

Dr. sc. Josip Tica

**SUKOBLJENI CILJEVI (TRADE-OFF)
MONETARNE POLITIKE I PRETVORBE U TRANZICIJSKOM
OKRUŽENJU HRVATSKOGA GOSPODARSTVA**

**TRADE-OFF BETWEEN MONETARY GOALS AND
PRIVATIZATION PROCESS IN THE TRANSITIONAL
ENVIRONMENT: CASE OF CROATIA**

SAŽETAK: U radu je napravljena analiza kretanja bilateralnog relativnog realnog tečaja njemačke marke (eura) u razdoblju od siječnja 1990. do prosinca 2004. godine. Ukratko su opisana razdoblja kretanja realnog tečaja koja mogu biti objašnjena standardnim ekonomskim teorijama, kao što su teorija sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom i Harrod-Balassa-Samuelsonova teorija. Detaljnija raščlambena pozornost je posvećena razdoblju koje se nije moglo objasniti standardnom ekonomskom teorijom, napravljen je pregled dosadašnjih teorija koje su se usmjerile na rasvjetljavanje navedenog razdoblja i ponudena je nova, alternativna teorija koja se bazira na sukobljenim ciljevima monetarne politike i pretvorbenog procesa.

KLJUČNE RIJEČI: realni tečaj, tranzicija, pretvorba, Harrod-Balassa-Samuelsonova teorija, sindrom stabilizacije s tečajnim sidrom.

ABSTRACT: The goal of this paper is to analyze movements of the monthly real exchange rate of German Mark (Euro) in Croatia during the January 1990 – December 2004. In the first part, movements of the real exchange rate are analyzed within the framework of standard economic theory. Mainly, exchange rate based stabilization syndrome and Harrod-Balassa-Samuelson phenomenon. In the second and third part, analysis is focused on the movements of the real exchange rate which cannot be explained by the mainstream economic theory. In the second part, existing theories of this period are surveyed and in the third part, alternative theory of the real exchange rate movements is proposed. The new theory is based on the transition specific short term trade-off between competitiveness and privatization.

KEY WORDS: Real exchange rate, transition, privatization, Harrod-Balassa-Samuelson phenomenon, exchange rate based stabilization syndrome.

UVOD

U ovom radu je analizirano kretanje bilateralnih relativnih realnih tečajeva njemačke marke odnosno eura i USD u razdoblju od siječnja 1990. do prosinca 2004. godine. Kako je razdoblje prije monetarnog osamostaljenja i razdoblje nakon stabilizacijskog programa razmjerno više ili manje objašnjivo teorijama sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom odnosno Harrod-Balassa-Samuelsonovim teoremom, veća pažnja je posvećena razdoblju od monetarnog osamostaljenja pa do stabilizacijskog programa.

U prvom poglavlju je u skladu s tim napravljena raščlamba empirijskih i teorijskih elemenata sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom i teoretska analiza Harrod-Balassa-Samuelsonove teorije. Ukratko su izloženi najosnovniji elementi obje teorije i raščlanjeno je kretanje bilateralnih realnih tečajeva u Hrvatskoj unutar teoretskih modela. U drugom poglavlju je napravljen prikaz aktualnih teorija koje su pokušale objasniti razdoblje koje se nije moglo objasniti unutar sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom i HBS teorije. U trećem poglavlju je ponuđena nova, alternativna teorija kretanja realnog tečaja u spornom razdoblju koja je pomoću sukobljenih ciljeva pretvorbe i stabilizacije pokušala rasvijetliti sporno razdoblje u kretanju bilateralnog realnog tečaja.

1. KRETANJE RELATIVNOG REALNOG TEČAJA U HRVATSKOJ I STANDARDNA EKONOMSKA TEORIJA

Znanstvenici su širom svijeta tijekom osamdesetih i devedesetih godina prošloga stoljeća uglavnom postigli konsenzus oko činjenice da realni tečaj u dugom roku uglavnom konvergira k paritetu kupovne moći. Brojni su ekonometrijski testovi potvrdili stacionarnost pariteta kupovne moći te u nešto manjoj mjeri i valjanost monetarnih i portfolio-bilančnih modela u objašnjavanju dugoročnih devijacija od ravnoteže.

