastaju očekivanja da do deprecijacije u određenom trenutku ipak može doći. Stoga realne kamatne stope ostaju visoke, napose u lošim vremenima. Dakle, neiskorištena mogućnost fleksibilnosti tečaja plaćena je kroz više realne kamatne stope.

Osim toga, pokazalo se da ni realni tečaj nije bio više anticikličan u sustavima tečaja koji podrazumijevaju veću fleksibilnost. Općenito se smatra da monetarne vlasti mogu deprecijacijom tečaja pridonijeti ostvarenju konkurentnijeg realnog tečaja. Smanjenjem plaća u dolarskom iznosu, deprecijacija tečaja povećava konkurentnost i stimulira izvoz. Tvrdnja prema kojoj fleksibilni tečajni sustavi nasuprot fiksnima, omogućavaju bolju kontrolu nad plaćama u dolarskom izrazu i nad realnim tečajevima, vrijedi u slučaju kada proces određivanja plaća i pregovaranja oko kolektivnih ugovora nije pod utjecajem režima tečaja. U slučaju se latinskoameričkih zemalja pokazalo da indeksacija plaća nije samo posljedica inflacije, već služi i kao sredstvo osiguranja od mogućnosti iznenadnih promjena cijena, koje su vjerojatnije u sustavu fleksibilnih, nego u sustavu fiksnih tečajeva. Stoga fleksibilni sustavi nose sa sobom znatne troškove kada se nastoji poboljšati konkurentnost devalvacijom. Poboljšanja dolaze uz trošak mogućeg ubrzanja inflacije i kratkotrajna su budući da indeksacija plaća poništava promjene konkurentnosti. Osim toga u uvjetima znatne dolarizacije gospodarstva, kao i postojanja vanjskog duga denominiranog u dolarima, kretanje tečaja koje uzrokuje iznenadni porast vrijednosti u dolarima izraženih obaveza nepovoljno utječe na stanje u bankarskom sustavu, a zastoji u otplaćivanju vanjskog duga negativno utječu na tokove kapitala, tako da ovi negativni učinci devalvacije, mogu često biti značajniji od povoljnog učinka konkurentnijeg tečaja na rast outputa.

Imajući u vidu nedostatke koje sustav fleksibilnih tečajeva nosi sa sobom u specifičnim uvjetima latinskoameričkih zemalja (dolarizacije), ali i nedovoljnu kredibilnost sustava "mekog" fiksiranja valute, te moguće špekulativne napade i valutne krize unutar takvog sustava, sve se češće javljaju prijedlozi vezani uz prednosti usvajanja "tvrdih" sustava fiksiranja tečaja, odnosno sustava novčane uprave ili potpune dolarizacije gospodarstava (Hausmann et al., 1999, Calvo i Reinhart, 1999). Usvajanjem ovih sustava se na vjerodostojan način izražava obveza monetarnih vlasti da neće devalvirati, te predstavlja način da se smanje tečajne nepodudarnosti u bilancama financijskih institucija proizišle iz

djelomične dolarizacije i nepostojanja finansijskih instrumenata denominiranih u domaćoj valuti na dugi rok.

3. TEČAJNA POLITIKA U TRANZICIJSKOM RAZDOBLJU

U tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe primjenjivali su se, i još se primjenjuju gotovo svi mogući tečajni režimi. Posljednjih godina sustav novčane uprave postoji u Bosni i Hercegovini, Bugarskoj, Estoniji i Litvi, fiksni tečaj u Latviji, fiksni tečaj sa dopuštenom zonom fluktuacije u Slovačkoj (do 1. listopada 1998, a nakon toga je uveden sustav upravljanog fluktuiranja), puzajući tečaj sa dopuštenom zonom fluktuiranja u Mađarskoj i Poljskoj, upravljani tečaj u Češkoj, Sloveniji i Makedoniji.

Sustav slobodno fluktuirajućeg tečaja (nalik onome u najvećim industrijskim zemljama, gdje su službene intervencije na deviznom tržištu svedene na najmanju moguću mjeru) smatra se neprimjerenim u slučaju tranzicijskih zemalja, koje u pravilu imaju mnogo veći udio međunarodne trgovine u bruto domaćem proizvodu, mnogo slabije razvijena devizna tržišta i tržišta kapitala, i nemaju dovoljno dugu povijest vođenja stabilne gospodarske politike, koja bi poslužila kao osnova za očekivanja vezana uz vođenje onih politika koje utječu na tečaj. Stoga bi tečajevi tranzicijskih zemalja, prepuste li se posve tržištu, mogli još jače fluktuirati nego tečajevi najvećih industrijskih zemalja.

S druge strane, jačim otvaranjem tranzicijskih zemalja međunarodnim tržištima kapitala sve se više ukazuje na potrebu postepenog napuštanja fiksnih sustava tečaja i prelazak na fleksibilnije sustave. Iskustva zemalja pokazala su da je u uvjetima velike mobilnosti kapitala teško održati sustav fiksnog tečaja s mogućnošću prilagodbe ("meki" sustav fiksnog tečaja), odnosno sustav upravljanog fluktuiranja u vrlo uskim granicama. U fiksnim sustavima koji dopuštaju promjenu tečaja kada se za to ukaže potreba, dolazi do značajnih pritisaka kada tržište ocijeni da tečaj nije

održiv. Za zemlje s tržištima u nastajanju, pa i tranzicijske zemlje nije toliko jasno izražen nedostatak vezan uz nemogućnost vođenja neovisne monetarne politike prihvati li se fiksnog tečaja, zbog toga što mnoge zemlje nisu razvile političke i monetarne institucije koje bi omogućile uspješno korištenje diskrecione monetarne politike, stoga neovisnom monetarnom politikom više gube, nego dobivaju. Međutim, u zemljama s tržištima u nastajanju dolazi napose do izražaja mana sustava fiksnog tečaja u vidu povećane ranjivosti financijskog sustava i mogućnosti nastanka financijske krize kao posljedice uspješnog špekulativnog napada s pogubnim učincima na gospodarstvo. Stoga se u uvjetima velike mobilnosti kapitala preporučuje ili usvajanje krajnje fiksnog sustava tečaja (monetarna unija, novčana uprava, puna dolarizacija) ili prelazak na fleksibilniji sustav tečaja (Eichengreen et al., 1998). Istovremeno važno je jasno se opredijeliti za nisku inflaciju uz provođenje institucionalnih reformi koje bi trebale osigurati veću disciplinu i transparentnost fiskalne politike, kao i provođenje mjera za jačanje financijskog sektora, uključivši mjere supervizije i prudencijalne regulacije bankarskog sustava.

U ranoj fazi tranzicije koju su karakterizirala značajna ograničenja⁸ u vođenju, odnosno izboru tečajne i monetarne politike, fiksni su tečajevi odigrali ulogu sidra i discipliniranja monetarne i fiskalne politike kao sastavni dijelovi programa za smanjenje visoke inflacije u velikom broju tranzicijskih zemalja. Fiksni tečajevi uspješno su poduprli opredjeljenje i obvezu vlade vezane uz stabilizaciju, uspostavljanjem jasnih ciljeva koje je lako nadgledati. Osim toga, fiksni su tečajevi poslužili pri koordiniranju akcija i očekivanja u procesu određivanja cijena i plaća, te se pokazali prikladnim sustavom za remonetizaciju gospodarstva. Usporedbom osnovnih gospodarskih pokazatelja, pokazalo se da su zemlje s fiksnim tečajem, u pravilu, nadmašile one s fluktuirajućim tečajem u ranoj fazi

⁸ Izdvajamo na primjer: nerazvijena financijska tržišta, nepostojanje, odnosno neiskustvo upotrebe indirektnih instrumenata monetarne politike, ovisnost centralnih banaka, značajni budžetski deficiti, te slabo ili nikakvo iskustvo u tržišnom formiranju tečaja.

stabilizacije i tranzicije što se tiče stupnja i troškova dezinflacije. Sachs (1996) navodi primjer baltičkih susjeda Estonije i Latvije. U Estoniji je stabilizacija provedena uz sustav novčane uprave, dok je Latvija prvotno usvojila fluktuirajući tečaj. Obje zemlje uspješno su okončale razdoblje visoke inflacije, međutim, Latvija je prošla kroz dulje i dublje recesijsko razdoblje, sa znatno višim realnim kamatnim stopama, manjim stupnjem remonetizacije gospodarstva i manje povjerenja u stabilnost valute. Naime, u sustavu fiksnog tečaja do remonetizacije dolazi automatski kroz bilancu plaćanja, jer je centralna banka obvezna otkupiti devize koje se vraćaju u domaći sustav, te se na taj način povećava količina novca. Ta obveza ne postoji u sustavu fluktuirajućeg tečaja. Centralna banka može u ovom slučaju potpomognuti remonetizaciju sustava ekspanzijom domaćih kredita u skladu s rastućom potražnjom za realnim novcem, ali je to vrlo teško provesti, budući da s druge strane znatna ekspanzija domaćih kredita sama po sebi može umanjiti vjerodostojnost stabilizacijskog programa. Stoga uz sustav fluktuirajućeg tečaja u početnoj fazi stabilizacijskog programa, gospodarstvo zbog nedovoljnog stupnja remonetizacije ima previsoke realne kamatne stope i precijenjenu valutu, te postoji tendencija da uspješni antiinflacijski programi uz fluktuirajući tečaj budu kontraktivniji od onih koji se provode u sustavu fiksnog tečaja.

Iskustvo je pokazalo da zemlje koje su uspješno provele stabilizacije (Čile, Izrael) postupno uvode mjere kojima se povećava fleksibilnost isprva fiksnog režima. Napredovanjem procesa tranzicije javila se potreba veće fleksibilnosti tečaja i u zemljama Srednje i Istočne Europe, napose u slučajevima kada je inflacija još znatno iznad one u inozemstvu, tako da fiksni tečaj unatoč početne snažne devalvacije i unatoč rasta produktivnosti u mnogim zemljama, u pravilu sa sobom nosi smanjenje konkurentnosti. Tranzicijske zemlje još uvijek pokazuju strukturne nedostatke koji ograničavaju fleksibilnost gospodarstva neophodnu za održanje fiksnog tečaja u dugom roku. To se u prvom redu odnosi na još uvijek značajan udio državnog vlasništva, rigidnosti u određivanju plaća, fiskalne probleme, visoke stope oporezivanja uslijed velikog udjela

državnog sektora, nedovoljno zdrav bankarski sustav. Monetarna i fiskalna politika mogu se u takvim okolnostima pokazati preekspanzivnima da bi mogle trajnije podržavati fiksni tečaj. Osim toga domaće gospodarstvo nije još dovoljno fleksibilno kako bi moglo apsorbirati negativne šokove.

