

II. AKTUALNE TEME

1. ESEJ O MONETARNIM EKSPERIMENTIMA, ILI: KAKO IZABRATI MONETARNI REŽIM U KASNOJ FAZI TRANZICIJE¹

UVOD

Pitanje izbora monetarnoga režima odnosno tečajne politike oduvijek je zaokupljalo našu stručnu i širu javnost, a dvojba o superiornosti fiksnog ili fleksibilnog tečaja već desetljećima zaokuplja ekonomiste širom svijeta. Konačni odgovori i recepti ne postoje, no veoma su žive analize i sučeljavanja oko pitanja optimalnosti pojedinih politika tečaja za pojedine zemlje. U ovom se eseju - bez pretenzije davanja konačnoga odgovora, razmatraju novije promjene monetarnih režima do kojih dolazi u naprednim tranzicijskim zemljama. Pitanje izbora monetarnoga režima s kojim će Hrvatska ući u sljedeće stoljeće nastoji se smjestiti u taj kontekst.

U prvom dijelu rada definiše se problem. U drugom se dijelu razmatraju pouke o vezi između inflacije, nezavisnosti središnjih banaka i

¹ Autor, Velimir Šonje, je izvršni direktor Sektora za istraživanja i statistiku Hrvatske narodne banke. Svi stavovi u ovome radu autorovi su i ni na koji način se ne mogu povezati sa službenim stavovima HNB. Odgovornost za moguće pogreške isključivo je autorova. Rad je nastao proširenjem referata pod nazivom "Monetary Policy in Transition Economies: Case of Croatia (Spirit of Monetary Experiments or: How to Choose a Monetary Regime in the Late Stage of Transition)", kojeg je autor održao na seminaru Srednjeeuropske inicijative pod nazivom "Macroeconomic Policy in Transitional Economies", kojega je u Zagrebu organiziralo Ministarstvo vanjskih poslova RH u lipnju 1999.

gospodarskoga rasta, koje treba imati na umu pri izboru monetarnoga režima. U trećem dijelu rada govori se o ulozi banaka. One igraju ključnu ulogu u mehanizmu prijenosa monetarne politike i njihovo ponašanje i razvojno stanje treba uzeti u obzir pri izboru. U četvrtom dijelu rada izbor režima smješta se u kontekst snažnih i varijabilnih tokova međunarodnoga kapitala. U petom se dijelu daje pregled promjena monetarnih režima do kojih je u protekle dvije godine došlo u naprednim tranzicijskim zemljama. Pouke iz međunarodnih usporedbi koriste se u šestom dijelu, u kojem se raspravlja o suprotstavljenim idejama o fiksnom i varijabilnom tečaju u slučaju Hrvatske. U sedmom, zaključnom dijelu, ističe se da je prerano za donošenje zaključaka jer nedostaju neka važna analitička saznanja bez kojih nije moguće racionalno odlučivati o tome koji je monetarni režim poželjan.

1. DEFINIRANJE PROBLEMA

Sve napredne tranzicijske ekonomije² prošle su kroz fazu stabilizacije i potkraj 90-tih se nalaze pred važnim pitanjem izbora monetarnog režima za budućnost. Dosada je neka vrsta ciljanja, odnosno određivanja tečaja predstavljala prirodni izbor. Ciljanje tečaja domaće valute najbolje je služilo ciljevima stabilizacije u ranoj fazi tranzicije. Kasnije, kad je započeo jak priljev kapitala (sredinom 90-tih), isti je monetarni režim dobro poslužio za sprječavanje pretjeranog jačanja valuta (aprecijacije). Sada, u kasnoj fazi tranzicije, čini se da je skup mogućih monetarnih režima veći nego u ranoj fazi tranzicije. Za razliku od prve polovice devedesetih, sada se ne vide velike sličnosti u izboru monetarnih režima u pojedinim zemljama. Dok se intervali fluktuacije tečaja smanjuju u Poljskoj i Mađarskoj, Slovačka je uvela fluktuirajući tečaj, a Češka je

² Naprednim tranzicijskim ekonomijama ovdje se smatraju Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Slovenija i Hrvatska. Premda imaju niži BDP po stanovniku i države Baltika prolaze kroz slične probleme izbora optimalnoga monetarnoga režima, odnosno politike tečaja.

uvela ciljanje inflacije bez eksplicitnoga određivanja tečaja. Stoga izgleda da se monetarni režimi među naprednim tranzicijskim zemljama počinju sve više razlikovati³. K tomu, postupno smanjivanje visokih i umjerenih stopa inflacije tijekom 90-tih godina uklonilo je nužnost korištenja nominalnog tečaja u svrhu koordinacije i konsolidacije nižih inflacijskih očekivanja u naprednim tranzicijskim zemljama.

Povećanje razlika među tranzicijskim zemljama ne javlja se samo na polju praktičnog vođenja monetarne politike. I na teorijskom polju dolazi do novih spoznaja kojima se propituju do jučer naizgled neupitni teorijski rezultati. Među tom vrstom rezultata ističu se dvije, u ranoj fazi tranzicije prevladavajuće osnovne ideje na području monetarne teorije. Prva je ideja govorila da je apsurdno fiksirati tečaj (s ili bez valutnoga odbora), ako se tijekom tranzicije očekuje dugoročna aprecijacija realnoga tečaja. Druga je ideja govorila da je inflacija zlo koje u tranziciji treba suzbiti, a najbolje oruđe za to je neovisna i niskoj inflaciji sklona središnja banka (pregled vidjeti u Vujčić, 1999).

Prva osnovna ideja kaže da fiksiranje tečaja u tranzicijskim uvjetima u kojima realni tečaj mora aprecirati znači (nepotrebno i štetno) veću inflaciju nego u slučaju fluktuirajućeg tečaja. Naravno, fiksni se tečaj mogao (morao) neko vrijeme rabiti kao privremeni instrument za suzbijanje visoke inflacije, tj. kao način koordinacije i konsolidacije nižih inflacijskih očekivanja i prijelaza iz loše u dobru ravnotežu, no teorija je upućivala na to da je u uvjetima koji nemaju obilježja štetno visoke inflacije bolje izabrati fluktuirajući nego fiksni tečaj. Taj argument, iz današnje perspektive, više nije tako uvjerljiv.

³ Najvažnije promjene monetarnih odnosno tečajnih režima u naprednim tranzicijskim zemljama u drugoj polovici 90-tih popisane su u Coats i škreb (1999). Ovdje se pojmovi monetarni i tečajni režim rabe kao pojmovi koji opisuju istu pojavu, jer u malim i otvorenim ekonomijama tečajni režim, odnosno politika tečaja, u najvećem dijelu određuje monetarnu politiku.

Odnos između više inflacije, koja je posljedica rasta relativnih cijena neutrživih dobara⁴, i relativne cijene utrživih dobara (njihove apsolutne cijene izražene u stranoj valuti) nije važan za izbor režima, ako proizvodnost u sektoru proizvodnje utrživih dobara raste dovoljno brzo da nadoknadi rast troškova neutrživih inputa u proizvodnji utrživih dobara (tj. ako rast proizvodnosti nadoknađuje realnu aprecijaciju). Međutim, ostvarenje rasta proizvodnosti događa se u vremenskom razdoblju koje ne mora biti kratko. U krajnjem slučaju, ta promjena može izostati. Stoga, ako se dopusti aprecijacija nominalnog tečaja, domaći neutrživi proizvodi odmah poskupljuju (izraženo u stranoj valuti), ali u isto vrijeme raste relativna cijena utrživih proizvoda (također izraženo u stranoj valuti). U uvjetima nominalne aprecijacije utrživi proizvodi poskupljuju (koliko i neutrživi), tako da ne dolazi do promjene relativnih cijena neutrživih proizvoda na domaćem tržištu. Trenutno dolazi do poskupljenja utrživih proizvoda, osim ako teorem pariteta kupovne moći vrijedi u kratkom roku, tj. osim, ako cijene utrživih dobara reagiraju na nominalni tečaj brzo i u potpunosti. Empirijska istraživanja pokazuju da to nije slučaj (Bajsar, 1996). Uvijek mora proći određeno vremensko razdoblje prije nego što cijene (međunarodno razmjenjivih - utrživih dobara) reagiraju na promjenu nominalnoga tečaja (ako uopće reagiraju).