Paralelno s razvojem teorija i empirijskih testova za tržišna gospodarstva, razvile su se i teorije koje su pokušale premostiti teškoće u primjeni konvencionalnih teorija u zemljama u razvoju s nedovršenim institucionalnim i tržišnim okvirima. Između brojnih predloženih teorija, nametnule su se dvije osnovne teorije oko kojih su znanstvenici postigli određeni stupanj konsenzusa: teorija sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom (ERBS) i Harrod-Balassa-Samuelsonova teorija (HBS).

1.1. Teorija posljedica stabilizacije s tečajnim sidrom (ERBS)

Teorija sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom razvijena je na temelju uočenih problema u zemljama u razvoju koje su se borile s kroničnom inflacijom. Naime, za razliku od hiperinflacije koja je okarakterizirana s nekoliko mjeseci eksplozivne putanje, kronična inflacija je dugotrajna i može trajati desetljećima. Gospodarstva se adaptiraju na uvjete kroničnih inflacija kreirajući brojne mehanizme indeksacije na tržištu rada, novca i dobara. Indeksacija naravno smanjuje trošak inflacije, ali također ubrzava akceleraciju inflatornog

procesa. Iako stoga proračunski deficit predstavlja "originalni grijeh" koji je započeo inflaciju, akomodirajuća monetarna i tečajna politika popraćena rasprostranjenom indeksacijom objašnjava adaptaciju "života u grijehu" (Rebelo i Vegh 1995, p. 5).

Zaustavljanje kronične inflacije pokazalo se uglavnom kao skup, mukotrpan i dug proces. Brojni stabilizacijski procesi su završili u ponovnom akceleriranju inflacije. Većina stabilizacijskih programa u poslijeratnom razdoblju bazirala se na tečajnom sidru iz jednostavnog razloga što je brzina kolanja novca u optjecaju u inflatornim ekonomijama poprilično nepredvidiva varijabla. Od ukupno trinaest pokušaja stabilizacije s tečajnim sidrom u Argentini, Brazilu, Čileu, Izraelu, Meksiku i Urugvaju, pola ih je bilo heterodoksnih, a pola ortodoksnih. Bez obzira na činjenicu koliko su bile uspješne, stabilizacije s tečajnim sidrom u gospodarstvima s kroničnom inflacijom u pravilu su rezultirale čitavim nizom empirijskih regularnosti (Rebelo i Vegh 1995, p. 5; Sobolev 2000, p. 4-5).

Mnoge regularnosti vezane uz stabilizacijske programe, odnosno sindrom stabilizacije s tečajnim sidrom, mogu se opisati kao devet najvažnijih posljedica stabilizacije s tečajnim sidrom (Khamis 1996; Rebelo i Vegh 1995; Reinhart i Vegh 1995a; Kiguel i Liviatan 1992; Vegh 1992.).

Prvo, spora konvergencija stope inflacije k novoj, smanjenoj stopi devalvacije. Jedan od argumenata za tečajno sidro je činjenica da bi prema teoriji zamrzavanja tečaja trebalo trenutno zamrznuti cijenu međunarodno utrživih dobara i na taj način usporiti inflaciju. Međutim analiza empirijskih podataka ukazuje na činjenicu da inflacija uvijek konvergira sporo i to posebno u ortodoksnim programima.

Drugo, početna ekspanzija gospodarske aktivnosti praćena s naknadnim usporavanjem gospodarskog rasta. Suprotno tradicionalnim zaključcima koji proizlaze iz Phillipsove krivulje, gospodarska aktivnosti (GDP, zaposlenost, privatna potrošnja, privatne investicije) je uglavnom rasla u početnoj fazi stabilizacijskog programa. U početnoj fazi ekspanzije posebno je izražen bio rast potrošnje trajnih potrošnih dobara, a rast BDP-a je uglavnom bio u međunarodno neutrživom sektoru, dok je rast u međunarodno utrživom sektoru uglavnom zadržavao isti trend kao i prije stabilizacije.

Treće, početna ekspanzija u međunarodno neutrživom sektoru je rezultirala i rastom cijena u međunarodno neutrživom sektoru, odnosno aprecijacijom realnog tečaja. Kretanje cijena međunarodno neutrživih proizvoda tijekom stabilizacijskih programa je uglavnom imalo putanju sličnu obrnutom slovu "U".

Četvrto, u većini stabilizacijskih programa početna je ekspanzija bila popraćena i rastom realnih plaća u odnosu na cijene međunarodno utrživih proizvoda.