S druge strane, približavanje mogućeg pristupa Europskoj uniji oživjelo je rasprave vezane uz mogućnost fiksnog vezivanja za euro uspostavljenjem sustava novčane uprave. Stoga se monetarna i tečajna politika u tranzicijskim zemljama našla pred novim izazovima. Važno je ukazati na opasnosti preranog vezivanja za euro u trenutnoj fazi tranzicije na što upućuje znatan broj teorijskih i empirijskih analiza⁹. Opasnosti se javljaju stoga što, prvo, snažni i promjenjivi tokovi kapitala otežavaju obranu fiksnog tečaja, te drugo, što se kao posljedica tranzicijskog procesa javlja trend aprecijacije realnog tečaja¹⁰, koji nije u suglasju s kombinacijom stabilnosti nominalnog tečaja i niskom inflacijom. Polazeći od pretpostavke da je pristup Europskoj uniji prikladan i poželjan dugoročni cilj za većinu srednje i istočnoeuropskih zemalja, upitnim ostaje kada prijeći na fiksno vezivanje valute za euro.

⁹ Pogledati Masson (1998), Begg (1996), Sachs (1996).

¹⁰ Unatoč razlikama u režimima tečaja zajednička je karakteristika svih srednje i istočnoeuropskih tranzicijskih gospodarstava trend aprecijacija realnog tečaja. Ovakvo kretanje u suglasju je s porastom realnih plaća kao posljedicom brzog rasta produktivnosti. Međutim iskustvo tranzicijskih zemalja pokazuje da ovaj trend nije nužno posljedica bržeg rasta produktivnosti u sektoru međunarodno razmjenjivih dobara u odnosu na sektor domaćih dobara (tzv. Balassa-Samuelson efekt). Grafe i Wyplosz tvrde (1997) kako je aprecijacija realnog tečaja, odnosno rast cijena lokalnih dobara, u odnosu na međunarodno razmjenjiva, bio nužna posljedica potrebe rasta plaća i outputa u do tada nedovoljno razvijenom sektoru proizvodnje domaćih dobara i usluga. Halpern i Wyplosz (1997) ukazuju da kontinuirana realna aprecijacija koja se zapaža u mnogim tranzicijskim zemljama nije samo posljedica kretanja prema ravnotežnom stanju nakon početne znatne devalvacije tečaja, već do nje dolazi i stoga što tijekom tranzicije aprecira ravnotežni realni tečaj.

Pri ocjeni poželjnosti pristupanja "optimalnom valutnom području" kao ključni se faktor u literaturi naglašava da se zemlja koja namjerava pristupiti monetarnoj uniji ne suočava sa šokovima koji su različiti u odnosu na one koji pogađaju "optimalno valutno područje" (asimetrični šokovi). Jednostavna mjera izloženosti različitim šokovima dobiva se usporedbom proizvodne strukture zemalja Srednje i Istočne Europe i zemalja Europske unije. Sličnost u proizvodnim strukturama znači da postoji manja vjerojatnost da se zemlje nađu pod udarcem vrlo različitih šokova vezanih za uvjete razmjene ili promjene svjetske potražnje za njihovom izvozom. Gruba podjela gospodarstva na industriju, poljoprivredu i ostalo (većinom usluge) ukazuje, da iako se kod tranzicijskih zemalja očituje tendencija približavanja gospodarskoj strukturi kakvu imaju zemlje članice Europske unije, trenutačno su prisutne različitosti koje mogu izazvati značajne probleme vezane uz asimetrične šokove (Masson, 1998).

Osim toga valja imati na umu mogućnost izloženosti različitim financijskim šokovima, te ranjivost režima fiksnog tečaja u uvjetima promjenjivih tokova kapitala, koji, pokazalo se, napose dolazi do izražaja u zemljama s tržištima u nastajanju. Nadalje, pokazalo se da postoji i velika mogućnost "zaraze" okolnih zemalja, koja se tek djelomično može objasniti njihovim fundamentalnim gospodarskim pokazateljima. Značajno povećanje tokova kapitala iz industrijskih prema zemljama u razvoju (i tranzicijskim zemljama), uz koristi nosi sa sobom i povećanu ranjivost sustava fiksnog tečaja zbog mogućnosti iznenadnog odljeva kapitala.

Nadalje, potencijalan problem predstavlja i različiti trend kretanja u gospodarstvima. Proces tranzicije ima za posljedicu mogućnost nastanka aprecijacije realnog tečaja, koja kada je rezultat brzog rasta produktivnosti, ne znači istovremeno da je došlo i do pogoršanja konkurentnosti. To, međutim, ukazuje da se u takvim okolnostima monetarnom politikom ne bi trebalo ograničavati aprecijaciju, te u slučaju da se to ipak čini, pokazat će se neučinkovitim. Međutim, izbor

monetarne politike značajan je utoliko jer rezultira različitim ishodima vezanim uz domaću inflaciju, kao i na kretanje realnih kamatnih stopa i realnih tečajeva tijekom gospodarskog ciklusa. Mada je inflacija¹¹ uz aprecijaciju ravnotežnog realnog tečaja i fiksni nominalni tečaj rezultat kretanja relativnih cijena prema ravnotežnom stanju, nosioci gospodarske politike ne mogu je ignorirati, jer članstvo u Europskoj uniji podrazumijeva i konvergenciju stopa inflacije. Osim toga proces inflacije valja držati pod kontrolom, jer sa sobom nosi i opasnost inercije. Stoga se u kratkom roku preporuča određena doza fleksibilnosti tečajnih režima, dok se ne približi pristupanje Europskoj monetarnoj uniji, a tranzicijski proces još više uznapreduje (Masson, 1998). Čak i uz širu zonu fluktuacije koja je trenutačno dozvoljena u okviru ERM, zbog strukturnih razlika u odnosu na zemlje Zapadne Europe, bit će potrebno izvršiti povremene prilagodbe središnjeg pariteta, te ih ne bi trebalo isključiti zbog pretjerane usredotočenosti na stabilnost tečaja.

Osim toga pokazalo se¹² kako je zdrav bankarski sustav ključan za vjerodostojnost i efikasno funkcioniranje "tvrdog" sustava fiksnog tečaja. Sustav novčane uprave, kao jedan od načina strogog fiksiranja tečaja, pridonosi stabiliziranju inflacije i kamatnih stopa u dužem roku, međutim u kratkom roku banke se suočavaju sa znatnom nestabilnošću kamatnih stopa, koje u ovom sustavu preuzimaju glavnu ulogu u mehanizmu prilagodbi. Tako se znatni neto odljev kapitala automatski odražava na smanjenje domaće likvidnosti i porast kamatnih stopa. Nemogućnost primjene mjera monetarne politike kako bi se njihova nestabilnost smanjila, kao i smanjena mogućnost da banke u nevolji nađu posljednje kreditno utočište kod središnje banke, ukazuju na nužnost postojanja

¹¹ Različiti modeli aprecijacije realnog ravnotežnog tečaja npr. standardni Balassa-Samuelsonov model, kao i onaj koji su za tranzicijske zemlje razvili Grafe i Wyplosz (1997) imaju iste implikacije za inflaciju. Stabilnost razine cijena moguća je, u ovim modelima, jedino ako tečaj aprecira, odnosno stabilnost tečaja implicira inflaciju višu od one u inozemstvu.

¹² Pogledati Santiprabhob (1997).

zdravog bankarskog sustava koji je sposoban nositi značajni teret prilagodbi.

U ovoj fazi tranzicije prihvatljivo je primijeniti onaj sustav monetarne i tečajne politike, koji uključuje nominalno sidro za inflaciju, istovremeno omogućavajući fleksibilnost nominalnog tečaja (Sachs, 1996; Begg, 1996; Masson, 1998; Leiderman i Bufman, 1998). Taj pragmatični pristup smatra se primjerenijim od ustrajnog pridržavanja za prethodno najavljene ciljeve u nadi daljeg povećanja kredibilitnosti. Vjerodostojnost se može postići postupnim provođenjem primjerenih mjera gospodarske politike.

4. ALTERNATIVNA RJEŠENJA ZA VOĐENJE TEČAJNE I MONETARNE POLITKE U SADAŠNJEM TRANZICIJSKOM TRENUTKU

Imajući u vidu mogućnost punopravnog članstva u Europskoj uniji za tranzicijske zemlje, u posljednje su vrijeme oživjele rasprave vezane uz mogućnost fiksnog vezivanja za euro uspostavljenjem sustava novčane uprave. Stoga se čini vrijednim razmotriti sustav novčane uprave kao jedno od mogućih rješenja za izbor tečajnog režima. Istovremeno valja razmotriti i druge mogućnosti. Još dva sustava vođenja monetarne i tečajne politike dobivaju na popularnosti, "inflation targeting"- sustav određivanja ciljne inflacije i "crawling band" - sustav objavljenog puzajućeg tečaja sa širokom zonom fluktuacije, kao mogući odgovori na izazove pred kojima se trenutačno nalaze nosioci gospodarske politike u tranzicijskim zemljama.

4.1. Sustav novčane uprave ("currency board")

Sustav novčane uprave je monetarni sustav koji se temelji na primjeni strogo određenih "pravila igre" vezanih uz tečaj domaće valute i pokriće

njene emisije (tzv. "exchange rules" i "backing rules"), s primarnim ciljem povećanja kredibilnosti i transparentnosti gospodarske politike (Balino et al, 1997). Tijekom 90-ih godina bilježimo oživljavanje interesa za ovaj sustav potaknuto zanimanjem za stabilizacije koje se temelje na tečaju kao nominalnom sidru, te napose pozitivnim iskustvima Argentine i Estonije, koje su sustav novčane uprave uvele u travnju 1991. godine, odnosno u lipnju 1992. Različiti su razlozi za uspostavu sustava novčane uprave. Neke su zemlje počele primjenjivati ovaj sustav kao odgovor na valutnu krizu koja je rezultirala gubitkom kredibilnosti dotadašnjeg sustava uslijed političke neizvjesnosti (Hong Kong) ili pak u namjeri da se zauzda hiperinflacija i podrži stabilizacijski program i program reformi (Argentina, Estonija). U nekim slučajevima novčana je uprava uspostavljena zbog nedostatnog iskustva u vođenju monetarne politike.

4.1.1. Temeljna pravila funkcioniranja ortodoksnog sustava novčane uprave

Čisti ili ortodokсни sustav novčane uprave najstroži je oblik fiksiranja tečaja, pri čemu se monetarne vlasti obvezuju emitirati domaću valutu samo u zamjenu za izabranu čvrstu stranu valutu (tzv. rezervna valuta ili valuta sidro). Monetarna se politika pri tom prenosi na inozemnu monetarnu vlast i prepušta se tržišnim snagama. Nosioci gospodarske politike stoga zadržavaju ograničenu autonomiju u fiskalnoj politici, budući da i ona mora biti konzistentna s fiksnim tečajem kako bi se osigurala održivost sustava.

Izdvajamo četiri bitne značajke sustava novčane uprave:

- (1) domaća valuta veže se za određenu stranu valutu uz fiksni tečaj po kojem je neograničeno konvertibilna,
- (2) da bi sustav novčane uprave bio vjerodostojan međunarodne pričuve moraju biti najmanje jednake monetarnoj bazi,
- (3) u ortodoksnom sustavu novčane uprave izričito je zabranjeno

- kreditiranje države i banaka,
- (4) prethodni osnovni elementi sustava propisuju se zakonom i predstavljaju dugoročnu obvezu monetarnih vlasti.