Tranzicijski se problem zapravo svodi na problem odnosa između brzine rasta proizvodnosti u sektoru utrživih dobara i brzine prilagodbe nominalnih varijabli (tečaja i cijena). Stoga se postavlja pitanje je li dugi rok (u kojem po pretpostavci i prema nekim empirijskim rezultatima vrijedi paritet kupovne moći korigiran za učinak promjene proizvodnosti) dovoljno dug da ga doživimo (primijetite parafrazu poznate Keynesove izreke). Drugim riječima: neće li se dvije prilagodbe (prilagodba proizvodnosti i prilagodba nominalnih cijena) odvijati presporo i na taj

⁴ Pod neutrživim dobrima ovdje se razumiju dobra koja nisu izravni predmeti međunarodne razmjene (engl. nontradables).

način uzrokovati gubitak konkurentnosti nacionalnoga gospodarstva, platno-bilančne probleme, a potom možda i valutnu krizu? Hoće li problemu pridonijeti ili njegovom rješavanju pomoći drugi važni i povezani čimbenici, kao što su: (a) vođenje politike međunarodnog integriranja i hvatanja tehnološkog koraka s najrazvijenijima (otvaranje izravnim stranim ulaganjima), (b) sklonost prezaduživanju u uvjetima prerane financijske liberalizacije i izostanka strukturnih reformi?⁵

S druge strane, ako u kratkom roku postoji problem nominalne prilagodbe cijena, to još uvijek ne znači da je fiksni tečaj bolji od fluktuirajućeg. Naprotiv, nakon azijske i ruske krize sve se veća pažnja posvećuje razdobljima pojave snažnih deprecijacijskih pritisaka tijekom kojih fleksibilnost tečaja omogućava prijenos (dijela) tereta prilagodbe na relativne cijene, tako da se čuvaju (oskudne) međunarodne pričuve i povećava vjerojatnost ponovne stabilizacije kada se drugi, fundamentalni ekonomski odnosi (na primjer, fiskalna politika), promijene. U takvom se scenariju inercija nominalne prilagodbe pokazuje kao prednost, jer omogućava kratkoročnu realnu deprecijaciju (ako inercija nije asimetrična, tj. ako jednako djeluje u smjeru rasta i pada cijena, što je ipak previše hrabro za pretpostaviti). Problem je, međutim, u tome što oslanjanje na fluktuirajući tečaj označava nesposobnost i nespremnost tvorca gospodarske politike da se usredotoče na rješavanje bitnih, najčešće fiskalnih i strukturnih problema. Oslanjanje na fluktuirajući tečaj znači odustajanje od disciplinirajućeg učinka fiksnoga tečaja, "smekšavanje" pregovora o nadnicama koji mogu završiti višim ravnotežnim stopama rasta nadnica, te unošenje neizvjesnosti u financijske ugovore. Ipak, fluktuirajući tečaj prisiljava međunarodne investitore da pri svojim investicijskim odlukama uzmu u obzir rizik lokalne valute, što ih prisiljava na učenje o ekonomiji države u koju ulažu svoj novac i umanjuje vjerojatnost valutne krize koja

⁵ Corsetti, Pesenti i Roubini (1999) razvili su jedan takav teorijski model pomoću kojega misle objasniti mehanizam azijske krize.

se, u pravilu, javlja u zemljama koje su dugo imale fiksni tečaj što je na umjetan način privlačio međunarodne investitore uklanjajući rizik iz njihovih kalkulacija.

Propitivanje druge osnovne ideje o neovisnoj središnjoj banci koja teži maksimizirati antiinflacijsku reputaciju i minimizirati inflaciju novijega je datuma (Guzzo i Velasco, 1999; Cukierman i Lippi, 1999). U Barro-Gordonovom (1983; Kydland i Prescott, 1977) modelu definiran je reputacijski problem koji, zbog mogućnosti prijevare javnosti⁶, nije moguće riješiti drukčije osim na "nedemokratski" način - imenovanjem središnjega bankara koji više preferira nisku inflaciju nego javnost (Rogoff, 1985). Upitno je, međutim, kako i tko bi u demokraciji mogao imenovati takvoga središnjeg bankara. Također je upitno postoji li uopće dvojba koju nameće ovaj teorijski pravac unutar monetarne ekonomike. Naime, da bi problem uopće postojao, potrebno je da društvo jasno percipira kako monetarna ekspanzija donosi trošak u vidu veće inflacije i korist u vidu veće zaposlenosti. Upitno je da li i kako društva percipiraju taj odnos. U mnogim se zemljama, posebno zemljama u razvoju, jasno percipira samo trošak inflacije, ali ne i korist od nje. Razlog leži u tome što tvorcima gospodarske politike u mnogim zemljama u razvoju nisu uspjeli dokazati mogućnost izvođenja umjerenog povećanja inflacije, kao niti pozitivan utjecaj te promjene na proizvodnju i zaposlenost.

Međutim, ako "trade-off" između koristi i troškova inflacije ipak postoji, onda novija literatura upućuje na to da bi "populistički" središnji bankar mogao biti najbolje rješenje u smislu maksimizacije društvenoga

⁶ Mogućnost prijevare znači da središnjoj banci ne treba vjerovati. To se naziva problem vremenske nekonzistentnosti optimalne monetarne politike. Javnost neće vjerovati središnjoj banci koja se obveže na nisku inflaciju, jer zna da ista središnja banka uvijek može iznenaditi drukčijom politikom, tj. prekršiti dato obećanje radi izazivanja inflacije koja je veća od očekivane (jer samo takva inflacija, prema modelu kratkoročne Phillipsove krivulje, može pozitivno utjecati na rast proizvodnje i zaposlenosti).

blagostanja. Cukierman i Lippi (1999) to objašnjavaju ulogom institucionalne organizacije tržišta rada (koja nije uzimana u obzir pri razvoju ove skupine monetarnih modela tijekom 80-tih godina - vidjeti fusnotu 8). Kao prvo, konzervativnija središnja banka koja uvjerljivo jamči nisku inflaciju "skida" sa sindikata društvenu odgovornost za inflaciju. Sindikati stoga slobodnije traže veći porast (realnih) nadnica, no što bi bio slučaj kada bi u svoje zahtjeve za nadnicama morali uključivati i razmatranje njihovoga utjecaja na opću razinu cijena⁷. Drugi važan kanal utjecaja djeluje putem konkurencije među sindikatima, koja se odvija putem relativne nadnice (u tom modelu sindikat koji izбори nižu realnu nadnicu gubi članstvo). Kad je središnja banka konzervativna, svaki uspjeh u borbi za rast nominalnih nadnica konkurentskog sindikata tumači se kao pad vlastite relativne nadnice i to je poticaj za viši vlastiti zahtjev. Kad središnja banka vodi "populističku" politiku, osjetljivost na promjenu trebala bi biti manja, tj. zahtjevi sindikata za nadnicama čine se umjerenijima (u realnom iskazu), pa je poticaj za viši vlastiti zahtjev manji.

U zaključku, poziv na neovisnu i "konzervativnu" središnju banku nije više jak kao početkom i sredinom 90-tih. Pozvani smo na pažljivo preispitivanje institucionalnih preduvjeta, posebno onih na tržištu rada, prije nego što iskažemo vjeru u opću korist od nezavisne i konzervativne središnje banke. Međutim, i dalje ostaje aktualna činjenica da inflacija donosi društvene troškove i da minimiziranje inflacije ostaje glavni cilj u ekonomijama, odnosno uvjetima, u kojima iskustvo ukazuje na

⁷ Primijetite da to vrijedi i za sve druge aktere/institucije koji sudjeluju u ekonomskom životu. Važno je napomenuti i to da rezultat vrijedi kada u ekonomiji postoji manji broj većih sindikata. Također je važno uočiti da model pretpostavlja novčanu iluziju koju nije jednostavno dokazati.

nepostojeću vezu između veće inflacije i veće zaposlenosti⁸. Tom ćemo se središnjem pitanju vratiti kasnije.

U svakom slučaju, globalna je monetarna stvarnost takva da održavanje niske inflacije ostaje jedno od njezinih stožernih elemenata. Mnoge zemlje koje su željele povećati fleksibilnost svojih tečajeva nisu se potpuno odrekle ideje sidra, te su prihvatile režim ciljanja (niske) inflacije. Taj je režim u pravilu praćen i visokim stupnjem neovisnosti središnjih banaka (Gerlach, 1999). Naposljetku, Europska monetarna unija zasniva se na ciljanju niske inflacije. Uvođenje eura bitno je pridonijelo promidžbi i širenju toga monetarnog režima, kao i reafirmaciji ideja o širenju monetarnih unija preko granica političkih unija⁹.

⁸ Ova skupina monetarnih modela počiva na "trade-off-u", tj. nužnosti teškog izbora između dvaju suprotnih učinaka monetarne politike: nepoželjne inflacije i poželjne zaposlenosti. Svim je modelima zajedničko to što sadrže funkciju cilja monetarne vlasti koju ova nastoji minimizirati:

$Z = a\Pi^2 - b(\Pi - \Pi^e)$, gdje je Π stopa inflacije a superskript e označava očekivanu vrijednost tako da izraz u zagradi označava razliku između stvarne i očekivane inflacije koja mora biti pozitivna da bi došlo do pozitivnog utjecaja na output i zaposlenost. Svi modeli pretpostavljaju da je monetarna politika deterministička pojava, tako da se izborom novčanih veličina može "birati" inflacija koja potom donosi određene društvene troškove i koristi. Već na temelju ovako pojednostavljeno prikaza modela može se postaviti pitanje o tome u kojim bi se uvjetima mogla ostvarivati sustavno veća inflacija od očekivane inflacije (što je nužno za pozitivan utjecaj monetarne politike na zaposlenost). Također se može špekulirati o mogućnosti postojanja sustavno niže inflacije od očekivane, što donosi društveni trošak (a koji ne mora značiti da je neto društveni trošak pozitivan, ako je korist od niže inflacije veća od troška). Primijetite da je drugi član kratkoročna Phillipsova krivulja.