Peto, kamatne stope su se tijekom stabilizacijskih programa s tečajnim sidrom kretale u svim mogućim smjerovima. U ortodoksnim programima je realna kamatna stopa padala, a u heterodoksnim je uglavnom rasla.

Šesto, stabilizacijski program je u pravilu dovodio do remonetizacije ekonomije. Omjer agregata M1 u odnosu na BDP je uglavnom rastao nakon pokretanja stabilizacijskih programa.

Sedmo, početna ekspanzija potrošnje, aprecijacija realnog tečaja i rast realnih plaća su naravno bili popraćeni rastom deficita trgovinske i platne bilance koji su odražavali rast uvoza trajnih potrošnih i kapitalnih dobara.

Osmo, da bi zaustavljanje inflacije u dugom roku bilo izvedivo, stabilizacijski programi su morali biti popraćeni fiskalnim prilagodavanjem, odnosno smanjenjem proračun-

skog deficita. Programi u kojima je fiskalna prilagodba bila djelomična ili programi u kojima je u potpunosti izostala, u pravilu nisu dugo trajali. S druge strane, programi koji su bili popraćeni s uravnoteženim proračunom u načelu su rezultirali puno uspješnijim stabilizacijskim programima (Izrael 1985, Argentina 1991.).¹

Deveto, u pravilu su stabilizacijski programi bili popraćeni rastom cijena nekretnina. U Urugvaju su 1978. cijene nekretnina izražene u dolarima porasle 212% nakon stabilizacije, da bi se po završetku stabilizacijskog razdoblja vratile na početnu razinu. Tijekom čileanske "tablite" 1978. cijene nekretnina su realno porasle 135%, da bi, nakon napuštanja stabilizacijskog programa pale na predstabilizacijsku vrijednost (Rebelo i Vegh 1995, p. 6-7; Sobolev 2000, p. 4-5).

1.2. Harrod-Balassa-Samuelsonova teorija (HBS)

Harrod-Balassa-Samuelsonova teorija je, za razliku od sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom, bila značajnija za zemlje koje su uspješno i brzo premošćivale razvojni jaz. Prema teoriji konvergencija BDP-a per capita, odnosno produktivnosti rada, zemlje u razvoju k razvijenim zemljama stvaraju povećanu potražnju za uslugama. Kako usluge (obrazovanje, zdravstvo, stanovanje, ugostiteljstvo) u pravilu bilježe znatno manji rast produktivnosti i nisu međunarodno utrživivo dobro, rast kupovne moći u zemlji u razvoju rezultira porastom cijena usluga, odnosno aprecijacijom realnog tečaja (Harrod 1933, p. 53-75; Samuelson 1964, p. 148; Balassa 1964, p. 590.).

Moderna verzija Harrod-Balassa-Samuelsonova modela tradicionalno se bazira na funkciji proizvodnje u kojoj je output Y funkcija kapitala K , rada L i produktivnosti A . Pretpostavke modela su savršeno tržište, savršena mobilnost kapitala među zemljama i među sektorima kao i savršena mobilnost rada samo među sektorima.

Ključna razlika u odnosu na standardnu ekonomsku teoriju je u tome da produktivnost u sektoru utrživih proizvoda A^T raste brže od produktivnosti u sektoru neutrživih proizvoda A^N i/ili da proizvodnja u oba sektora nije jednako radno intenzivna ($\alpha \neq \beta$). Sukladno tome u modelu postoje dvije različite funkcije proizvodnje, funkcija proizvodnje utrživih proizvoda:

$$(1) \quad Y_T = A_T L_T^\alpha K_T^{1-\alpha}$$

i funkcija proizvodnje neutrživih proizvoda:

$$(2) \quad Y_N = A_N L_N^\beta K_N^{1-\beta}$$

Kako, radi jednostavnosti, u osnovnom modelu vrijedi pretpostavka savršenog tržišta i savršene mobilnosti kapitala, da bismo od funkcija proizvodnosti došli do funkcije rente i nadnice, dovoljno je pronaći maksimum funkcije. Deriviramo li funkciju proizvodnje u utrživom sektoru po kapitalu, dobit ćemo rentu na savršenom tržištu utrživih proizvoda:

¹ U trenutku kada su Rebelo i Vegh (1995, p. 6-7) i Sobolev (2000, p. 4-5) opisivali pravilnosti sindroma i Argentinska stabilizacija iz 1991. godine se svrstavala među uspješno provedene stabilizacijske programe.

$$(3) \quad R = (1 - \alpha) A_T \left[\frac{K_T}{L_T} \right]^{-\alpha}$$

Deriviramo li funkciju proizvodnje u neutrživom sektoru po kapitalu, dobit ćemo rentu u neutrživom sektoru:

$$(4) \quad R = P^N (1 - \beta) A_N \left[\frac{K_N}{L_N} \right]^{-\beta}$$

Kako je u modelu kapital savršeno mobilan među sektorima, varijabla P^N će odražavati relativnu cijenu neutrživih proizvoda koja će pokrivati sve razlike proizašle između renti u utrživom i neutrživom sektoru.