U čistom sustavu novčane uprave nema mogućnosti obavljanja tradicionalnih funkcija centralne banke kao što je npr. monetarna regulacija i funkcija "posljednjeg kreditnog utočišta". Budući da su ova pravila vrlo kruta gotovo sve zemlje koje su uspostavile ovaj sustav zakonom dopuštaju određene preinake sa ciljem postizanja veće fleksibilnosti. Valja imati u vidu da se modifikacije uvode u vrijeme i na način da se što manje ugrozi kredibilitnost sustava, a odnose se, na primjer, na mogućnost da novčana uprava pruža "posljednje kreditno utočište" bankama iz dodatnih deviznih rezervi ili izdaje certifikate o depozitu ili neke druge instrumente kojima se regulira likvidnost na tržištu. Međutim, monetarne se operacije modificirane novčane uprave strogo ograničavaju.

Za razliku od novčane uprave, centralna banka ima ne samo inozemnu, nego i domaću aktivu, koja se većim dijelom odnosi na potraživanja od države i banaka. Tradicionalnoj centralnoj banci stoje na raspolaganju različiti instrumenti monetarne politike kojima se utječe na promjene veličine monetarne baze. Nasuprot tome novčana uprava nema (ili ima vrlo ograničen) manevarski prostor na području vođenja monetarne politike. To znači da je novčana masa primarno određena tržišnim snagama - monetarna baza raste samo (ili primarno) kada javnost prodaje stranu valutu novčanoj upravi po fiksnom tečaju ili kada dođe do priljeva stranog novca u zemlju, a smanjuje se kada javnost kupuje stranu valutu ili kada dođe do odljeva novca iz zemlje.

U sustavu novčane uprave razina se kamatnih stopa također određuje na tržištu - u potpunosti u slučaju čiste novčane uprave ili većim dijelom u sustavu prilagođene novčane uprave. Stoga se u sustavu novčane uprave promjene deviznih rezervi automatski odražavaju na domaću likvidnost i kamatne stope. Pad rezervi utječe na smanjenje domaće likvidnosti,

koja *ceteris paribus*, izaziva porast kamatnih stopa, dok porast deviznih rezervi povećava domaću likvidnost i dovodi, *ceteris paribus*, do smanjenja kamatnih stopa.

4.1.2. Prednosti i nedostaci sustava novčane uprave

Prednosti

Konvertibilnost valute, pozitivan utjecaj na vođenje zdrave fiskalne politike, ograničenje moralnog hazarda u bankarskom sustavu, postojanje tendencije da se u sustavu novčane uprave ostvaruje niska inflacija i konvergencija kamatnih stopa onima u inozemstvu, pomažu da se ostvari povjerenje u monetarni sustav države (Williamson, 1995; Balino et al., 1997).

Općenito je jedan od osnovnih razloga za uspostavljanje sustava novčane uprave ostvarenje i održavanje vjerodostojnosti monetarne i fiskalne politike. Budući da se zabranjuje (ili strogo ograničava) monetizacija deficita državnog proračuna i kreditiranje bankarskog sektora, novčana uprava može u vrlo kratkom roku ojačati kredibilnost. Sustav novčane uprave u pravilu je učinkovitiji od uobičajenih sustava fiksnog tečaja u slučajevima kada je ugled monetarnih vlasti narušen tijekom dugog razdoblja vođenja labave fiskalne, akomodirajuće monetarne politike i neuspješnih pokušaja stabilizacije privrede ili u slučajevima kada nosioci gospodarske politike nemaju iskustava u samostalnom vođenju monetarne politike. Monetarna disciplina trebala bi potaknuti i zdravo vođenje fiskalne politike.

U prilog sustava novčane uprave navodi se i postojanje tendencije da se u tom sustavu ostvaruje niska inflacija. Sustav novčane uprave daje jasne signale o namjerama nosilaca gospodarske politike, te time što se osigurava neovisnost monetarnih vlasti u odnosu na vladu, olakšava prilagodbu očekivanja i promovira disciplinu na području plaća i cijena

pozitivno utječući na smanjenje inflacije. Empirijska istraživanja potvrdila su da se u sustavu novčane uprave ostvaruje niža inflacija nego u drugim, "mekšim" sustavima fiksnog tečaja, što se uz povećanu monetarnu disciplinu, prvenstveno objašnjava većim povjerenjem u sustav, koje onda rezultira jačanjem potražnje za novcem i nižom inflacijom uz danu stopu rasta novčane mase (Ghosh et al., 1998).

Usljed veće kredibilnosti sustava novčane uprave u odnosu na konvencionalno fiksiranje tečaja, kamatne bi stope trebale konvergirati onima u zemlji rezervne valute zbog smanjene premije na rizik, što uz smanjenje neizvjesnosti vezane uz tečaj i održavanje monetarne discipline u dugom roku utječe na unaprjeđenje međunarodne trgovine, investicija, te olakšava pristup međunarodnim tržištima kapitala unaprjeđujući tako gospodarski rast. Osim toga kredibilnost sustava novčane uprave pozitivno utječe i na remonetizaciju i financijsku intermedijaciju.

Nedostaci

Sustav novčane uprave utječe na povećanu financijsku ranjivost bankarskog sustava. Iako se smatra da novčana uprava u pravilu obeshrabruje sustavno povlačenje depozita iz banaka motivirano očekivanjima o promjeni tečaja, ona utječe na povećanje ranjivosti bankarskog sustava zbog nemogućnosti da, kada do sustavnog povlačenja depozita iz banaka ipak dođe, novčana uprava obavlja funkciju "posljednjeg kreditnog utočišta" (engl. "lender of last resort function"). To napose dolazi do izražaja u zemljama gdje je mobilnost kapitala velika, a banke imaju ograničen pristup inozemnim fondovima, te u zemljama s nedovoljno zdravim bankarskim sustavom.

Iskustva su pokazala da tokovi kapitala i kamatna arbitraža ne mogu u potpunosti supstituirati upravljanje likvidnošću koje vrši tradicionalna centralna banka. Stoga sustav novčane uprave koji se isključivo oslanja

na tokove kapitala u reguliranju likvidnosti, utječe na nastanak neželjenih fluktuacija u gospodarstvu. Automatski mehanizam prilagodbe često ne djeluje dovoljno brzo da se spriječi privremeni utjecaj monetarnih neravnoteža na gospodarstvo. Pri potpunoj liberalizaciji kapitalnih transakcija domaće kamatne stope u prosjeku teže onima u inozemstvu, međutim tokovi kapitala ne mogu vršiti punu arbitražu kamatnih stopa na dnevnoj bazi. Budući da kratkoročne neravnoteže u likvidnosti imaju vrlo nepovoljno djelovanje na financijska tržišta, pokazalo se nužnim aktivno uključivanje monetarnih vlasti u operacije na otvorenom tržištu i druge dnevne monetarne operacije koje ublažavaju varijabilnost kratkoročnih kamatnih stopa. Nemogućnost vođenja aktivne monetarne politike napose dolazi do izražaja u slučaju nastanka vanjskih šokova, koji utječu na znatni odljev, odnosno priljev kapitala.

Porast kamatnih stopa također stavlja banke pod dodatni pritisak. Iako se smanjenjem nesigurnosti vezane uz tečaj u sustavu novčane uprave bilježi umjereniji rast kamatnih stopa (u odnosu na konvencionalne "mekše" režime fiksnog tečaja), iskustva su pokazala da određene kamatne stope mogu dostići vrlo visoke razine kroz dulje vremensko razdoblje uslijed očekivanja bankarske krize ili kolapsa sustava novčane uprave.

Osim toga rigidnost nominalnog tečaja napose je problematična u zemljama koje su sustav novčane uprave uvele kao dio programa obaranja hiperinflacije. Naime, fiksiranjem tečaja dolazi do zaustavljanja inflacije kod dobara kojima se trguje u međunarodnoj razmjeni, ali ne i kod domaćih dobara u slučaju kada ne dođe do neposrednog smanjenja inflacijskih očekivanja. Oстане li inflacija viša nego u zemlji sidru, tečaj domaće valute može postati precijenjen. Međutim, to se događa jedino u slučaju kada realna aprecijacija premaši trend aprecijaciju ravnotežnog tečaja do koje dolazi zbog relativno većeg porasta produktivnosti u odnosu na zemlju rezervne valute, što je karakteristično za zemlje s tržištima u nastajanju. Problem pada konkurentnosti vezan uz tečaj neće se javiti sve dok realna aprecijacija predstavlja korekciju ranije

podcijenjenosti valute. Rizik neprimjerenosti tečaja to je veći ima li se u vidu da je za gospodarstva zemalja s tržištima u nastajanju karakteristično postojanje deficita salda tekuće bilance tijekom duljeg vremenskog razdoblja. Dođe li do ocjene da deficit postaje previsok i neodrživ, iznenadna promjena tržišnog sentimenta utjecat će na znatan odljev kapitala, što se u sustavu novčane uprave u potpunosti odražava na odgovarajuću monetarnu kontrakciju.

Budući da se tečaj ne može mijenjati kako bi se ostvarile prilagodbe u gospodarstvu, valja doći do prilagodbe domaćih cijena i plaća. Imajući to u vidu mjere osmišljene kako bi se povećala fleksibilnost plaća ključne su u sustavu novčane uprave, kako bi se izbjegao bolan proces prilagodbe koji karakterizira smanjena gospodarska aktivnost i porast nezaposlenosti.

Vođenje monetarne politike u sustavu novčane uprave je strogo ograničeno, stoga znatan dio tereta makroekonomskih prilagodbi pada na fiskalnu politiku. Tu se postavlja pitanje imaju li fiskalne vlasti dovoljno manevarskog prostora, kako u kratkom tako i u dugom roku i jesu li u mogućnosti da spriječe nastanak nenaplativih fiskalnih obveza. Modificirani sustav valutne uprave može ublažiti neke od navedenih nedostataka uvođenjem određenih instrumenata monetarne politike i pružanjem "posljednjeg kreditnog utočišta", međutim osnovni nedostaci vezani uz sustav novčane uprave ostaju.

4.1.3. Iskustva zemalja koje su uvele sustav novčane uprave

Argentina

Sustav novčane uprave uveden je u Argentini u travnju 1991. godine stupanjem na snagu Zakona o konvertibilnosti, koji je predstavljao dio stabilizacijskog paketa, s osnovnim ciljem jačanja kredibilitnosti sidra

nominalnog tečaja. Sustav je uveden u uvjetima hiperinflacije i gospodarske stagnacije, relativne zatvorenosti privrede i znatnog udjela države u vlasništvu poduzeća. Nakon dugogodišnjih bezuspješnih pokušaja implementacije stabilizacijskih programa, višegodišnja fiskalna i monetarna nedisciplina izazvale su potpuni kolaps povjerenja u domaću monetarnu vlast.