⁹ Nije samo slučaj htio da u godini pokretanja eura, argentinska središnja banka započne kampanju s ciljem prihvaćanja američkoga dolara kao službenoga sredstva plaćanja u Argentini. Neke slične ideje spominju se i u svezi trenutno veoma popularnoga političkog projekta Pakta o stabilnosti za Jugoistočnu Europu.

Svaki od mogućih monetarnih odnosno tečajnih režima¹⁰ - fiksni ili fluktuirajući, ima toliko prednosti i mana da je veoma teško obaviti racionalan izbor monetarnoga režima u nadi da će biti optimalan u nekom tehničkom smislu, kao što je Paretova optimalnost i/ili maksimizacija neke funkcije društvenog blagostanja. Moguće je, štoviše, da takav izbor nije izvediv izvan političke domene. Nema znanstvenika niti skupine znanstvenih istomišljenika koji taj izbor mogu obaviti (ili pozivom na čiji bi se autoritet taj izbor mogao obaviti). Ne vjerujem u to, da je izbor monetarnoga režima tek jedan od (egzogenih) poteza kreatora ekonomske politike, već vjerujem u endogenost toga izbora, njegovu uvjetovanost širim ekonomsko-političkim okolnostima. Vjerujem da u onim kritičnim trenucima kad se mijenjaju pojedini zakoni, običaji, vlast ili način vladanja, postoje prigode da se nešto uistinu promijeni. Hoće li se nešto stvarno promijeniti, to zavisi o općem osjećaju za problem i kolektivnim preferencijama prema načinima njegova rješavanja. Tu se ne radi samo o trenutnoj snazi vlade i rasporedu glasova u parlamentu, već prije svega o stavu javnosti i struke prema nekom problemu. To je stav koji se stalno izoštrava i mijenja u vremenu. Ponekad nastupaju vremena kad jednostavno treba eksperimentirati. Ljudi ne traže eksperiment zato što iz prošlih iskustava nisu ništa naučili, nego zato što sumnjaju da su se okolnosti promijenile. Jedino iskustvo koje pomaže u novim okolnostima jest upravo iskustvo o tome kako se stvari mijenjaju. Svako ignoriranje ove činjenice i vjerovanje u ideološke tabue poput onih o "precijenjenoj kuni" vodi u oštro suprotstavljanje bez poziva na činjenice i bez ikakvoga stvarnog značenja. Promašuje se bit stvari koja je sažeta u činjenici da moramo izvući pouke iz prošlosti, a ako one nisu nedvosmislene, onda moramo učiti ispočetka, u novim okolnostima. Naš je problem u tome što, ako već moramo eksperimentirati (moramo li?), još uvijek ne znamo kako to činiti: pokušajem nepovratnog fiksiranja tečaja na tragu budućega pristupa

¹⁰ U malim i otvorenim ekonomijama tečajni režim određuje monetarni režim - vidi fusnotu 3.

euro zoni (vidjeti npr. Babić, A., 1999) ili pokušajem postizanja što veće, ali još uvijek razumne fleksibilnosti tečaja (vidjeti npr. Pufnik, 1999).

Cilj ovoga rada je u nastavku povezati pregled najnovijih događaja na području razvitka monetarnih režima u tranzicijskom okruženju s pregledom pouka koje su važne za izbor monetarnog režima, a koje, po mom mišljenju, vrijede u svim okolnostima. Na kraju će se to povezati s pregledom empirijskih istraživačkih napora, koje bi bilo dobro poduzeti u cilju dolaženja do kvalitetnijeg izbora monetarnog režima.

2. INFLACIJA, NEZAVISNOST SREDIŠNJIH BANAKA I RAST

Podaci u tablicama 1. i 2. pokazuju da se jednostavni prosjek godišnjih stopa inflacije u osam izabranih tranzicijskih zemalja smanjio sa 177% u razdoblju 1991-93. na 55% u razdoblju 1994-98. Prosječni rast ponude novca po jedinici outputa¹¹ smanjio se sa 112% 1991-93. na 63% 1994-98. Podaci također pokazuju da je Hrvatska zabilježila najveću promjenu pri prijelazu iz visokom inflacijom obilježenog razdoblja u razdoblje obilježeno niskom inflacijom. Prosječna godišnja stopa inflacije bila je 779% 1991-93. te 2,7% 1994-98. Prosječna stopa rasta ponude novca po jedinici outputa iznosila je 290% 1991-93. te 33% 1994-98.

Velike se promjene kriju iza ovih brojeva. Razvitak monetarnih instrumenata označio je napuštanje izravnih i priklanjanje neizravnim instrumentima monetarne politike (Anušić, Rohatinski, šonje et. al., 1995; Babić, Jurković i šonje, 1999). Sposobnost HNB u praćenju, predviđanju i upravljanju monetarnim agregatima razmjerno je brzo

¹¹ Jednostavna aritmetička razlika između stope rasta nominalnog M1 i stope rasta realnoga outputa.

rasla, a sve je bilo praćeno širokim uvjerenjem, bolje reći konsenzusom, da je visoka inflacija zlo koje u tranziciji treba uništiti.

U prilog "reformatorima" u tranzicijskim zemljama u zadnje su se vrijeme veliki empirijski naponi usmjerili prema otkriću praga stope inflacije, koja bi mogla biti opasna po rast. Što se više istraživačkih napora usmjeravalo prema tom području, to se prag inflacije štetne po rast spuštao prema dolje. Postoji, međutim, i ideja o tome da bi neka niska inflacija ili deflacija mogla biti opasna po rast, koja potječe još od izvornih radova Keynesa. On je deflaciju tumačio kao posljedicu nedostatne potražnje. No, iskustvo je pokazalo da je i visoka inflacija opasna po rast, jer smanjuje poticaje za investiranje i otežava očitavanje relativnih cijena, zbog čega dolazi do suboptimalne alokacije rijetkih resursa¹². Stoga već sama ekonomska teorija sugerira da se u vezi između inflacije i rasta krije nelinearnost: moguće je da postoje niske i visoke razine inflacije koje su opasne po rast, dok između njih postoji neka vrsta intervala nedeterminiranosti, odnosno intervala nemogućnosti zaključivanja o vezi između inflacije i rasta.

Rane su studije ukazale na to da je već inflacija od 9% i viša povezana s nižim realnim rastom (Kormendi i McGuire, 1985). Studije iz toga vremena koristile su se s razmjerno malim skupom podataka koji su se u pravilu odnosili na razvijene zemlje. Bruno i Easterly (1995) ukazali su na mogućnost da bi prag mogao biti puno viši (40% godišnje), dok je Barro (1997) procijenio visinu praga na 15% godišnje. Međutim, u obzir je trebalo uzeti i mogućnost nelinearnoga utjecaja inflacije na rast (Fischer, 1993). Kad se dopusti nelinearnost u odnosu između inflacije i rasta te kad se u razmatranje uzme dovoljno velik i reprezentativan uzorak zemalja, onda se prag spušta na oko 8% godišnje (Sarel, 1996). S druge strane, 'nova kejnezijanska škola', koja naglašava rigidnost nadnica prema dolje kao opasnost koja bi mogla prevesti nisku inflaciju

¹² Pregled o troškovima inflacije u domaćoj ekonomskoj literaturi vidjeti u Vujčić (1999).

u pad proizvodnje, upućuje na prag od 2% godišnje kao na prag ispod kojega bi se mogla pojaviti šteta po rast i zapošljavanje (Akerlof, Dickens i Perry, 1996).

K tomu, empirijska istraživanja tranzicijskih zemalja pokazala su da je nezavisnost središnjih banaka bila važna za postizanje niske inflacije (Prakash i Sheets, 1997). Ta su istraživanja također pokazala da visoka inflacija šteti rastu (Ghosh, 1997). Nadalje, Ghosh (1997) je pokazao da funkcije potražnje za novcem u tranzicijskim ekonomijama pokazuju veoma visoku elastičnost potražnje u odnosu na inflaciju, što je empirijska činjenica koja je u Hrvatskoj poznata već duže vrijeme (Anušić, Rohatinski, šonje et. al., 1995: str. 106-107; šonje, 1999). To znači da je potrebno jako puno povećati inflaciju da bi se dobilo razmjerno malo povećanje omjera seignioragea prema BDP-u. Naposljetku, postoje empirijski dokazi o utjecaju više inflacije na veće razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa (Begg, 1996). Stoga noviji empirijski rezultati upućuju na to da je negativno gledanje na inflaciju bilo ispravno.

Tablica 1.
**INFLACIJA (CIJENA NA MALO) U IZABRANIM TRANZICIJSKIM
ZEMLJAMA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE**

(u %)

	Prosjek 1991. - 1998.	Standardna devijacija 1991. - 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. - 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. - 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. - 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. - 1998.
Bugarska	236,0	355,0	167,5	148,4	277,2	451,6
Hrvatska	293,8	474,0	779,1	470,4	2,7	3,3
Češka	17,0	16,5	29,5	24,0	9,4	0,9
Mađarska	22,9	6,6	26,8	7,1	20,5	5,6
Pojlska	32,4	18,6	50,0	17,8	21,8	8,6
Rumunjska	132,3	82,4	212,2	43,0	84,3	57,3
Slovačka	17,2	18,6	31,5	26,6	8,6	3,1
Slovenija	51,3	70,9	117,1	84,5	11,8	4,8
PROSJEK	100,4	130,3	176,7	102,7	54,5	66,9

Izvor: IFS i Central European Quarterly (razni brojevi).