Derivacija funkcije proizvodnje u utrživom sektoru po radu će dati funkciju nadnice u utrživom sektoru:

$$(5) \quad W = \alpha A_T \left[\frac{K_T}{L_T} \right]^{1-\alpha}$$

Sukladno funkciji rente u neutrživom sektoru i funkcija nadnice u neutrživom sektoru će imati varijablu P^N koja odražava razlike između povrata na rad u neutrživom i utrživom sektoru:

$$(6) \quad W = P^N \beta A_N \left[\frac{K_N}{L_N} \right]^{1-\beta}$$

S obzirom da se ovdje radi o četiri jednadžbe s četiri nepoznanice, moguće je izlučiti relativnu cijenu neutrživa sektora:

$$(7) \quad \Delta P_N = \left[\frac{\beta}{\alpha} \right] \Delta A_T - \Delta A_N$$

Ako oba sektora imaju dakle jednaku intenzivnost rada u svojoj proizvodnji $\alpha = \beta$, tada će promjena relativne cijene neutrživog proizvoda biti jednaka razlici u tehnologiji između utrživa i neutrživa sektora $\Delta A_T - \Delta A_N$. S druge strane, ukoliko je neutrživi sektor radno intenzivniji $\alpha < \beta$, tada će relativna cijena neutrživih proizvoda rasti i u uvjetima podjednagog rasta produktivnosti u oba sektora $\Delta A_T = \Delta A_N$ (De Gregorio, Giovannini i Wolf 1994, p. 1226-1228).

1.3. Realni tečaj u Hrvatskoj i standardna ekonomska teorija

Empirijska analiza kretanja bilateralnog relativnog realnog tečaja Hrvatske je ukazala na činjenicu da se kretanje realnog tečaja od siječnja 1990. pa do veljače 1992. godine možemo pripisati sindromu stabilizacije s tečajnim sidrom izazvanom "Markovičevim" stabilizacijskim programom iz siječnja 1990. i stabilizacijskim programom iz siječnja 1992. godine (Tica 2005.). S druge strane, u razdoblju nakon posljednjeg stabilizacijskog prog-

rama, od studenog 1993., kretanje realnog tečaja se može pripisati djelovanju Balassa-Samuelsonova fenomena (Egert et. al. 2003; Mihaljek i Klau 2003; Tica 2005.).

Međutim kretanje bilateralnog relativnog realnog tečaja u razdoblju između veljače 1992. i studenog 1993. godine značajno odstupa od svega što predviđaju teorije sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom i Harrod-Balassa-Samuelsonova teorema. Osim toga, zapaženo kretanje znatno odstupa od svega zabilježenoga u ostalim tranzicijskim zemljama (Tica 2005.). Grafikon 1 pokazuje kako snažna deprecijacija do lipnja 1992. (od točke B do točke C), aprecijacija do kraja 1992. (od točke C do točke D), razdoblje stabilnosti koje je potrajalo do lipnja 1993. (od točke D do točke E) i na kraju aprecijacija do studenog 1993. godine (od točke E do točke H), ne mogu biti objašnjene unutar analitičkog okvira dviju navedenih teorija. U točki C nije došlo do stabilizacije tako da aprecijacija koja je nakon toga uslijedila ne može biti proizvod sindroma stabilizacije s tečajnim sidrom. Osim toga, aprecijacija od točke E do točke F je bila prije stabilizacijskog programa, a aprecijacija od točke F do točke H je posljedica aprecijacije nominalnog tečaja, a ne rasta cijena u uvjetima tečajnog sidra (grafikon 1). Promotrimo li razdoblje u kontekstu Harrod-Balassa-Samuelsonove teorije, činjenice da je tečaj aprecirao u razdoblju kada je BDP opadao, pruža empirijski dokaz suprotan predviđanjima teorije (grafikon 1).