Sustav novčane uprave, zajedno s ostalim mjerama gospodarske politike, pokazao se izuzetno uspješnim - hiperinflacija je odmah zaustavljena (pad stope inflacije s 1344% u 1990. godini na 84% u godini uvođenja novčane uprave). Stopa inflacije nadalje je kontinuirano padala prema razini stope inflacije nižoj od 1% u 1996. i 1997. godini. Stoga je 1994. godine došlo i do zaustavljanja trenda realne aprecijacije tečaja. Negativan utjecaj aprecijacije tečaja na konkurentnost ublažen je rastom produktivnosti i promjenama u poreznom sustavu. Iako je došlo do pogoršanja u trgovačkoj bilanci (nakon suficita u iznosu od 4.4 milijarde USD u 1991. kontinuirano se ostvaruje deficit koji je 1994. godine dosegnuo 4.2 milijarde USD) izvoz se u tom razdoblju povećao za oko 32%. Monetarna se kontrakcija mogla izbjeći uslijed snažnog priliva kapitala kojim je financiran rastući deficit u tekućoj bilanci. Gospodarstvo je kontinuirano raslo četiri godine po visokim stopama između 6.3% i 8.9%. U tablici 1. dani su osnovni gospodarski pokazatelji za Argentinu u razdoblju od 1990. do 1997. godine.

Tablica 1.
**ODABRANI GOSPODARSKI POKAZATELJI,
 ARGENTINA 1990.-1997.**

	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
Realni BDP (% promjena)	0.1	8.9	8.7	6.3	8.5	-4.6	4.2	8.1
Cijene na malo (% promjena, kraj razdoblja)	1344	84	17.5	6.8	3.9	1.6	0.0	0.3
Središnja država (% od BDP-a)	-2.5	-0.8	-0.2	0.9	-0.5	-1.4	-2.2	-1.4
Saldo tekućeg računa (mil. USD)	4552	-647	-5462	-7672	-10118	-2768	3787	10119
Saldo vanjske trgovine (mil. USD)	8628	4419	-1450	-2426	-4238	2238	1622	-3195
Izvoz roba (mil. USD)	12354	11978	12235	13117	15839	20964	23811	25223
stopa promjene	-	-3.0	2.1	7.2	20.8	32.4	13.6	5.6
Uvoz roba (mil. USD)	3726	7559	13685	15543	20077	18726	22189	28418
stopa promjene	-	102.9	81.0	13.6	29.2	-6.7	18.5	28.1
Dir. strane investicije (mil. USD)	1836	2439	4019	3262	2982	4628	4885	6298
Realni tečaj ¹ (% promjena)	-46	-25	-11	-8	0	4	-	-

¹ Negativni predznak predstavlja aprecijaciju tečaja.

Izvor: IMF International Financial Statistics; Diehl, Schweickert (1997), Wechselkurspolitik im Aufholprozess, J.C.B. Mohr, Tuebingen, IMF Press Information Notice 98/9:

Vjerodostojnost gospodarske politike ne može se, međutim, jednostavno uvesti kroz uspostavu sustava novčane uprave. U argentinskom se slučaju pokazalo da radikalne popratne reforme (i postojanje širokog političkog konsenzusa za njihovo provođenje) presudno određuju vjerodostojnost tečajne i monetarne politike i održivost sustava novčane uprave. One su u prvom redu obuhvaćale:

- konsolidaciju državnog proračuna (središnji element),
- liberalizaciju vanjske trgovine,
- deregulaciju tržišta dobara i faktora proizvodnje,
- privatizaciju gotovo svih državnih poduzeća,
- uvođenje američkog dolara kao paralelne valute u financijskom sustavu, te kao legalnog sredstva plaćanja,
- restrukturiranje bankarskog sustava (napose nakon meksičke krize, uz poboljšanje mjera prudencijalne regulacije i supervizije banaka).

Usljedi rastućeg deficita tekuće bilance, značajne razine kratkoročnog inozemnog duga, nedovoljno jakog bankarskog sustava u kombinaciji s fiksnim tečajem, Argentina je postala jednom od žrtvi meksičke krize (tzv. "tequila krize"). Znatni odljev kapitala u prvom tromjesečju 1995. godine imao je očekivane posljedice za sustav novčane uprave (monetarna kontrakcija i porast kamatnih stopa), te su na vidjelo došli visoki rizici koji proizlaze iz ovisnosti kretanja monetarne baze o stabilnosti priliva kapitala i nemogućnosti monetarne politike da u dovoljnoj mjeri ublaži negativne učinke vanjskih šokova. Trošak prilagodbe pao je na realni sektor, te je došlo do pada BDP-a od 4.6% i znatnog rasta nezaposlenosti tijekom 1995. godine. U trgovačkoj bilanci iskazan je suficit do kojeg je došlo uslijed znatnog rasta izvoza (oko 32% u odnosu na prethodnu godinu), a u manjoj mjeri smanjenjem uvoza, što se moglo očekivati uslijed znatne monetarne kontrakcije i smanjenja bruto domaćeg proizvoda. Stoga je učinak "tequila krize" ublažen uslijed porasta izvoza, prije svega u Brazil, te uslijed značajnog porasta cijena žitarica.

Iskustvo Argentine osim toga je pokazalo kako je obavljanje funkcije "posljednjeg kreditnog utočišta" neophodno, kako bi se izbjegli učinci bankarske krize i ograničilo njeno širenje. Obavljanje ove funkcije u sustavu je novčane uprave ograničeno raspoloživom količinom dodatnih deviznih rezervi,¹³ iznad one koja je nužna za pokriće monetarne baze. U Argentini je, naime, bankarski sustav doživio znatan odljev depozita izazvan meksičkom krizom krajem 1994. i početkom 1995. godine. Bankarska kriza je otpočela zatvaranjem jedne male banke, koja je imala značajan dio aktive u meksičkim pesosima, a budući da nije bilo službenog "posljednjeg kreditnog utočišta" došlo je do lančane reakcije, tako da se kriza proširila na čitav sustav. Tijekom krize ukupni su se bankarski depoziti smanjili za oko 17%. Stoga su monetarne vlasti odlučile poduzeti niz mjera za ublažavanje nelikvidnosti banaka -

¹³ U argentinskom slučaju odljev se kapitala može sterilizirati sve dok devizne rezerve ne padnu na 80% vrijednosti monetarne baze.

smanjenje obavezne rezerve i njihova redenominacija u američke dolare. Osim toga monetarne su vlasti počele vršiti rediskont i swap aranžmane, te se otpočelo s programom restrukturiranja banaka i ponovnim uvođenjem osiguranja depozita. To se uz pooštavanje fiskalne politike, te podršku Međunarodnog monetarnog fonda pokazalo učinkovitim i ponovno je uspostavljeno povjerenje u monetarni sustav. Primjer Argentine pokazuje kako se u određenim uvjetima mogu modificirati rigidna pravila funkcioniranja novčane uprave bez da se našteti kredibilitnosti sustava. Mogućnost obavljanja određenih monetarnih operacija (iako u nesuglasju s principima funkcioniranja ortodoksnog sustava novčane uprave) uvodi u sustav dozu fleksibilnosti, koja tijekom financijskih kriza pridonosi njegovoj održivosti.

Argentinsko se gospodarstvo ubrzo nakon recesije u 1995. godini oporavilo. Tako je porast bruto domaćeg proizvoda u 1996. iznosio 4.2%, a u 1997. 8.1%. U Argentini je od vremena "tequila krize" došlo do značajnih promjena, koje su rezultirale jačanjem financijskog sektora i povjerenja u sustav koji je prošao test izdržljivosti, stoga je i gospodarstvo u mogućnosti lakše prevladati vanjske šokove. Nakon azijske, ruske i brazilske krize nije se ponovilo dramatično iskustvo valutne i bankarske krize, iako se u gospodarstvu osjećaju pritisci izazvani napose brazilskom krizom. Tijekom vanjskih previranja 1998./99. godine bankarski su depoziti nastavili rasti, ali se zapaža povećana konverzija depozita u domaćoj valuti u dolarske depozite. To zajedno sa vraćanjem peso-dolar "spreada" između kamatnih stopa na predkriznu razinu ukazuje na postojanje povjerenja u financijski sustav i na koristi od bimonetarnog sustava, ali i na nesigurnost vezanu uz održivost fiksnog tečaja. Rasprava o dolarizaciji koju je pokrenuo predsjednik Menem utječe na jačanje povjerenja u monetarni sustav i ima značajnu političku dimenziju (izbori u listopadu 1999. godine). Međutim, ocjenjuje se da bi do formalne dolarizacije, koja bi još više ograničila manevarski prostor na području vođenja monetarne politike, moglo doći samo u krajnjoj nuždi.

Trenutačno smanjeni priliv kapitala u kombinaciji s porastom domaćih kamatnih stopa i padom cijena na tržištu vrijednosnih papira pridonio je slabljenju domaće potražnje. To zajedno s padom izvoza uslijed smanjenja potražnje kod značajnih vanjskotrgovinskih partnera (napose Brazila¹⁴) pridonosi usporavanju rasta bruto domaćeg proizvoda. Za 1998. godinu procijenjen je njegov rast na oko 4%.

Estonija

U lipnju 1992. godine Estonija je u okviru stabilizacijskog i reformskog programa usvojila sustav novčane uprave, a kao osnovni ciljevi monetarne i tečajne politike zacrtani su stabilnost i vjerodostojnost.

Sustav novčane uprave uz obimne je strukturne reforme (liberalizacija cijena, trgovine, tokova kapitala, privatizacija, reorganizacija bankarskog sustava, uvođenje PDV-a i povećanje efikasnosti sustava prikupljanja poreza) odigrao, kao i u argentinskom slučaju, značajnu ulogu u makroekonomskoj stabilizaciji gospodarstva, napose u snižavanju inflacije s hiperinflacijskih visina od preko 1000% u 1992. godini na umjereniju razinu od 90% naredne godine, te na oko 11% u 1997. i 1988. godini, što je vidljivo iz tablice 2.

Sustav novčane uprave zasigurno je pridonio i gospodarskom rastu, jer je utjecao na porast povjerenja domaćih i stranih investitora u zdravo vođenje gospodarske politike (monetarnu i fiskalne discipline), kao i na pad kamatnih stopa. Realni pad bruto domaćeg proizvoda u 1992. godini iznosio je 14.2%, potom je u naredne dvije godine taj pad usporen, da bi se od 1995. počeo ostvarivati kontinuirani realni rast BDP-a 4.3%, potom 4% u 1996, te 11.4% u 1997. godini. U slučaju Estonije pokazalo se da je sustav novčane uprave povezan s povećanom

¹⁴ Udio Brazila u argentinskom je izvozu 1998. godine iznosio čak 30%.

fiskalnom disciplinom (do 1997. godine, s iznimkom 1994. ostvarivani su niski budžetski deficiti - maksimalni u iznosu od 1.5% BDP-a, a od 1997. bilježi se suficit od 2.2%, odnosno 2.5%.) Gotovo odmah nakon usvajanja sustava novčane uprave devizne su se rezerve počele akumulirati, odražavajući rastuće povjerenje u sustav. U svibnju 1998. godine estonski je sustav novčane uprave imao 125 postotno pokriće monetarne baze deviznim rezervama.