Tablica 2.
**PORAST NOVČANE MASE PO JEDINICI OUTPUTA U IZABRANIM
 TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA SREDNJE I ISTOČNE EUROPE**

(u %)

	Prosjek 1991. - 1998.	Standardna devijacija 1991. - 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. - 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. - 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. - 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. - 1998.
Bugarska	172,7	311,7	47,4	319,1	222,8	366,9
Hrvatska	198,5	290,2	611,6	114,3	33,2	42,7
Češka	6,5	21,3	5,8	24,1	6,7	23,2
Mađarska	15,1	11,0	24,4	17,2	11,4	6,9
Poljska	25,5	13,7	32,4	6,9	22,7	15,3
Rumunjska	66,0	26,1	75,3	25,8	62,3	28,2
Slovačka	2,0	14,1	8,5	20,5	-0,6	12,8
Slovenija	42,3	43,9	88,9	71,1	23,7	10,3
PROSJEK	66,1	91,5	111,8	40,8	47,8	63,3

Izvor: IFS i Central European Quarterly (razni brojevi).

S druge strane, ekonomska literatura ne nudi ni izbliza tako uvjerljive empirijske dokaze o tome da li (i kako) inflacija pozitivno utječe na output i zaposlenost. Utoliko se čini da postoje puno čvršća uporišta za razmišljanje o troškovima inflacije nego o koristima od nje.

Naposljetku, cijene i output su ishodi simultane međuzavisnosti agregatne ponude i potražnje koje se mijenjaju pod utjecajem egzogenih udara. Ako se utvrdi da je korelacija cijena i outputa negativna, onda to ukazuje na dominaciju egzogenih udara na ponudu pred egzogenim udarima na potražnju. A upravo to bi se moglo očekivati tijekom takozvane tranzicije.

Naime, tranzicija nije ništa drugo nego projekt brzog povećanja proizvodnosti u nacionalnoj ekonomiji, pri čemu se može očekivati konvergencija domaće razine cijena prema svjetskoj razini cijena. Višu inflaciju, i/ili jači pritisak na (realnu) aprecijaciju i rast proizvodnosti na

tom će putu osjetiti siromašnije zemlje s nižom razinom cijena¹³. Utoliko će za te zemlje tranzicijski napor biti veći/dugotrajniji. Otud također slijedi da je polazište u tranziciji važno za izbor politike tečaja, posebno kad se u vidu ima štetnost inflacije. Tranzicijske zemlje s višom razinom cijena (i BDP-a po stanovniku) mogu očekivati razmjerno nižu inflaciju ako se odluče na fiksiranje razine tečaja. Ako bi se slijedila isključivo ova logika, Hrvatska i Slovenija bili bi prvi kandidati za nepovratno fiksiranje tečaja.

3. BANKE SU VAŽNE

Izgleda da sažimanje iskustva 90-tih godina u nizu zemalja opravdava napore koji su na području smanjenja inflacije poduzeti u proteklih nekoliko godina. U isto vrijeme, tvorcima gospodarske politike u tranzicijskim zemljama naučili su da banke, koje igraju središnju ulogu u mehanizmu prijenosa monetarne politike, mogu proizvesti velike distorzije i zaustaviti razvitak tržišnog gospodarstva ukoliko su motivi koji ih pokreću "perverzni"¹⁴. Frydlova (1999) nedavna kompilacija podataka

¹³ Korelaciju između razine bogatstva i cijena, koju je naslućivao Ricardo (Bajzar, 1996), potvrdile su brojne empirijske studije, među njima, na primjer, Balassa (1964), Kravis i Lipsey (1978), Ahec-šonje i Nestić (1998), Nestić (1999).

¹⁴ Pod perverznom motivima banaka najčešće se razumiju moralni hazard i negativna selekcija. Ove usko povezane pojave dolaze do izražaja u uvjetima kada gubici zbog loših bankovnih plasmana premaše kapital i pričuve banke. Uprave i vlasnici banaka tada više nemaju što izgubiti i spremni su na "kockanje", jer jedino što ih može spasiti jest preuzimanje još većih rizika. Preuzimanje većih rizika povezano je s plasiranjem uz veće kamatne stope. Veće su kamatne stope nužne zbog dva razloga. Prvo, ako se pasivne kamatne stope ne mijenjaju, onda se većom razlikom kamata nastoji ostvariti veća zarada kojom će se formirati pričuve za gubitke. Češći je, međutim, drugi slučaj kad pasivne kamatne stope rastu, pa je rast aktivnih kamatnih stopa nužan da bi se očuvala postojeća kamatna marža. Povećanjem pasivnih kamatnih stopa nastoji se privući depozite kako bi se zadržala likvidnost i produžio život nesolventne banke. Rast kamatnih stopa u svakom slučaju dovodi do negativne selekcije klijenata, tj. banci se obraćaju klijenti kod kojih je sklonost riziku veća, a vjerojatnost vraćanja zajma manja.

o bankovnim krizama pokazala je da bankovne krize u tranzicijskim zemljama tvore zasebnu grupu od 26 slučajeva. To znači da su sve tranzicijske zemlje imale bankovne krize.

Velike razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa odražavaju slabosti bankovnog sustava. Slabe banke mogu pokušavati iskupiti svoje gubitke tako da rezervacije za loše zajmove pokušaju financirati višim kamatama. To je, međutim, politika koja vodi u začarani krug, jer veće kamatne stope koje se zaračunavaju na zajmove dovode do negativne selekcije klijenata i produbljenja krize (vidjeti fusnotu 14). Problem se može riješiti samo vjerodostojnom akcijom usmjerenom izravno na rješavanje problema u lošim bankama.

Tako su tvorci gospodarske politike u tranzicijskim zemljama naučili da jak nadzor banaka i zdrav bankovni sustav predstavljaju nužan uvjet niskih kamatnih marži i učinkovitoga prijenosa mjera monetarne politike. Prijenosni mehanizam monetarne politike posebno je važan u svjetlu monetarnoga modela kojega cijelo vrijeme imamo na umu. U tom modelu "trade-off-a" između troškova i koristi od inflacije pretpostavlja se postojanje savršenoga modela generiranja inflacijskog procesa u kojemu monetarna vlast "bira" ciljnu stopu inflacije. U stvarnosti je, međutim, upitno postoji li ta mogućnost izbora i, ako postoji, je li ona kontinuirana po različitim stopama inflacije (je li jednako lako ili teško birati između godišnjih stopa 2% i 4%, kao i između stopa 2% i 15%)? Pulsiranje cjelokupnoga gospodarskoga okruženja, a posebno banaka, unosi stohastičnost u postupak "izbora" ciljne stope inflacije od strane monetarne vlasti. Na primjer, čak i kad bi monetarna vlast savršeno poznavala prienosni mehanizam između ponude novca i cijena (a niti jedna monetarna vlast ga savršeno ne poznaje), bilo bi moguće da se ciljna ponuda novca (a samim time i ciljna inflacija) ne ostvari zbog nepredviđenog djelovanja banaka. Ako bi ciljna ponuda novca bila veća od stvarne, te ako bi središnja banka zbog toga odlučila smanjiti stopu obvezne rezerve, višak rezervnoga novca trebao bi potaknuti banke na

jaču kreditnu ekspanziju i povećanje monetarnog multiplikatora. Do toga, međutim, ne mora doći, ako banke odluče višak rezervnog novca zadržati zbog povećanih općih rizika poslovanja. S druge strane, ako je ciljna ponuda novca niža od stvarne, povećanje stope obvezne rezerve (uz pozitivan početni višak rezervnoga novca) također ne mora dovesti do pada monetarnog multiplikatora, ako se banke nakon uplate (povećanih) sredstava obvezne rezerve, nastave ponašati kao i prije, samo sada uz nešto manji višak rezervnoga novca i veća sredstva obvezne rezerve.¹⁵ To je jedan primjer zbog kojega centralni bankari moraju uvažavati opće stanje očekivanja u gospodarstvu: sklonost držanju viška rezervi ne zavisi samo o kamatnim stopama, već i o brojnim drugim gospodarskim, socijalnim, psihološkim i političkim čimbenicima na koje središnja banka ne može utjecati.