Promatrano sporno razdoblje, od monetarnog osamostaljenja do stabilizacijskog programa, nije posebno samo po volatilitnosti i nemogućnosti smještanja u neki od postojećih teoretskih okvira već i po činjenici što je u tom razdoblju determinirana dugoročna razina realnog tečaja koja je determinirala relativnu razinu cijena sve do kraja promatranog razdoblja.

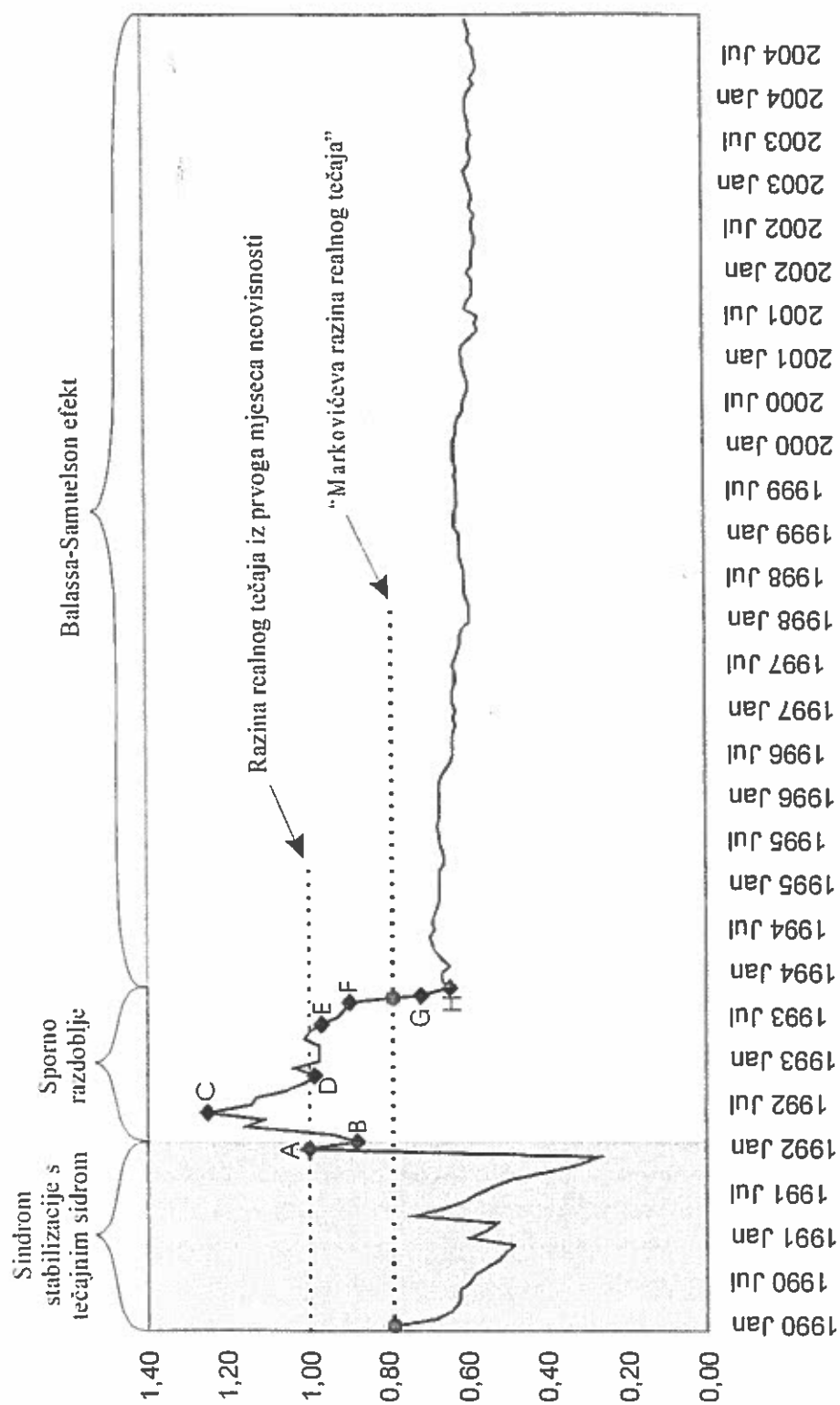
2. AKTUALNO OBJAŠNJENJE KRETANJA REALNOG TEČAJA U SPORNOM RAZDOBLJU

Možemo kazati da postoje ukupno tri teorije koje objašnjavaju kretanje realnog tečaja u promatranom spornom razdoblju. Prva i svakako najuvjerljivija je teorija o maksimizaciji deviznih rezervi uz minimalizaciju stope inflacije (Anušić et. al. 1995, p. 24-27). Druga teorija je o akcelerirajućoj hiperinflaciji koju je devalvacija samo ubrzavala i na taj način konstantno aprecirala realni tečaj po sve bržoj stopi (Šonje i Škreb 1997, p. 220). Treća teorija je vezana uz sam proces stabilizacije i bazira se na velikom udjelu uvozne komponente u formiranju cijena. U skladu s tom činjenicom, nosioci monetarne politike su aprecijacijom nominalnog tečaja smanjivali pritiske na rast cijena (agregatna ponuda) i pomogli zaustavljanju inflacije (Šonji i Škreb 1997, p. 228).

Primijenimo li sve tri teorije na sporno razdoblje između veljače 1992. i studenog 1993. godine, moći ćemo objasniti većinu kretanja u spornom razdoblju.

Prvi dio spornog razdoblja, od veljače do studenog 1992. godine (grafikon 2, od točke B do točke D) poprilično uvjerljivo potvrđuje ponašanje realnog tečaja kako ga je predvidjela teorija o maksimizaciji deviznih rezervi (Anušić et. al. 1995, p. 24-27). Naime, Anušić et. al. (1995.) teorija, bazirana na pretpostavci o maksimizaciji deviznih rezervi uz minimalizaciju inflacije, rezultirala je simulacijom u kojoj se realni tečaj kretao u obliku obrnutog slova "V". Ovakva projekcija poprilično dobro opisuje kretanje realnog tečaja između veljače i studenog 1992. godine.

Grafikon 1: Kretanje bilateralnog relativnog tečaja njemačke marke (eura) od 1990:1 do 2004:12