Tablica 2.
**ODABRANI GOSPODARSKI POKAZATELJI,
ESTONIJA 1992.-1998.**

	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Realni BDP (% promjena)	-14.2	-9.0	-2.0	4.3	4.0	11.4	5.0
Cijene na malo (% promjena, kraj razdoblja)	1076	90	48	29	23	11	11
Opća država (% od BDP-a)	-0.3	-0.7	1.3	-1.3	-1.5	2.2	2.5
Saldo tekućeg računa (mil. USD)	36	22	-166	-166	-399	-564	-576
udiu BDP-u	-	1.3	-7.3	-4.7	-9.2	-12.0	-10.5
Saldo vanjske trgovine (mil. USD)	-90	-145	-356	-674	-1021	-1129	-1250
Izvoz roba (mil. USD)	461	812	1329	1857	1814	2298	2800
stopa promjene	-	76.2	63.5	39.8	11.2	26.7	21.9
Uvoz roba (mil. USD)	551	957	1684	2531	2835	3427	4050
stopa promjene	-	73.6	75.9	50.4	23.4	20.9	18.2
Neto dir. strane investicije (mil. USD)	-	157	215	199	111	128	200
Devizne rezerve (kraj god., mil USD))	170	386	443	580	637	764	-

Izvor: Transition Report (1998), EBRD; Backe, P. i N. Pautola (1998), "Currency Boards in Central and Eastern Europe - Experience and Future Perspectives", Focus on Transition, 1.

Imajući u vidu presudni značaj koji za održivost sustava novčane uprave ima zdrav bankarski sustav, Banka Estonije poduzela je niz mjera za jačanje financijskog sustava - fokus je stavljen na adekvatnost kapitala financijskih institucija, primjereno upravljanje rizikom i superviziju banaka. U sklopu Banke Estonije osim odjela koji je zadužen za emisiju (Issue Department), djeluje i tzv, Banking Department i upravlja dodatnim deviznim rezervama koje se koriste kao "posljednje kreditno utočište" financijskim institucijama u nevolji, dok je monetarnim vlastima zabranjeno kreditiranje države. Tijekom bankarske krize 1992. godine

uzrokovane dijelom lošim stanjem u bilancama banaka, a dijelom strogim monetarnim okruženjem, Banking Department nije intervenirao unatoč raspoloživim sredstvima, te je došlo do propasti nekoliko banaka. Tijekom 1994. godine uslijedila je reorganizacija - privatizacija i koncentracija bankarskog sustava - tako da danas u Estoniji djeluje 9 banaka, dok je taj broj 1994. godine iznosio 23.

Od svibnja 1993. godine novčana je uprava otpočela u malenom obujmu koristiti određene monetarne instrumente, tako izdaje npr. certifikate o depozitu isprva samo sa ciljem da se povisi kolateral koji banke mogu koristiti na međubankarskom tržištu, a u novije se vrijeme izdaju sa svrhom da smanje fluktuacije potražnje za gotovim novcem.

Međutim, gospodarska zbivanja u Estoniji tijekom posljednje dvije godine ukazuju na ograničenja i bitne nedostatke sustava novčane uprave (unatoč uvedenim modifikacijama), jer je skup instrumenata gospodarske politike koji stoji na raspolaganju ograničen, što otežava mogućnost efikasne korekcije neželjenih makroekonomskih i financijskih zbivanja.

Naime, krajem 1996. godine otpočela je faza gospodarskog uzleta koji se ubrzao tijekom 1997. godine, te je ostvaren realni rast bruto domaćeg proizvoda od 11.4%. Istovremeno je već visoki deficit tekuće bilance (399 milijuna dolara, odnosno 9.2% u 1996. godini) još porastao i u narednoj godini dosegnuo 564 milijuna dolara, odnosno 12 % BDP-a. Ekspanzija domaćih kredita nastavila se ubrzanim tempom (rast od 101% u 1996. godini, te oko 87% u 1997. uslijed rastuće domaće apsorpcije). Kao posljedica tih zbivanja počela je rasti inflacija, te je početkom 1998. godine dosegla 14% na godišnjoj razini.

Kontinuirana aprecijacija realnog tečaja i rastući deficiti neizostavno nameću pitanje estonske izvozne konkurentnosti. U Estoniji su i uvoz i izvoz rasli po vrlo visokim stopama, a u posljednje dvije godine rast izvoza nadmašuje rast uvoza (izvoz je u 1997. porastao 26.7%, a izvoz

20.9%, dok je 1998. izvoz porastao 21.9%, a uvoz 18.2%). Indikatori konkurentnosti pokazuju da je realna aprecijacija između ostalog (inicijalno podcijenjeni tečaj krune, znatni priliv kapitala) i odraz rasta produktivnosti, te da konkurentnost izvoza nije dovedena u pitanje. Međutim, kako bi se konkurentnost održala potrebna je dalja dezinflacija i usporavanje rasta plaća. Zamjetan rast produktivnosti odraz je restrukturiranja poduzeća. Modernizacija se velikim dijelom financirala kroz zajednička ulaganja sa stranim poduzećima (većim dijelom iz Finske, Švedske i Njemačke). Neki indikatori konkurentnosti estonskog gospodarstva prikazani su u tablici 3.

Tablica 3.
INDIKATORI KONKURENTNOSTI, ESTONIJA 1994.-1997.

-postotne promjene

	1994.	1995.	1996.	1997.
Industrijska proizvodnja	-3.2	2.9	2.2	16.9
Produktivnost u industriji	6.7	0.4	3.7	17.8
Realne plaće u industriji	26.9	14.1	7.8	11.0
Realni tečaj u odnosu na DEM ¹	44.0	26.6	21.4	9.2
Jedinični troškovi rada u DEM	61.7	35.2	19.3	1.1

¹ rast = aprecijacija

Izvor: Transition Report (1998), EBRD.

Od uspostave sustava novčane uprave Estonija je privukla značajni iznos stranog kapitala, koji je premašio deficit tekuće bilance, te utjecao na rast novčane mase, smanjenje kamatnih stopa i time olakšao strukturne promjene, te unaprijedio poduzetničku klimu. Istovremeno priliv je stranog kapitala bio jednim od osnovnih uzročnika koji je sprečavao konvergenciju domaće stope inflacije onoj u zemlji sidru, tj. Njemačkoj.

Kao odgovor na značajno zahuktavanje privrede koje je počelo davati znakove pregrijanosti, te kao odgovor na rastući priliv kapitala, poduzet je niz koraka kako bi se ograničili krediti komercijalnih banaka i kako bi se ojačale bilance banaka. Te mjere predstavljaju začetke vođenja

diskrecione monetarne politike. Upitno je, međutim, hoće li ograničene monetarne mjere uspjeti držati kredite banaka pod kontrolom.

Brzi gospodarski rast donio je sa sobom niz novih rizika - napose rizik da deficit tekuće bilance neće moći biti održiv. Iako se deficit u znatnoj mjeri do sada financirao prilikom direktnih stranih investicija, to estonsko gospodarstvo čini iznimno osjetljivim na promjene na međunarodnom tržištu kapitala. Budući da sustav novčane uprave strogo ograničava korištenje instrumenata monetarne politike kako bi se ograničio rast domaće potražnje, fiskalna politika uz politiku dohodaka, osnovni su instrumenti koji preostaju kako bi se smanjila domaća apsorpcija.

Iskustva Argentine i Estonije ukazuju na znatne koristi koje uvođenje sustava novčane uprave donosi zemljama suočenim s problemima hiperinflacije i tranzicije, te u slučaju kada je kredibilnost teško uspostaviti manje drastičnim mjerama. Pozitivne strane sustava novčane uprave od kojih je najznačajnija uspostava vjerodostojnosti monetarne i fiskalne politike tijekom vremena mogu zasjeniti slabosti koje proizlaze iz smanjene sposobnosti gospodarske politike da ublaži utjecaj vanjskih i unutarnjih šokova i time poštedi gospodarstvo nepotrebnih fluktuacija. Stoga je u slučaju kada je kredibilnost sustava postignuta poželjno uvesti određene modifikacije sustava, kroz mogućnost intervencija na tržištu novca, te kroz obavljanje funkcije "posljednjeg kreditnog utočišta".

4.2. Sustav puzajućeg tečaja sa širokom dopuštenom zonom fluktuacije ("crawling band")

Ekonomska teorija, te iskustva zemalja ukazuju na rastuće troškove održavanja fiksnih tečajeva u doba izuzetno promjenjivih tokova kapitala, napose u malim i otvorenim gospodarstvima. Stoga vlada živi interes na polju traženja optimalnog režima tečaja, odnosno u traženju nominalnog sidra pri vođenju monetarne politike, koje bi služilo kao vodič pri operativnom vođenju monetarne politike, kao sredstvo

koordinacije u procesu određivanja plaća i cijena, te formiranju inflacijskih očekivanja u uvjetima postojanja značajnih trgovinskih integracija i rastuće mobilnosti kapitala. Dilema u kojoj se nalaze nosioci makroekonomske politike (sa sada znatno nižom inflacijom i relativno "zdravim" fiskalnim pokazateljima) je odabir nominalnog sidra koje je istovremeno fleksibilno i vjerodostojno. Fleksibilnost je korisna u uvjetima značajne nestabilnosti unutarnjih i vanjskih šokova, dok je vjerodostojnost nužna kako bi se zaštitila prethodna postignuća vezana uz dezinflaciju, te kako bi se omogućila konvergencija stopa inflacije onima u zemljama Europske unije.

Suočene sa sličnim dilemama nekoliko je zemlja s umjerenom inflacijom, krajem osamdesetih odnosno početkom devedesetih, prešlo na sustave koji omogućavaju veću fleksibilnost tečaja usvajanjem sustava puzajućeg tečaja sa širokom dozvoljenom zonom fluktuacije (Čile, Kolumbija, Izrael), a kasnije i na eksplicitno prihvaćanje određene ciljne (niske) inflacije.

Objavljeni puzajući tečaj (centralni paritet) sa širokom dopuštenom zonom fluktuacije režim je tečaja u kojem nominalni tečaj djelomično zadržava ulogu nominalnog sidra, ali istovremeno priskrbljuje prilagodljivost koja je neophodna kako bi se što učinkovitije izlazilo na kraj s kratkoročnim šokovima i značajnom nestabilnošću međunarodnih tokova kapitala. Ovaj režim tečaja ima u pravilu slijedeće tri značajke - puzajući središnji paritet, obvezu monetarnih vlasti da interveniraju kada je potrebno podržati sustav i široku zonu fluktuacije, u pravilu veću od 5%, a najčešće između 10 i 15%.