Nemogućnost savršenog predviđanja utjecaja mjera monetarne politike putem prijenosnoga mehanizma na ponudu novca i inflaciju, te uloga banaka u tom procesu, uvelike kompliciraju prakticiranje monetarnoga režima u stvarnom svijetu. Uistinu se postavlja pitanje mogućnosti i kontinuiranosti "izbora" stope inflacije. U stvarnom ekonomskom svijetu, posebno kada se taj svijet nalazi u tranziciji, nema dovoljno determiniranosti (ili znanja o njoj) da bi se moglo racionalno i na jednak način birati između parova stopa inflacije (2%, 4%, ili 2%, 15%). Na

¹⁵ Ova se mogućnost jasno vidi kada se ispravno definira primarni novac kao zbir gotovoga novca (C), novca na računima obvezne rezerve (OR) i viška rezervnoga novca (VR) koji se definira kao novac na žiro-računima (računima za poravnanje) i u blagajni ($M_0 = C + OR + VR$). Kako je uz pretpostavku da je cjelokupni depozitni novac (D) osnovica za obračun jedinstvene stope obvezne rezerve (rr) obvezna rezerva jednaka $OR = rr * D$, te kako je $M_1 = C + D$, a monetarni je multiplikator M_1/M_0 , onda je jasno da se multiplikator može pisati i kao $(C + D)/(C + rr * D + VR)$. Neka je gotovinsko-depozitni omjer $c = C/D$, te se prethodni složeni izraz za multiplikator podijeli s D, dobije se $(c + 1)/(c + rr + v)$, gdje je $v = VR/D$ sklonost držanju viška rezervnoga novca. Ta sklonost zavisi o tehnikama i sposobnostima upravljanja likvidnošću te o očekivanjima i poslovnim politikama samih bankara, na što monetarna vlast nema izravnoga utjecaja. Ovaj izraz za multiplikator jasno pokazuje da se on ne mora promijeniti ako promjenu stope obvezne rezerve kompenzira promjena sklonosti držanju viška rezervnoga novca.

primjer, kreatori ekonomske politike koji su postigli stopu inflacije od 2% ne mogu pukim unošenjem novih vrijednosti varijabli (niže kamatne stope i/ili niža stopa obvezne rezerve i/ili deprecijacija tečaja) hladnokrvno "ciljati" stopu inflacije od 15% uvjereni da se niti jedan od parametara koji povezuje varijable politike s inflacijskim ishodom neće promijeniti. Drugim riječima, odluka o ciljanju inflacije od, na primjer, 15% (nakon što je inflacija iznosila 2%), bila ona objavljena ili neobjavljena, bit će prepoznata od strane ekonomskih aktera kao značajna promjena u vođenju monetarne politike i ta će svijest o promjeni potaknuti promjenu ponašanja svih aktera¹⁶. Promjena ponašanja prevest će se u promjenu vrijednosti parametara koji povezuju varijable politike sa inflacijskim ishodom. A to, pak, znači da promijenjene vrijednosti varijabli, koje bi uz stare parametre dale inflacijski ishod od 15%, sada mogu dati i neku drugu, puno veću vrijednost inflacije, jer su se promijenili parametri.

Na isti se način mogu reinterpretirati empirijski rezultati koji su opisani u prethodnom odjeljku: ako postoje jasne empirijske indicije (postoje li?) da inflacija ispod 2% i iznad 8% šteti rastu, gdje unutar intervala (2,8) trebamo težiti? Bliže 2% (Hrvatska) ili bliže 8% (Češka)? I je li taj izbor uopće moguć i važan? Drugim riječima, zašto stalno pretpostavljamo da je inflacija egzogena varijabla čijom se izabranom vrijednosti može utjecati na nešto? Zašto ne prihvaćamo da je skup u kojem možemo

¹⁶ Promjena ciljne vrijednosti inflacije ne mora biti objavljena. Ekonomski akteri su sposobni samostalno zaključivati pažljivim promatranjem postupaka monetarne vlasti. Ako središnja banka u isto vrijeme spusti kamatne stope, stopu obvezne rezerve i dopusti slabljenje valute, te ako tako nešto u prošlosti nikada nije činila, akteri će shvatiti da je došlo do velike promjene. Štoviše, moje me iskustvo navodi na zaključak da su ekonomski akteri, a posebno veliki bankari, puno sposobniji u takvim procjenama nego što to kreatori ekonomske politike obično misle. Analitičari u velikim bankama, koji u pravilu savjetuju njihove prilično iskusne uprave, povezuju varijable monetarne politike s fiskalnom politikom, tomu dodaju analizu platno-bilančnih, općih političkih, ponekad i socio-psiholoških ograničenja, te na temelju tako složenih analiza formiraju svoja očekivanja.

birati puno uži: biramo između niske i visoke inflacije. Kad izaberemo nisku inflaciju, onda (mi, središnja banka) ne možemo (u tranzicijskim uvjetima) utjecati na to hoće li ona biti 1,5% ili 4,5%, jer na to utječu brojne druge, fiskalne, strukturne i političke varijable na čije vrijednosti ne možemo utjecati. Utoliko se može reći da je izbor monetarnoga režima i ciljnih vrijednosti monetarnih varijabli unutar danoga režima donekle endogen, određen širim ekonomskim i političkim okolnostima.

4. VARIJABILNOST TOKOVA MEĐUNARODNOG KAPITALA I NOMINALNI TEČAJ

Važno je primijetiti da se pitanje izbora optimalnog monetarnog režima ponovo pojavljuje u međunarodnom financijskom okružju koje je potpuno promijenjeno u odnosu na sredinu 90-tih. Ne samo da su azijska i ruska kriza promijenile način kako međunarodni investitori promatraju takozvana tržišta u nastajanju, nego su i naše stalne slabosti pridonijele promjeni njihovoga stava. Naravno, za ples je potrebno dvoje. Ponašanje "stada" investitora i njihova orijentacija na kratak rok promiču vanjske šokove koji udaraju nezrele tranzicijske ekonomije bez iskustva i institucija za ublažavanje posljedica tih udara. A ti udari mogu imati velik utjecaj na odluku vlasti o izboru monetarnog režima.

Podaci u tablicama 3. i 4. daju više informacija o vanjskim šokovima. Kumulativni neto priljev kapitala u razdoblju 1992-97. iznosio je 29% BDP-a u "ne-tranzicijskim" zemljama u razvoju. Približno isti omjer izračunat je za tranzicijske zemlje u nešto kraćem razdoblju¹⁷. Podatak

¹⁷ Korišten je uzorak 36 zemalja u razvoju za koje su potpuni i pouzdani podaci platno-bilančne statistike bili raspoloživi u International Financial Statistics. O detaljima vidjeti u šonje i Vujčić (1999). Potpunost i pouzdanost podataka jedini su razlozi zbog kojih je kumulativni priljev kapitala za tranzicijske zemlje izračunat za kraće razdoblje (kraće za jednu godinu, 1992., kada u većini zemalja još nisu bile ustrojene potpune i pouzdane statistike).

za Hrvatsku kreće se oko prosjeka za tranzicijske zemlje. Međutim, varijabilnost neto priljeva kapitala bila je puno veća u tranzicijskim zemljama nego u "ne-tranzicijskim" zemljama u razvoju. Hrvatska je iskusila znatno veću varijabilnost u usporedbi s prosjekom za tranzicijske zemlje. Podaci u tablici 4. jasno pokazuju da su četiri zemlje (Bugarska, Hrvatska, Češka i Mađarska) iskusile puno jače vanjske šokove (veća varijabilnost neto priljeva kapitala) nego druge zemlje.

Već je sredinom 90-tih kod Hrvatske, Češke i Mađarske bilo očito da su izložene snažnom neto priljevu kapitala. U tim je zemljama monetarna politika opterećena potrebom za sterilizacijom, kako bi monetarna vlast mogla nadzirati monetarne agregate i inflaciju. Tako je neto domaća aktiva središnjih banaka postala negativna, ili je brzo težila negativnim vrijednostima (Begg, 1996). Snaga i varijabilnost priljeva u tim zemljama značila bi veoma veliku varijabilnost nominalnoga tečaja da u okviru izbora monetarnih režima posebna pažnja (barem donekle) nije posvećena ciljnim vrijednostima nominalnog tečaja.

Tablica 3.

KUMULATIVNI NETO PRILJEV KAPITALA
 (minus saldo tekućeg računa bilance plaćanja minus račun
 međunarodnih pričuva, što je jednako zbroju salda financijskog
 računa bez računa pričuva i stavke neto pogreške i propusti)
 - omjer prema BDP-u u %

	Kum. neto priljev / BDP	Varijabilnost priljeva*
Zemlje u razvoju (bez tranzicijskih zemalja; n = 36) 1992. - 1997.	29.0	3.9
Zemlje u tranziciji (n = 8) 1993 - 1997**	29.9	4.9
Hrvatska	28.4	6.4

* Standardna devijacija godišnjih omjera neto priljeva kapitala prema BDP-u.

** Skraćivanje razdoblja analize za jednu godinu kod tranzicijskih zemalja učinjeno je jer za većinu zemalja nema pouzdanih platno-bilančnih podataka za 1992. Osim toga, priljev je te godine bio razmjerno skroman, pa ispuštanje jedne godine ne utječe bitno na zaključke.

Izvor: International Financial Statistics.

Tablica 4.
**KUMULATIVNI NETO PRILJEV KAPITALA
 U IZABRANE TRANZICIJSKE ZEMLJE**

	Kumulativni neto priljev kapitala / BDP (u %)	Varijabilnost priljeva
Bugarska	16.1	7.1
Hrvatska	28.4	6.4
Češka	45.2	5.9
Mađarska	44.7	7.9
Pojlska	26.0	2.7
Rumunjska	31.7	3.3
Slovačka	36.0	3.1
Slovenija	11.0	2.9

Izvor: International Financial Statistics

Tako su tečajni ciljevi odigrali ključnu ulogu u početnoj stabilizacijskoj fazi, kad su poslužili kao prirodni mehanizmi za uvođenje makroekonomske discipline i koordinaciju inflacijskih očekivanja. Kasnije, kada je priljev kapitala postao jači i varijabilniji, vlasti nisu bile spremne prenijeti cjelokupan teret makroekonomske prilagodbe na relativne cijene (tečaj), nego su (ponovo) radije ciljale tečaj i koristile druga sredstva monetarnoga upravljanja (sterilizacija) kako bi apsorbirale vanjske šokove, odnosno njihov utjecaj na nominalni tečaj.