Napomena: u razdoblju nakon povlačenja njemačke marke, za izračun realnog tečaja korišten je nominalni tečaj eura konvertiran po zamjenskom tečaju 1,95583 njemačkih maraka za jedan euro.

Izvor: HNB 2005; Tečajevi i tečajne liste 1945.-1993., 1993; Amišić et. al. 1995; DB 2005; Service-Team 2005.

Medutim ono što Anušić et. al. (1995) nisu uspjeli objasniti je kretanje realnog tečaja od studenog 1992. do lipnja 1993. godine. Prema Anušić et. al. (1995) teoriji nakon točke u kojoj se deprecijacija realnog tečaja pretvori u aprecijaciju, realni tečaj bi trebao konstantno apprecirati, a kako se to nije dogodilo, teorija je ostala pod znakom upitnika.

Treći dio spornog razdoblja, od lipnja do studenog 1993. (grafikon 2, od točke E do točke H), možemo objasniti teorijom utjecaja aprecijacije realnog tečaja na agregatnu ponudu, tj. činjenicom da je aprecijacija izvedena kako bi djelovala na usporavanje rasta cijena neposredno prije i nakon stabilizacijskog programa. Teorija spuštanja agregatne ponude aprecijacijom, jedina je od dviju promatranih teorija koja je dobila potpunu empirijsku potvrdu.

Osim dviju navedenih teorija, dijelove prvog i trećeg razdoblja, od lipnja do studenog 1992. (grafikon 2, od točke C do D), kao i razdoblje od lipnja do listopada 1993. (grafikon 2, od točke E do točke u kojoj je nominalni tečaj bio 4,444), možemo također objasniti i teorijom aprecijacije izazvane deprecijacijom koja akcelerira inflaciju (Šonje i Škreb 1997, p. 220). Naime, prema ovoj je teoriji devalvacija ubrzavala inflaciju koja je ubrzavala realnu aprecijaciju, a u skladu s tim možemo ovom teorijom objasniti i prethodno navedena dva razdoblja u kojima je inflacija bila veća od devalvacije.

Medutim simuliramo li kretanje realnog tečaja prema njihovoj teoriji, tada bi nakon 323% devalvacije iz prosinca 1991. godine i monetarnog osamostaljenja realni tečaj trebao pokazivati konstantan trend k aprecijaciji uz kratkotrajne devijacije od trenda izazvane povremenim devalvacijama. Medutim empirijski podaci o kretanju realnog tečaja ne podupiru njihovu tezu (grafikon 2).