U zemljama koje su se među prvima opredijelile za ovaj sustav (Čile, Kolumbija, Izrael), on je uveden kao rješenje dileme pred kojom su se našli nosioci gospodarske politike: kako nominalni i realni tečaj održavati konkurentnim, a da se istovremeno izbjegne ubrzanje i nestabilnost stope inflacije. U gospodarstvima s umjerenom inflacijom ovaj sustav pomaže riješiti dilemu time što ključno nominalno sidro, sada postaje puzajući

središnji paritet, kojem se još daje određena doza fleksibilnosti unutar dopuštene zone, što se smatra potrebnim kako bi se realni tečaj (i konkurentnost) zaštitili od mogućih vanjskih i unutarnjih šokova. Da bi sustav puzajuće zone bio zadovoljavajuće nominalno sidro mora, u javnosti, postojati povjerenje u održivost ovog sustava. Da bi se takvo povjerenje izgradilo, vlada i središnja banka, potaknute su da izgrade reputaciju vezanu uz zdravo vođenje fiskalne i monetarne politike. Osim toga valja naglasiti da je za održivost sustava važno da financijski sustav leži na zdravim temeljima, što naglašava potrebu uvođenja odgovarajuće prudenčijalne regulacije i supervizije u bankarskom sustavu.

Puzajuće su zone u Izraelu prihvaćene nakon što je u prvoj fazi stabilizacije proveden dezinflacijski program koji se temeljio na fiksnom tečajnom sidru s ciljem da se prekine postojeća inflacijska inercija. U tim je uvjetima osnovna uloga monetarne politike bila usmjerena na obranu i podržavanje režima tečaja. Tijekom ove faze došlo je do znatnog smanjenja konkurentnosti, na koje je ukazivala znatna kumulativna aprecijacija realnog tečaja. Kako se ocijenilo da inflaciju još neko vrijeme neće biti moguće sniziti na razinu koja je prevladavala kod najznačajnijih vanjskotrgovinskih partnera, a imajući u vidu da je postignuta značajna dezinflacija i poboljšanja vezana uz osnovne indikatore fiskalne i monetarne politike, prešlo se na drugu fazu, u kojoj se dopustila određena fleksibilnost nominalnog tečaja i što se tiče trenda njegovog kretanja (zbog više inflacije u odnosu na inozemstvo) i kratkoročnih odstupanja (zbog vanjskih i unutarnjih šokova).

Prihvaćanje ovog sustava povezano je s donošenjem značajnih odluka vezanih uz:

1. kretanje centralnog pariteta,
2. širine zone fluktuacije,
3. stupanj i oblik intervencije unutar margina zone fluktuacije, te
4. alokaciju prilagodbi između kamatnih stopa, tečaja i deviznih pričuva, koje su nužne kako bi se podržao i branio tečaj.

Intenzitet "puzanja" određuje se na dva osnovna načina, tj. na osnovu modela koji 'gleda' unaprijed, odnosno modela koji 'gleda' unatrag. U Izraelu se primjenjuje model određivanja stope postupne deprecijacije središnjeg pariteta koji gleda unaprijed - stopa se određuje na temelju razlike između ciljne inflacije i prognoze inozemne inflacije za razdoblje od narednih 6-12 mjeseci. Temeljna prednost ovog modela sastoji se u tome, što predstavlja jako nominalno sidro za inflacijska očekivanja, unatoč većoj fleksibilnosti tečaja. Nedostatak ovakvog pristupa sastoji se u tome što u slučaju neočekivanih poremećaja uslijed kojih je stopa inflacije viša od ciljne, dolazi do realne aprecijacije tečaja.

Čile primjenjuje model određivanja stope deprecijacije središnjeg pariteta koji gleda unatrag - najavljena stopa deprecijacije u sljedećem mjesecu funkcija je razlike između inflacije koja je u zemlji zabilježena u prošlom mjesecu i prognoze inflacije u inozemstvu. Ovaj model podrazumijeva veći stupanj nominalne prilagodbe, te postoji mogućnost da se jednokratni porast razine cijena (odnosno tečaja) transformira u trajne promjene stope inflacije (odnosno deprecijacije tečaja). Imajući u vidu iskustva Čilea i Izraela izbor između ova dva načina puzanja u velikoj je mjeri funkcija relativne važnosti koju nosioci gospodarske politike pridaju s jedne strane, održanju nominalne discipline i smanjenju inflacije, a s druge strane održavanju vanjske konkurentnosti u kratkom roku.

Što je veća varijabilnost realnih i finansijskih šokova, trebala bi biti šira zona fluktuacije. Osim toga šira zona fluktuacije dopušta i veću autonomiju u vođenju monetarne politike. U Izraelu su monetarne vlasti niz godina obilno intervenirale unutar margina dopuštene zone fluktuacije, braneći užu zonu fluktuacije od objavljene, dok su u Čileu monetarne vlasti dozvolile prilično slobodno kretanje tečaja unutar objavljenih margina fluktuacije.

Različiti stupanj intervencije unutar margina odraz je različite ocjene monetarnih vlasti vezane uz kredibilnost ove politike tečaja u široj javnosti. Velike intervencije središnje banke unutar margina fluktuacije

odraz su ocjene da politika ima relativno nisku kredibilnost, te da postoji velika vjerojatnost da znatne fluktuacije tečaja (iako unutar dozvoljenih margina) destabiliziraju inflacijska i devalvacijska očekivanja. Kretanjem tečaja koje ne odstupa odviše od puzajućeg središnjeg pariteta nastoji se postepeno uvjeriti šira javnost u kredibilnost središnje banke u obrani granica fluktuiranja. Ovim intervencijama s druge strane, smanjuje se autonomija domaće monetarne politike i povećavaju varijacije deviznih pričuva. Osim toga uže margine fluktuacije utječu na povećani priliv špekulativnog kratkoročnog kapitala zbog ocjene manjeg rizika.

Priljev kapitala stvara značajne pritiske vezane uz aprecijaciju nominalnog i realnog tečaja, povećanje osobne potrošnje, gospodarske aktivnosti i cijena na tržištu vrijednosnica. Zapaža se da kako tijekom kapitala ustraju u jednom smjeru, zemlje postepeno proširuju stupanj fleksibilnosti tečaja, što se može ilustrirati na primjeru Izraela (Leiderman i Bufman, 1996), koji je od početka 1994. do sredine 1995. bilježio znatan neto priliv privatnog kapitala u visini od 5 milijardi dolara. Isprva su monetarne vlasti intervenirale i akumulirale devizne pričuve uz sterilizaciju smanjenjem domaćih kredita. Sredinom 1995. službeno je proširena zona fluktuacije, te objavljena namjera vlasti da dozvoli veću fluktuaciju tečaja. Ovaj korak učinjen je osim toga i kako bi se povećao rizik na deviznom tržištu, te smanjio priljev kratkoročnog kapitala.

Važno je stoga naglasiti da mjera u kojoj monetarne vlasti dopuštaju fluktuiranje tečaja unutar margina ima značajne implikacije na ocjene tečajnog rizika u široj javnosti. Može se stoga pretpostaviti (Leiderman i Bufman, 1996), da jačanjem obveze monetarnih vlasti da intramarginalnom intervencijom brane određenu usku zonu fluktuacije, opada rizik fluktuacije tečaja i raste relativni udio kratkoročnog špekulativnog priliva kapitala. Dakle, oblik intramarginalne intervencije može utjecati na strukturu priliva kapitala, koja s druge strane može utjecati na ranjivost gospodarstva u slučaju odljeva kapitala.

Na kraju valja naglasiti da i održavanje ovog sustava može doći u konflikt s drugim ciljevima makroekonomske politike. Napose u zemljama koje službeno objavljuju ciljnu inflaciju, može nastati konflikt između ciljne inflacije i tečaja. Razvoj situacije tijekom 1994. godine u Izraelu ilustracija je takve situacije. U drugoj polovici 1993. godine objavljena je ciljna inflacija od 8% za 1994, te 6 postotna deprecijacija središnjeg pariteta. Tijekom 1994. na deviznom tržištu nije bilo značajnih pritisaka na tečaj, međutim, uslijed fiskalne i monetarne ekspanzije, ekspanzije plaća, te povećanog optimizma potrošača i investitora zbog napretka mirovnog procesa, došlo je do znatnog porasta inflacijskih pritisaka. Akcija monetarnih rasti u cilju smanjenja rasta novčane mase i s time povezani rast kamatnih stopa, doveo bi pak do pritisaka na deviznom tržištu i do ugrožavanja kredibilitnosti zone fluktuacije puzajućeg tečaja. Tek krajem 1994. godine kada je postalo jasno da je ostvarena inflacija dvostruko veća od najavljene, poduzete su snažne, restriktivne mjere monetarne politike, koje su rezultirale usporavanjem inflacije, ali i znatnim prilivom kratkoročnog kapitala i pritiscima na aprecijaciju nominalnog i realnog tečaja. Iskustva zemalja pokazuju da se određene dileme makroekonomske politike mogu izbjeći utvrde li se prioritete između ciljeva na transparenta i jasan način.

Postoji zabrinutost da će se povećana fleksibilnost tečaja odraziti na cijene. Zabrinutost je napose opravdana u zemljama koje su prolazile kroz duže razdoblje visoke inflacije. Tada stečena iskustva pokazuju da postoji znatni odraz promjene tečaja na promjenu razine cijena (tzv. "pass-through"). Leiderman i Bufman (1996) analizirajući iskustva Izraela i Čilea vezana uz moguću transmisiju tečajnih impulsa na porast domaćih cijena međunarodno razmjenjivih dobara, došli su do zaključka da se promjene tečaja tek djelomično odražavaju na cijene u razdoblju primjene sustava puzajuće zone i da je porast cijena znatno slabiji nego u sustavu fiksnog tečaja s dopuštenom zonom fluktuacije. Intenzitet transmisije, međutim, ovisi između ostalog, u kojoj se fazi poslovnog ciklusa gospodarstvo nalazi. Opadajući tzv. "pass-through" u Čileu i Izraelu zabilježen je u vrijeme visoke stope nezaposlenosti.

Iskustvo Izraela i Čilea¹⁵ ukazuje na različite stadije u reformi tečajnog režima, od hiperinflacijske situacije kada se sidro fiksnog tečaja pokazalo učinkovitim, potom prelazak na puzajući tečaj sa zonom fluktuacije koja se postepeno širi. Ovi različiti stadiji tečajnih režima, da bi bili održivi, valjaju biti sinkronizirani sa stupnjevima liberalizacije financijskih tržišta. Velika mobilnost kapitala koja je obilježila devedesete godine, imala je za posljedicu značajnu osjetljivost tržišta na greške u tekućem vođenju makroekonomske politike, unatoč "zdravim" temeljnim gospodarskim pokazateljima. Čile je izbjegao tzv. "tequila efekt", jer ima dobro razrađen sustav ograničavanja priljeva kapitala, napose s ciljem obeshrabrivanja priljeva kratkoročnog kapitala.

Osnovni gospodarski pokazatelji tijekom razdoblja primjene sustava puzajućeg tečaja sa širokom zonom fluktuacije za Izrael i Čile prikazani su u tablicama 4. i 5.