5. DUH MONETARNOG EKSPERIMENTA

Tako je bilo sve donedavno, kad se dizajn monetarnoga režima počeo sve više razlikovati među naprednim tranzicijskim zemljama. U zadnje smo vrijeme, po prvi put od početka tranzicije, bili svjedoci velikih promjena režima. U Slovačkoj je središnja banka koristila razne modele vezanja tečaja (mijenjajući pritom intervale mogućih fluktuacija i košarice valuta uz koje je valuta vezana) do listopada 1998. Tada je uveden fluktuirajući tečaj. Isto se dogodilo u Češkoj, samo što je tečaj prepušten tržištu u svibnju 1997., u kontekstu prijelaza na novi režim ciljanja inflacije, što se dogodilo u trenutku kad se valuta našla pred

ozbiljnim pritiskom deprecijacije. Mađarska središnja banka koristi vezani tečaj čiji središnji paritet deprecira prema programiranoj stopi, no u primjeni toga režima mijenjala se i košarica valuta uz koje je domaća valuta vezana, kao i stopa po kojoj je središnji paritet deprecirao. Štoviše, stopa programirane deprecijacije je usporavana. Slično tomu, središnja je banka u Poljskoj, nakon ranih eksperimenata s fiksnim tečajem (1990-91.), prešla na puzajući vezani tečaj s unaprijed objavljenom stopom deprecijacije središnjega pariteta i intervalom mogućih fluktuacija oko njega. Banka Slovenije (BS), koja tvrdi da slijedi politiku ciljanja najšireg monetarnog agregata, predstavlja jedinu iznimku među naprednim tranzicijskim zemljama. Međutim, kada se pogleda vremenska serija tečaja slovenskoga tolara prema njemačkoj marki, ex-post se može uočiti visok stupanj predvidivosti kretanja nominalnoga tečaja, što budi sumnje u to da Banka Slovenije posvećuje veliku pažnju kretanju tečaja. Slovenski je režim sličan hrvatskome po tome što izgleda da oba "nešto kriju" glede stvarnoga odnosa kreatora ekonomske politike prema nominalnom tečaju. Hrvatska narodna banka i dalje, naime, slijedi neobjavljeno ciljanje tečaja, pa izgleda da i HNB i BS ciljaju neku veličinu (vrijednost tečaja) koja nije objavljena.

Usporedba monetarnih režima u Poljskoj, Češkoj, Slovačkoj, Mađarskoj, Sloveniji i Hrvatskoj pokazuje da su vlasti oduvijek pokušavale pronaći finu ravnotežu između pravila i transparentnosti (objavljeno ciljanje tečaja) s jedne, i diskrecije s druge strane. Diskrecijski je prostor pri vođenju monetarne politike osiguravan: (a) neobjavlivanjem ključnih ciljeva monetarne politike (Hrvatska, Slovenija); (b) uvođenjem širokih intervala moguće fluktuacije nominalnoga tečaja oko središnjega pariteta (Mađarska i Poljska cijelo vrijeme, te Češka i Slovačka do 1997. odnosno 1998., pri čemu je Češka imala najuži interval tj. najmanji prostor za diskrecijsko vođenje monetarne politike); (c) prijelazom u režim fluktuirajućeg tečaja (Češka i Slovačka 1997. odnosno 1998.), tj. prijenosom transparentnog pravila/cilja s tečaja izravno na inflaciju (ciljanje inflacije u Češkoj).

Ovaj pregled iskustava ukazuje na to da stvarno vođenje monetarne politike uvijek traži neku kombinaciju pravila i diskrecije. Optimalna je ona kombinacija kojom vlasti uspiju uvjeriti javnost da diskrecija ne služi prijevarama i izvođenju inflacijskih iznenađenja, nego je tu radi lakšeg apsorbiranja egzogenih makroekonomskih šokova¹⁸. Pogledamo li snagu vanjskih šokova (Tablica 4.), ex post možemo vidjeti zbog čega su vlasti u tranzicijskim zemljama trebale određenu slobodu ("odriješene ruke") u vođenju monetarne politike. Snaga tih udara također objašnjava zbog čega se stupanj diskrecije/slobode, koji je bio sadržan u nekom starom monetarnom režimu, u kritičnim trenucima ponegdje pokazao nedovoljnim (Češka), zbog čega su se zemlje odlučivale na promjenu samih režima. Monetarna povijest poznaje iskustva pojedinih zemalja koje su se odlučivale na promjenu režima zbog snage vanjskih udara. Na primjer, švicarska je slijedila ciljanje monetarnog agregata sve dok nominalni tečaj nije aprecirao oko 40% u razdoblju 1977-78. Nakon toga švicarci su odlučili braniti tečaj (čime je promjena ponude novca endogeno određena), a kad je opasnost od pretjeranog jačanja valute zbog snažnog priljeva kapitala prošla, vratili su se ciljanju monetarnog agregata 1980. (Mishkin, 1999). To je tipičan primjer koji dokazuje da je izbor monetarnoga režima endogen.

Sada dakle vidimo kako su se monetarni režimi u Srednjoj Europi počeli (privremeno ili trajno?) razlikovati, što je dobra vijest za ekonomiste, jer će moći analizirati podatke nastale u širem skupu monetarnih eksperimenata. Čini se da neki novi duh monetarnog eksperimentiranja lebdi u Srednjoj Europi. S jedne strane nalaze se Češka i Slovačka. Posebno je Češka ta koja pokušava pronaći novu ravnotežu između

¹⁸ O smislu riječi prijevara ovdje vidjeti fusnotu 6. Pojam inflacijskoga iznenađenja definiran je u kontekstu funkcije cilja monetarne vlasti u modelu "trade-off-a" između troškova i koristi od inflacije (vidjeti fusnotu 8). Inflacijsko se iznenađenje odnosi na drugi član s desne strane funkcije cilja Z, gdje se vidi da je potrebna inflacija veća od očekivane da bi funkcija društvenog gubitka Z imala manju vrijednost. Na taj se način opisuje pretpostavljeni pozitivan utjecaj inflacije na zaposlenost.

transparentnosti/pravila i slobode/diskrecije u okviru režima ciljanja inflacije. Inflacija se smanjuje, a domaća valuta jača nakon što je bila najslabija potkraj 1997. Unatoč tome ekonomija ne pokazuje znakove oporavka. Nedavno smo vidjeli i jasne pokušaje vođenja aktivne domaće monetarne politike s vjerojatno namjeravanim protucikličkim djelovanjem na osnovi smanjenja kamatnih stopa¹⁹. Neko će vrijeme morati proteći prije nego što se ocijeni utjecaj te mjere na output, inflaciju i tečaj.

S druge strane vidimo kako nominalni tečajevi postaju sve stabilniji u drugim tranzicijskim zemljama. Euro je u susjedstvu, pa će zemlje koje su pokazale sposobnost zadržavanja stabilnoga nominalnog tečaja, koje imaju perspektivu niske inflacije²⁰, a koje ne vide velike koristi od domaće monetarne politike, morati razmisliti o vezanju uz euro na neki čvršći način, možda i putem valutnoga odbora. Takav valutni odbor bio bi po svom karakteru bitno drukčiji od valutnih odbora u Bugarskoj i BiH koji su uvedeni u razdobljima političko-ekonomskog kaosa s ciljem nove uspostave povjerenja. Ovi bi valutni odbori ili neki drugi mehanizmi pokušaja nepovratnog vezanja tečaja bili proizvod aktivne političko-ekonomske strategije stremljenja prema EU. Pritom ne treba zaboraviti da vezanje tečaja, da bi bilo održivo, zahtijeva jak nadzor banaka i stabilan bankovni sustav te uvjerljive dokaze o tome da u

¹⁹ Promjene kamatnih stopa središnje banke ne treba odmah tumačiti u svjetlu rasprave o pravilima nasuprot diskrecije, jer taj je potez povučen na transparentan način, nakon što je stvarna inflacija pala ispod ciljane vrijednosti. Međutim, ne treba isključiti mogućnost da je smanjenje kamatnih stopa središnje banke bilo makar djelomice potaknuto željom za protu-cikličkim djelovanjem monetarne politike.

²⁰ Prisjetimo se rasprave o tome da se to odnosi na bogatije tranzicijske zemlje u kojima se razina cijena približila razini cijena u europskim zemljama.

europskom i lokalnom gospodarstvu ne djeluju asimetrični šokovi²¹. Postoje li onda kandidati za neku vrstu čvršćih oblika vezanja lokalnih valuta uz euro?

6. FIKSNI NASUPROT FLEKSIBILNOM TEČAJU U SLUČAJU HRVATSKE

U ovom je trenutku prerano za davanje odgovora na to pitanje. Na primjer, izgleda da vrijedni istraživački rezultati Ghosha i ostalih (1997) ukazuju na negativan odgovor:

1. Vezani tečajevi su povezani s nižim razinama i varijabilnostima stopa inflacije, no i sa većom varijabilnošću međunarodnih pričuva i outputa nego u slučajevima kad su zemlje birale fluktuirajući tečaj.
2. Vezani su tečajevi povezani s višim omjerima I/Y i nešto nižim prosječnim rastom, što može biti posljedica činjenice da je rast međunarodne razmjene (i proizvodnosti) veći u uvjetima fluktuirajućih tečajeva.

Premda ovi rezultati podupiru tezu da fluktuirajući tečaj pomaže amortizaciji vanjskih makroekonomskih udara i stoga upućuje na odbacivanje prijedloga o čvršćem vezanju uz euro zonu, veoma je važno imati na umu da se konačni zaključci i preporuke ne mogu zasnivati na općim zaključcima što proizlaze iz ekonometrije na osnovi panel-podataka. Pitanje izbora režima je vječita dvojba, jer nema

²¹ To nije nužan uvjet, jer čak i ako asimetrični šokovi postoje, ekonomije mogu koordinirati cikluse kad se jednom nađu u monetarnoj uniji. Međutim, malo je vjerojatno da se politički konsenzus za neki oblik čvršćeg povezivanja može postići sve dotle dok političari vjeruju da može postojati neka korist od domaće (slobodne/diskretne) monetarne politike. K tomu, ideja o tome da su asimetrični šokovi važni za izbor režima dovoljno je stara (Mundell, 1961) da bi bila poznata i prihvaćena u širokom krugu ljudi.

univerzalnog odgovora koji bi vrijedio za sve zemlje i za sva vremena. Štoviše, kako upravo sada na površinu izbijaju sve jasnije razlike između pojedinih tranzicijskih zemalja, odluke su veoma individualne i dovode, možda opet privremeno, do velikih razlika u monetarnim režimima. U tom smislu na površinu izbija jedna naša specifičnost koja može bitno utjecati na odluku o monetarnom režimu. Radi se o razlikama u stupnjevima valutne supstitucije, u čemu je Hrvatska daleko "ispred" drugih naprednih tranzicijskih zemalja (Tablica 5.).

Tablica 5.
**"VALUTNA SUPSTITUCIJA" MJERENA KAO UDJEL
 DEVIZNIH DEPOZITA KOD DOMAĆIH BANAKA U ŠIROKO
 DEFINIRANOM NOVCU 1995. (u %)**

	devizni depoziti / široko definirani novac
Bugarska	28.8
Hrvatska	57.4
Češka	5.9
Mađarska	13.1
Poljska	20.4
Rumunjska	21.7
Slovačka	11.1
Slovenija	31.7

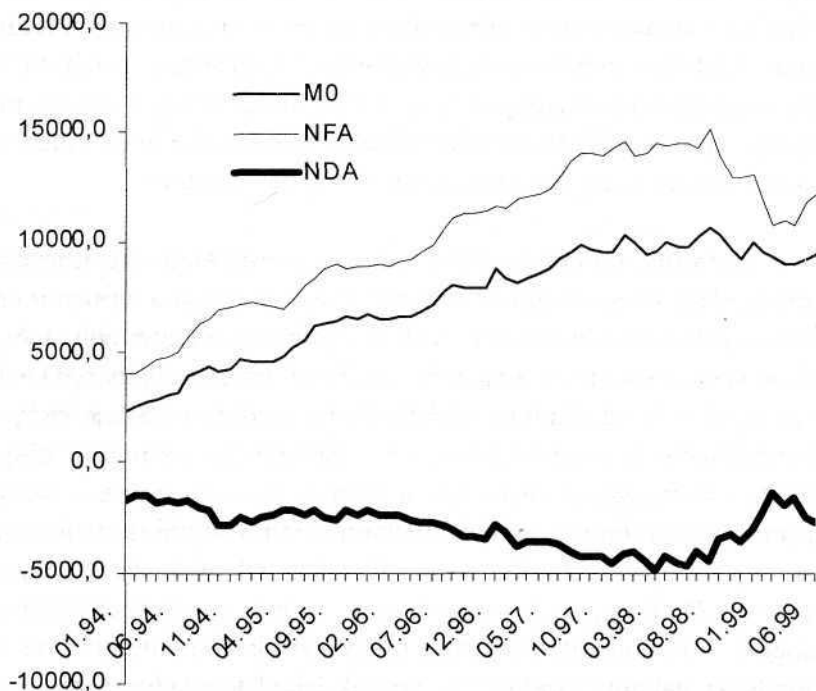
Izvor: Balino i ostali (1999); Bilteni središnjih banaka.

Što stupanj valutne supstitucije znači za sposobnost ekonomije da tečajnim promjenama amortizira makroekonomske šokove? Očigledno, ako između toga stupnja i spomenute sposobnosti postoji negativna veza, onda je korist od fluktuirajućeg tečaja za takvu ekonomiju mala, možda čak i negativna. Ne treba zaboraviti da valutna supstitucija nastaje zbog hiperinflacijske prošlosti tijekom koje je teško oštećeno svako povjerenje ljudi u vlast i novac, a zbog čega zamalo svi ostaju trajno usredotočeni na promjene tečaja koje postaju svakodnevna opsesija. U takvim uvjetima i veoma male, u nekim drugim sredinama jedva primjetne promjene tečaja, mogu izazvati velike promjene u ponašanju ekonomskih aktera: *"U tim zemljama, ... , valutna kriza može pokrenuti veliku financijsku krizu u kojoj financijska tržišta više nisu u*

stanju pokretati sredstva prema najboljim investicijskim prigodama, zbog čega dolazi do ozbiljne gospodarske kontrakcije. S dužničkim ugovorima denominiranim u stranoj valuti, ..., a u uvjetima devalvacije, teret duga se za domaće turtke povećava. S druge strane, imovine su u pravilu denominirane u domaćoj valuti pa izostaje istovremeno povećanje vrijednosti aktive turtki. Stoga devalvacija dovodi do značajnog pogoršanja bilančne pozicije sektora poduzeća i pada neto vrijednosti, što znači da se smanjila vrijednost efektivnog kolaterala i zaštita kreditora." (Mishkin, 1999, str. 8).

U Hrvatskoj smo stvarno vidjeli izbijanje bankovnih problema u razdoblju kada je tečaj deprecirao, premda su promjene tečaja (1998. i početkom 1999.) bile premale da bi objasnile izbijanje bankarskih problema. Prije bi se moglo reći da je kauzalnost tekla obratnim smjerom: problemi u bankarstvu narušili su opću klimu povjerenja, uključujući u to i vjerodostojnost HNB-a (koja je odgovorna za nadzor banaka), te je zbog toga oslabilo i povjerenje javnosti u valutu. Na to je HNB pokušala odgovoriti uporabom instrumenata domaće monetarne politike (što se vidi u rastu neto domaće aktive - NDA - središnje banke u drugoj polovici 1998. i početkom 1999. na slici 1.), no kako je potražnja za novcem padala, a NDA rasla, "cijena" je plaćena u vidu smanjenja neto inozemne aktive HNB (NFA). HNB je do ožujka 1999. izgubila oko 20% svojih međunarodnih pričuva (Od tada je tečaj stabiliziran, a pričuve su u razmjerno brzom porastu).

Slika 1.
**PRIMARNI NOVAC (M0), NETO INOZEMNA
 I NETO DOMAĆA AKTIVA HNB
 U MILIJUNIMA HRK**



Izgleda da mi u Hrvatskoj učimo lekciju o tome da izbor monetarnoga režima mora zavisiti o naravi potražnje za novcem. Tu se moramo zapitati koja je najbolja mjera oportunitetnoga troška držanja novčane imovine: je li to kamatna stopa, stopa inflacije ili stopa deprecijacije? Koliko se usko i zajedno kreću tečaj i cijene i kakvu ulogu igra kamatna stopa, a kakvu tečaj u prijenosnom mehanizmu monetarne politike? Hausmann i ostali (1999) su pokazali kako je izlazak iz ERM-a bio koristan za Veliku Britaniju, Italiju i španjolsku (devalvacije su bile olakšanje, jer su kamatne stope istovremeno padale), dok isti scenarij nije funkcionirao u Južnoj Americi. Razliku između dvaju okruženja

predstavljaju stupanj dolarizacije i uloga tečaja u prijenosnom mehanizmu monetarne politike. Kad nema dolarizacije ("valutne supstitucije"), a potražnja za novcem nije osjetljiva na umjerene promjene tečaja, veća fleksibilnost tečaja donosi olakšanje, jer padajuće nominalne kamatne stope održavaju potražnju za domaćim novcem visokom. U drugim zemljama ovaj mehanizam funkcionira u suprotnom smjeru: deprecijacija izravno utječe na potražnju za novcem i agregatnu potražnju, tako da ekspanzivna monetarna politika, ako je ona izazvala slabljenje valute, može čak i promovirati recesijske trendove.