Tablica 4.
**ODABRANI GOSPODARSKI POKAZATELJI,
IZRAEL 1990.-1998.**

	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Realni BDP (% promjena)	6.0	5.5	6.6	3.4	6.8	7.1	4.5	2.7	1.9
Cijene na malo (% promjena, kraj razdoblja)	17.6	18.0	9.4	11.2	14.5	8.1	11.3	7.0	8.6
Središnja država (% od BDP-a)	-5.1	-8.6	-4.3	-2.5	-3.1	-5.0	-4.3	0.4	-
Saldo tekućeg računa (mil. USD)	266	-11772	-1080	-2745	-3757	-6205	-6646	-5014	-
Saldo vanjske trgovine (mil. USD)	-2621	-4981	-4929	-5810	-5574	-7597	-7646	-5848	-
Izvoz roba (mil. USD)	12686	12113	13460	14722	17179	19237	20758	21894	-
stopa promjene	9.7	-4.53	11.1	9.4	16.7	12.0	7.9	5.5	-
Uvoz roba (mil. USD)	15307	17094	18389	20533	22753	26834	28404	27742	-
stopa promjene	17.3	11.7	7.6	11.7	10.8	18.0	5.9	-2.3	-

Izvor: IMF International Financial Statistics i WEO, odgovarajuća godišta.

¹⁵ U Čileu se tečaj drži u granicama puzajuće zone fluktuiranja, te se središnji tečaj prilagođava u skladu s razlikom između domaće i inozemne inflacije. Ciljevi vezani uz domaću inflaciju postižu se instrumentima monetarne politike u uvjetima postojanja budžetskog suficita i neovisne središnje banke.

Tablica 5.
**ODABRANI GOSPODARSKI POKAZATELJI,
 ČILE 1990.-1998.**

	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
Realni BDP (% promjena)	2.1	6.0	10.4	6.0	4.9	10.6	7.4	7.1
Cijene na malo (% promjena, kraj razdoblja)	26.0	21.8	15.4	12.7	11.4	8.0	7.4	6.1
Središnja država (% od BDP-a)	0.8	1.5	2.2	1.9	1.7	2.6	2.3	1.9
Saldo tekućeg računa (mil. USD)	-485	-99	-958	-2554	-1585	-1398	-3744	-4057
Saldo vanjske trgovine (mil. USD)	1284	1485	722	-990	732	1369	-1095	-1295
Izvoz roba (mil. USD)	8373	8942	10007	9199	11604	16024	15405	16923
stopa promjene	2.8	6.8	11.9	-8.1	26.1	38.1	-3.9	9.9
Uvoz roba (mil. USD)	7089	7456	9285	10189	10872	14655	16500	18218
stopa promjene	8.2	5.2	24.5	9.7	6.7	34.8	12.6	10.4

Izvor: IMF International Financial Statistics i WEO, odgovarajuća godišta.

4.3. Sustav određivanja ciljne inflacije

Sustav ciljne inflacije smatra se transparentnim i vjerodostojnim načinom izražavanja obveza koje nosioci gospodarske politike nastoje ispuniti, te način discipliniranja monetarne politike. Posljednjih godina svjedoci smo da se zemlje u sve većoj mjeri odlučuju za izbor sustava ciljne inflacije kao režima monetarne politike. Ta kretanja odraz su teorijskih i empirijskih promišljanja i rezultata u monetarnoj ekonomici novijeg datuma, a u kojoj se stavlja naglasak na stabilnost cijena kao primarni cilj monetarne politike, na vjerodostojnost preuzetih obveza i na značaj neovisnosti centralnih banaka, kao neophodan preduvjet ostvarenja cilja niske inflacije. Osim toga taj je izbor posljedica nezadovoljavajućih iskustava vezanih uz funkcioniranje sustava određivanja ciljnih vrijednosti za monetarne agregate (npr. Kanada, Novi Zeland), odnosno vezanih uz nominalni tečaj (Švedska, Velika Britanija), napose u uvjetima značajne mobilnosti kapitala.

Svensson (1997) prikazuje analitičke temelje sustava određivanja ciljne inflacije. On razvija model iz kojeg proizlazi da je inflacija u razdoblju $t+2$ rastuća funkcija inflacije u tekućem razdoblju, stvarnog u odnosu na potencijalni output u tekućem razdoblju, egzogene varijable, koja daje poticaj agregatnoj potražnji (npr. fiskalna politika) u tekućem razdoblju, te opadajuća funkcija nominalne kamatne stope u tekućem razdoblju. Centralna banka djeluje tako da u tekućem razdoblju odredi kamatnu stopu¹⁶ na razini pri kojoj će se izjednačiti prognozirana inflacija (za razdoblje $t+2$) i određena ciljna stopa inflacije za to razdoblje. Ovaj sustav zahtijeva vođenje monetarne politike koja gleda unaprijed. Da bi se postigli zacrtani ciljevi u budućnosti potrebno je promijeniti tekuće monetarne uvijete, kao odgovor na tekuća kretanja i očekivanja budućih kretanja koja bi mogla dovesti do odstupanja od ciljne inflacije. Vodi li se politika na taj način prognozirana inflacija bit će jednaka ciljnoj, a do odstupanja može doći uslijed slučajnih šokova.

U ovom sustavu monetarne vlasti, u pravilu, najavljuju ciljnu razinu i interval tolerancije za određeni indeks cijena, vremensko razdoblje na koje se ciljna vrijednost odnosi, te u nekim slučajevima i situacije u kojima može doći do prilagodbi prethodno objavljenih ciljnih vrijednosti. U pravilu najavljenu ciljnu inflaciju ne prati i najava određenih međuciljeva (određivanje ciljnih vrijednosti za monetarne agregate ili nominalni tečaj) zbog mogućnosti nastanka konflikata među ciljevima. U slučaju kada se to ipak čini, nužno je naglasiti prioritete između različitih ciljnih veličina.

Ova mogućnosti vezana uz odabir nominalnog sidra, odabrana je za vođenje monetarne politike tijekom devedesetih u nekoliko industrijskih zemalja - u Kanadi, Novom Zelandu, Australiji, Finskoj, Švedskoj i Velikoj Britaniji. U ovom sustavu monetarna politika usmjerena je na

¹⁶ Kamatna stopa ovisi o tekućoj stopi inflacije, tekućem odstupanju proizvodnje i o egzogenoj varijabli ne zato što se određuje ciljna inflacija za tekuće razdoblje, već što te varijable utječu na buduću inflaciju u razdoblju $t+2$.

ostvarenje krajnjeg, a ne posrednog cilja. Da bi se ovaj sustav pokazao vjerodostojnom i učinkovitim potrebno je da središnja banka bude dovoljno neovisna i ugledna, kako bi mogla biti učinkovita protuteža ministarstvu financija. Budući da na centralnoj banci leži operativna odgovornost za dostizanje ciljne razine inflacije, ona mora biti u mogućnosti da podigne kamatne stope kada se to ukaže nužnim. U određenim slučajevima već i samo postojanje te mogućnosti (i učinak na tečaj) može imati za posljedicu vođenje čvršće, restriktivnije fiskalne politike. Osim toga za učinkovitu primjenu ovog sustava mora postojati kvantificirani sustav veza između instrumenata ekonomske politike i inflacije. Budući da inflaciju nije moguće kontrolirati u kratkom roku, da bi se ostvarila ciljna inflacija potrebno je prognozirati učinke instrumenata monetarne politike u razdoblju od jedne do dvije godine. Stoga je nužno imati sustav prognoziranja na koji se nosioci gospodarske politike mogu osloniti i koji je opće prihvaćen, ako se želi postići inflacija bliska ciljnoj vrijednosti, povećati vjerodostojnost središnje banke i makroekonomske politike u širem smislu, te kako bi se mogao opravdati porast kamatnih stopa koji je nužan kako bi se oslabili pritisci na porast cijena koji nisu vidljivi iz trenutačnih podataka o kretanju inflacije. Osim toga industrijske zemlje koje uspješno primjenjuju ovaj sustav, ne postavljaju druge ciljeve pred monetarne vlasti (kao npr. u Izraelu gdje se monetarne vlasti obvezuju braniti granice široke zone dopuštenog fluktuiranja tečaja) između kojih povremeno može doći do konflikta.

Nadalje je potrebno da postoji i konsenzus vezan uz nisku inflaciju. U nekim zemljama strukturne prilagodbe u gospodarstvu još uvijek imaju prioritet pred smanjenjem inflacije (Mađarska, Poljska). Strukturne prilagodbe osim toga utječu na stabilnost i predvidivost veza na temelju kojih se prognozira inflacija, tako da ukupno gledajući još nisu u potpunosti ispunjeni uvjeti za učinkovito funkcioniranje ovog sustava. U Izraelu i Čileu određivanje ciljne inflacije isprva je imalo više tehnički značaj vezan uz određivanje stope deprecijacije ("puzanja") središnjeg pariteta i postepeno im se pridaje veće značenje. U slučaju Izraela tečajni se režim od početka stabilizacije do danas postepeno transformirao, da

bi se danas sve veći naglasak stavljao na sustav određivanja ciljne inflacije. Od 1992. do 1997. ciljna inflacija u prosjeku je ostvarena i iznosila je 9.7%. Leiderman i Bufman (1998) zaključuju kako se značajni pad inflacije u razdoblju 1991-92, te 1997-98. ne može pripisati samo određenoj odluci nosilaca monetarne politike, već je do njega došlo zajedničkim djelovanjem različitih faktora - smanjenja inflacije u inozemstvu, stroge fiskalne i monetarne politike i veće fleksibilnosti na tržištu radne snage¹⁷.

Begg (1996), Masson et al. (1997) i Masson (1998) ocjenjuju da tijekom tranzicije gornji uvjeti često nisu ispunjeni. Vlada, osim toga, u mnogim slučajevima jednostavno nema dovoljno manevarskog prostora (i iz političkih razloga) za dalju restrikciju na fiskalnom planu. Tijekom tranzicije može se pokazati da je ponekad optimalno, zbog nastanaka određenih šokova koje se nije moglo izbjeći, dopustiti određeni porast inflacije. Stoga ovaj sustav ne bi trebalo početi primjenjivati prerano, mada se težnja za usvajanje sustava ciljne inflacije može postaviti kao dugoročni cilj.

5. PROBLEMI IZBORA OPTIMALNE MJERE FLEKSIBILNOSTI TEČAJA U HRVATSKOJ

Tečajni režim trenutačno usvojen u Hrvatskoj formalno je upravljano fluktuirajući. U stvarnosti se, međutim, pokazao kao sustav ciljnog (fiksno) tečaja kune u odnosu na njemačku marku, s dopuštenom (neobjavljenom) zonom fluktuacije od približno +/-6 %. Sustav ciljnog tečaja, međutim, ograničava autonomiju središnje banke i ostavlja manje manevarskog prostora za vođenje domaće stabilizacijske politike. Preporuka ekonomske teorije vezane uz izbor tečaja u tranzicijskim

¹⁷ U to je doba zabilježen u Izraelu velik broj doseljenika iz bivšeg SSSR-a.

zemljama u dužem roku¹⁸, najvjerojatnije bi bila uvođenje fleksibilnijeg sustava tečaja usvajanjem monetarnog sustava ciljanja inflacije. Pretpostavljene prednosti takvog sustava jesu mogućnost uspješnijeg upravljanja gospodarskim ciklusom, veća autonomija monetarne politike i mogućnost bolje kontrole realnog tečaja, što je napose poželjno u sadašnje doba izrazito velike mobilnosti kapitala, strukturnih promjena u tranzicijskim privredama koje mogu utjecati na promjenu realnog ravnotežnog tečaja, te strukturnih nedostataka koji ograničavaju fleksibilnost gospodarstva koja je neophodna da bi se fiksni tečaj održao u dugom roku. Međutim, pomnijom analizom prednosti i mana sustava fleksibilnih tečajeva u slučaju zemalja s tržištima u nastajanju u kojima je prisutna djelomična dolarizacija (velik dio financijske imovine i obaveza denominiran u stranoj valuti) gospodarstva, gubi se prvotni "sjaj" ovih sustava. Izbor monetarnog i tečajnog sustava u Hrvatskoj također je uveliko ograničen imajući u vidu i kod nas prisutnu značajnu dolarizaciju obveza i financijske imovine, koja ograničava poželjnost fleksibilnosti tečaja.