Koje bi onda bilo moguće opravdanje za poduzimanje tako rizičnoga poduhvata kao što je postizanje veće fleksibilnosti tečaja u monetarnom okružju koje pokazuje izvanredno veliku osjetljivost na nominalni tečaj? Strah od veoma jake financijske krize ako bi se vezani tečaj morao naglo napustiti jedan je od očitih kandidata. Šteta, međutim, nastaje kadgod nominalni tečaj deprecira, dakle, i u uvjetima fluktuirajućeg tečaja. Agregatna se potražnja smanjuje, a ljudi zamjenjuju domaću valutu stranom u svojim financijskim portfeljima. Jedina smislena strategija u takvim uvjetima jest ona koja ima za cilj prekinuti ili minimizirati valutnu supstituciju. Međutim, možda vrijedi neka vrsta "monetarnoga teorema nemogućnosti", koji kaže da zemlja treba vjerodostojno vezati tečaj da bi prekinula valutnu supstituciju, no čak i kad je zemlja u stanju to učiniti, ona od toga nema nikakve koristi, jer kasnije ne može napustiti vezani tečaj. Valutna bi se supstitucija definitivno i trenutno vratila u trenutku kada bi veza bila napuštena.

Naposljetku, Hausmann i ostali (1999) poručuju: "*Zapravo, još i danas jedina zemlja (u Južnoj Americi) u kojoj radnik može podići nesubvencionirani hipotekarni zajam na 30 godina uz kamatnu stopu od 9%, koji je denominiran u istoj valuti kao i njegova nadnica je Panama!*" Koliko ljudi u malim otvorenim gospodarstvima danas može reći da na otvorenom tržištu uživa privilegij pristupa zajmovima kao što to mogu ljudi u Panami? Možemo li tu razliku u kakvoći ponude zajmova pripisati

značajnim razvojnim razlikama? Službeni BDP Paname kreće se oko 3500 USD po stanovniku. Financijska dubina, mjerena kao omjer M3/BDP, iznosi 75% što je neobično visoko za tu razinu razvitka. K tomu, M3 u Panami ne obuhvaća gotov novac u optjecaju. Tamo nema domaće valute u optjecaju - optječe samo američki dolar.

7. UMJESTO ZAKLJUČKA: KAKO BIRATI?

Privlačnost zaključka o tome da je pokušaj nepovratnog vezanja kune uz euro zanimljiv eksperiment na ovom stupnju gospodarskog i političkog razvitka nije mala, no ne treba zaboraviti da sve što je ovdje rečeno o vezi između nominalnog tečaja, agregatne ponude i agregatne potražnje ima karakter hipoteze koju treba testirati i ne predstavlja dokazane teze na kojima se mogu graditi odluke. Potrebno je pažljivo analizirati odnos tečaja, ukupne ponude i ukupne potražnje, troškove i koristi od inflacije, vodeći pritom posebnu pažnju o problemu simultanosti odnosno identifikacije. Posebno bi zanimljivo bilo u tom kontekstu provjeriti vrijedi li paritet kupovne moći.

S druge strane, "komfor" što ga donosi mogućnost "izlaza", tj. fluktuirajući tečaj, djeluje barem jednako privlačno, posebno ako se ima u vidu da bi slabija domaća valuta možda mogla pogodovati ponekom izvozniku. Jasno je, međutim, da male promjene tečaja donose neke druge troškove (privremen prekid ponude deviza od strane sektora stanovništva koji na deprecijaciju veoma brzo reagira valutnom supstitucijom te pogoršanje kakvoće bankovnih zajmova). Posebno je važno imati u vidu da se fluktuiranje tečaja može tumačiti kao "predaja", tj. odricanje od mogućnosti izvođenja fiskalne prilagodbe i definitivan poraz monetarne pred pritiskom fiskalne politike. Površno bi se moglo zaključiti da slabljenje domaće valute uravnotežuje domaću potražnju sa stvarnim proizvodnim mogućnostima (s deprecijacijom trenutno pada kupovna moć u inozemstvu zbog čega - a ne zbog promjene relativnih

cijena - pada uvoz). Ne smijemo, međutim, izgubiti iz vida da takav scenarij znači višu inflaciju i s njom povezanu nepravednu (neizglasovanu) preraspodjelu. Utoliko je jasno da jedina alternativa pokušaju čvrstog vezanja uz euro nije "čisti" fleksibilni tečaj, niti sustav "fiksno" tečaja s povremenim devalvacijama, već neka vrsta intermedijarnoga režima kakvog sada imamo, a u kojem se ipak mogu donekle nadzirati očekivanja i izbjevati valutna kriza.

LITERATURA

Ahec-Šonje, A. i D. Nestić (1998): "Determinante nacionalne razine cijena: empirijski rezultati." u: Nestić, D. (ur.), Odstupanje od pariteta kupovne moći: usporedba za tranzicijske zemlje. Zagreb: Ekonomski institut Zagreb.

Akerlof, G.; W. Dickens i G. Perry (1996): "The Macroeconomics of Low Inflation." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, str. 1-59.

Anušić, Z.; Ž. Rohatinski i V. Šonje (1995): Put u nisku inflaciju: Hrvatska 1993.-1994. Zagreb: Vlada Republike Hrvatske.

Babić, A. (1999): "Hrvatska kuna i euro: tečajna politika u novim okolnostima" u: Pokazatelji međunarodne konkurentske sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja, Zagreb: EIZ (knjižnice EIZ i HNB).

Babić, M.; P. Jurković and V. Šonje (1999): "Banking System Development in Croatia.", *Zagreb Journal of Economics*, 3, str. 75-113.

Bajsar, A. (1996): Primjena teorije pariteta kupovne moći u analizi intervalutarnih tečajeva, magistarski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet, Sveučilište u Zagrebu.

Balino, T.J.T.; A. Bennett i E. Borensztein et. al. (1999): "Monetary Policy in Dollarized Economies", *IMF Occasional Paper*, br. 171.

Balassa, B. (1964): "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal," *Journal of Political Economy*, 72(6), str. 584-596.

- Barro, R. J. (1997): *Determinants of Economic Growth*. Cambridge, Mass: MIT Press.
- Barro, R. J. i D. Gordon (1983): "A positive theory of monetary policy in a natural rate model." *Journal of Political Economy*, 91, str. 589-610.
- Begg, D. K. H. (1996): "Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition," *IMF Working Paper*, br. 96/198.
- Bruno, M. and W. Easterly (1995): "Inflation crises and long-run growth", *NBER Working Paper*, br. 5209.
- Coats, W. i M. Škreb (1999): "Ten Years of Transition Central Banking in the CEE and the Baltics" (incomplete draft), *The Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies*, Dubrovnik: June 1999.
- Corsetti, G.; P. Pesenti i N. Roubini (1999): "Paper tigers? A model of the Asian crisis," *European Economic Review*, 43, str. 1211-1236.
- Cukierman, A. i F. Lippi (1999): "Central bank independence, centralization of wage bargaining, inflation and unemployment: Theory and some evidence," *European Economic Review*, 43, str. 1395-1434.
- Fischer, S. (1993): "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," *Journal of Monetary Economics*, 32(3), str. 485-512.
- Frydl, E. J. (1999): "The Length and Cost of Banking Crises", *IMF Working Paper*, br. 99/30.
- Gerlach, S. (1999): "Who targets inflation explicitly?", *European Economic Review*, 43, str. 1257-1278.
- Ghosh, A. R. (1997): "Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?", *IMF Working Paper*, br. 97/80.
- Ghosh, A.R.; A-M Gulde, J.D.Ostry i H.C.Wolf (1997): "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?", *NBER Working Paper*, br. 5874.
- Guzzo, V i A. Velasco (1999): "The case for a populist Central banker," *European Economic Review*, 43, str. 1317-1344.

Hausmann, R.; M. Gavin, C. Pagges-Sera i E. Stein (1999): "Financial Turmoil and the Choice of the Exchange Rate Regime", Interamerican Development Bank: Working Paper.

Kravis, I. B. i R. E. Lipsey (1978): "Price Behavior in the Light of the Balance of Payments Theories," *Journal of International Economics*, 8(3), str. 193-246.

Kydland, F. E. i E. Prescott (1977): "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans," *Journal of Political Economy*, 85, str. 473-492.

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

Mundell, R. (1961): "A Theory of Optimum Currency Arrangements", *American Economic Review*, 51, str. 657 - 664.

Nestić, D. (1999): "Međunarodna usporedba cijena i dohotka - novi rezultati." u: Pokazatelji međunarodne konkurentske sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja, Zagreb: EIZ (knjižnice EIZ i HNB).

Prakash, L. and N. Sheets (1997): "Central Bank Independence, Inflation and Growth in Transition Economies" *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(3), str. 381-90.

Pufnik, A. (1999): "Makroekonomske implikacije sustava novčane uprave: teorija i iskustva.", u: Pokazatelji međunarodne konkurentske sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja, Zagreb: EIZ (knjižnice EIZ i HNB).

Rogoff, K. (1985): "The optimal degree of commitment to a monetary target." *Quarterly Journal of Economics*, 100, str. 1169-1190.

Sarel, M. (1996): "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth", *IMF Staff Papers*, 43(1), str. 199-215.

Šonje, V. and B. Vujčić (1999): "Croatia: A Decade of Transition", *The Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies* (forthcoming).

Šonje, V. (1999): "Financijski razvitak i gospodarski rast", *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 73, str. 241-280.

Vujčić, B. (1999): "Monetarna politika i gospodarski rast", *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 73, str. 226 - 240.