Naime, zbog dugogodišnjeg iskustva visoke inflacije i hiperinflacije, unatoč sada već višegodišnjoj stabilnosti kune, u javnosti postoji još znatna mjera nepovjerenja u domaću valutu (i vjerodostojnost domaće monetarne i gospodarske politike), koja se očituje u najvišem stupnju valutne supstitucije među zemljama srednje Europe (Šonje, 1999) i usredotočenosti javnosti pri donošenju gospodarskih odluka na tečaj odnosno njegove promjene, što, slično zemljama Latinske Amerike, prednosti sustava fleksibilnih tečajeva čini manje izraženim. U takvom okruženju već kod blagog slabljenja kune dolazi do značajnog pada potražnje za novcem, agregatne potražnje i outputa, te čini prelazak na fleksibilniji sustav tečaja (poduprt mogućim postepenim uvođenjem elemenata sustava određivanja ciljne inflacije) izuzetno rizičnim.

¹⁸ Preporuke se odnose na zemlje koje su, kao i Hrvatska, riješile problem visoke inflacije.

Teoretska literatura ukazuje na to da uslijed valutne supstitucije postoji tendencija povećane varijabilnosti fleksibilnog tečaja (Balino et al. 1999). Prvo, može dolaziti do čestih i neočekivanih promjena u obujmu korištenju domaće u odnosu na stranu valutu, uzroci kojih su često teško dokučivi. Drugo, potražnja za domaćom komponentom novčane mase bit će osjetljivija na promjene očekivanog oportunitetnog troška. Osim uobičajenog učinka kamatnih stopa na ukupnu potražnju za novcem, na potražnju za domaćom komponentom novca utječe i promjena njegovog oportunitetnog troška u odnosu na strani novac. Iskustvo Hrvatske potvrđuje, kao što je to slučaj i u drugim zemljama sa značajnom valutnom supstitucijom, da je potražnja za novcem u velikoj mjeri osjetljiva na promjene tečaja što smanjuje poželjnost fleksibilnosti tečaja. Povećana mjera fleksibilnosti tečaja može, naime, izazvati skupi izlazak iz domaće valute, umjesto da proširi manevarski prostor za vođenje domaće anticiklične politike.

Tako se, imajući u vidu navedene probleme s fleksibilnim sustavima tečaja, nedovoljnu kredibilnost "mekog" fiksiranja valute, kao i vjerojatno približavanje Europskoj uniji, sustav novčane uprave nameće kao moguće rješenje. No, da bi sustav novčane uprave bio održiv u dugom roku nužno je izvršiti konsolidaciju državnog proračuna, voditi zdravu i fleksibilnu fiskalnu politiku, restrukturirati bankarski sustav i poboljšati mjere prudencijalne regulacije i supervizije banaka, te pronaći alternativne načine osiguranja dodatne likvidnosti bankarskom sektoru u slučaju nužde. Imajući u vidu važnost ovih faktora, kao i značajne nepovoljne učinke na vjerodostojnost nosilaca gospodarske politike ne uspije li se sustav novčane uprave održati, valja upozoriti na opasnosti preuranjenog vezivanja za euro i nužnost poduzimanja akcija kako bi se prethodno ispunili uvjeti koji osiguravaju održivost ovog sustava u dugom roku.

Osim mogućnosti prihvaćanja sustava novčane uprave kao prikladnog sustava za zemlje koje karakterizira djelomična dolarizacija gospodarstva, sve se češće ističu i potencijalne koristi pune dolarizacije (ukidanje

domaće i uvođenje strane valute). Naime, zemlje s velikim udjelom dolariziranih obveza¹⁹ izrazito su osjetljive na devaluaciju. Devaluacijom simultano raste dolarska vrijednost dugova, a time i mogućnost da pozajmice neće moći biti vraćene, napose u onim sektorima koji imaju prihode većim dijelom u domaćoj valuti. Svjesne tog rizika banke tim sektorima odobravaju kredite uz višu kamatu. Financijska povezanost domaćih proizvođača rezultira značajnom premijom na rizik u svim sektorima gospodarstva. Stoga, mogućnost značajne devaluacije u dolariziranim gospodarstvima rezultira u visokim kamatnim stopama, a nastupi li devaluacija, većina sektora biva pogođenima. Puna dolarizacija, ako je vjerodostojna, eliminira rizik devaluacije i rezultira u nižim kamatnim stopama, koje su istovremeno manje osjetljive na krize u drugim zemljama, tako da se smanjuje mogućnost nastanka financijske "zaraze" (Calvo, 1999).

Već iz prethodnog razmatranja očigledno je da na značajna pitanja o izboru budućeg tečajnog sustava u Hrvatskoj, sada na kraju rada, nećemo ponuditi jednoznačni odgovor, već ostavljamo otvorene navedene opcije, čije prednosti i mane treba pomno odvagnuti. Na tom je polju potrebno kontinuirano praćenje preporuka ekonomske teorije i iskustava drugih zemalja, te njihovo vrednovanje s obzirom na specifična obilježja gospodarskog okruženja u Hrvatskoj. Tek kao rezultat takvog ozbiljnog promišljanja moguće je donositi odluke o eventualnoj promjeni tečajnog režima u Hrvatskoj.

¹⁹ Studija MMF-a (Eichengreen et al. 1999.) pokazuje su brojne zemlje u kojima depoziti denominirani u dolarima prelaze 30% ukupnih likvidnih sredstava. I Hrvatska spada u tu grupu visoko dolariziranih zemalja, pri čemu je 1995. zabilježen udio depozita denominiranih u stranoj valuti u iznosu od 57.4 % ukupnih likvidnih sredstava. Budući da banke nastoje posuđivati u istoj valuti u kojoj imaju denominirane depozite, iz toga proizlazi da je i velik dio kredita denominiran u stranoj valuti.

LITERATURA

Aghevli, B.B. et al. (1991), **Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues**, IMF Occasional Paper 78, IMF, Washington D.C.

Backe, P. i N. Pautola (1998), "Currency Boards in Central and Eastern Europe - Experience and Future Perspectives", **Focus on Transition**, 1, str. 72-113.

Balino, T.J.T. et al. (1997), **Currency Boards Arrangements: Issues and Experiences**, IMF Occasional Paper 151, IMF, Washington D.C.

Balino, T.J.T. et al. (1999), **Monetary Policy in Dollarized Economies**, IMF Occasional Paper 171, IMF, Washington D.C.

Begg, D.K.H. (1996), **Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition**, IMF Working Paper 96/198, IMF, Washington D.C.

Benett, A.G.G. (1994), **Currency Boards: Issues and Experiences**, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 94/18, IMF, Washington D.C.

Bufman, G. i L. Leiderman (1998), **Monetary Policy Strategies for Disinflation: Lessons from Recent Experience in Transition Economies and Israel**, rad predstavljen na 4. Dubrovačkoj konferenciji, lipanj 24-26.

Calvo, G.A. (1999), **On Dollarization**, www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm

Calvo, G.A. et al. (1994), **Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence**, IMF Working Paper 94/22, Washington D.C.

Calvo, G.A. et al. (1997), **Currency Boards and External Shocks: How Much Pain, How Much Gain?**, World Bank Latin American and Caribbean Studies.

Calvo, G.A. i C.M. Reinhart (1999), **When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options**, rad predstavljen na konferenciji MMF-a na temu "Ključna pitanja vezana uz reformu međunarodnog monetarnog i financijskog sustava", svibanj 28-29.

Deihl, M. i R. Schweickert (1997), **Wechselkurspolitik im Aufholprozess**, J.C.B. Mohr, Tuebingen.

Dodsworth, J. i D. Mihaljek (1997), **Hong Kong, China: Growth, Structural Change, and Economic Stability During the Transition**, Occasional Paper 152, IMF, Washington, D.C.

EBRD (1998), **Transition Report 1998**.

Eichengreen, B. et al. (1998), **Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility**, IMF Occasional Paper 168, IMF, Washington D.C.

Ghosh, A.R. et al. (1995), **Does the Nominal Exchange Rate Regime Meter?**, IMF Working Paper 95/121, Washington D.C.

Ghosh, A.R. et al. (1998), **Currency Boards: The Ultimate Fix?**, IMF Working Paper 98/8, Washington D.C.

Grafe, C. i C. Wyplosz (1997), **The Real Exchange Rate in Transition Economies**, rad predstavljen na 4. Dubrovačkoj konferenciji, lipanj 25-28.

Halpern, L. i C. Wyplosz (1997), "Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies", IMF Staff Papers 44(4), str. 430-459.

Hausmann, R. et al. (1999), **Financial Turmoil and the Choice of the Exchange Rate Regime**, Interamerican Development Bank: Working Paper.

Helpman, E., Leiderman L. i G. Bufman (1994), "A New Breed of Exchange Rates: Chile, Israel and Mexico", **Economic Policy: A European Forum**, 19 (October), str. 259-306.

IMF, **Balance of Payments Statistics i International Financial Statistics**, odgovarajuća godišta.

Krugman, P. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, August, str. 311-325.

Liviatan, N. ed. (1992), **Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards**, World Bank Discussion Papers 207, The World Bank, Washington, D.C.

Masson P.R. et al. (1997), **The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries**, IMF Working Paper 97/130 Washington D.C.

Masson, P.R. (1998), **Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe After the Launch of EMU**, rad predstavljen na 4. Dubrovačkoj konferenciji, lipanj 24-26.

Mishkin, F. (1999), **International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**, NBER Working Paper 6965.

Osband, K. i D. Villanueva (1993), "Independent Currency Authorities: An Analytic Primer", **IMF Staff Papers**, 40(1), March, str. 202-16.

Sachs, J.D. (1996), "Economic Transition and the Exchange-Rate Regime", **American Economic Review**, 82(2), str. 147-152.

Santiprabhob, V. (1997), **Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience**, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 97/11, Washington, D.C.

Šonje, V. (1999), **Monetary Policy in Transition Economies: Case of Croatia**, rad prezentiran na CEI seminaru na temu "Makroekonomska politika u tranzicijskim zemljama" održanom u lipnju u Zagrebu.

Williamson, J. (1995), **What Role for Currency Boards?**, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Williamson, J. (1996), **The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel**, Institute for International Economics, Washington, D.C.