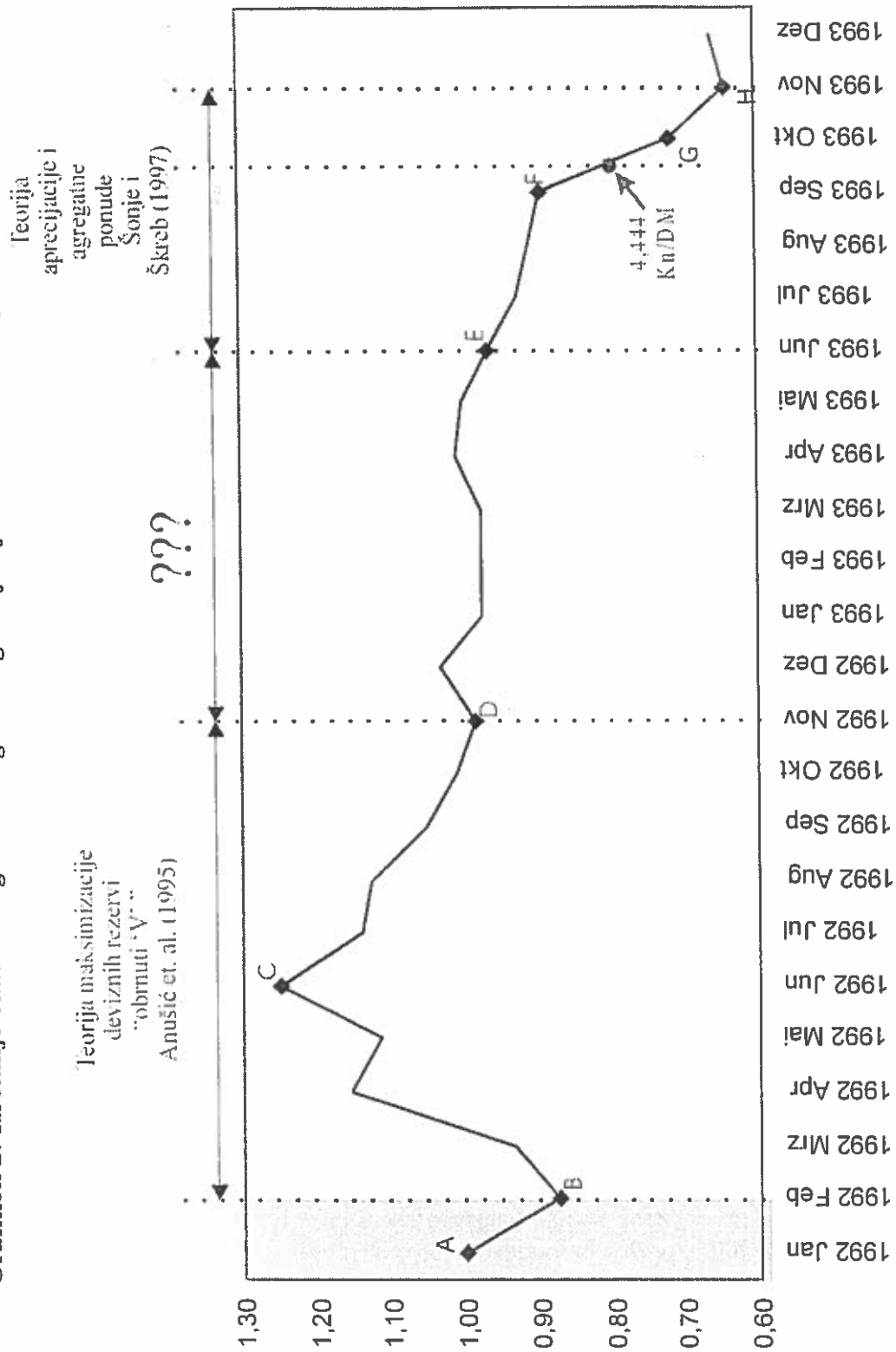
Drugi dio spornog razdoblja, od studenog 1992. do lipnja 1993. (grafikon 2, od točke D do točke E) ne možemo objasniti niti jednom od triju navedenih teorija determinacije realnog tečaja. Osim toga, ovo razdoblje prema navedenim teorijama nije teoretski moglo imati karakteristike kakve ima. Prema Anušić et. al. (1995) teoriji nakon "V" razdoblja, realni tečaj je trebao nastaviti konstantno apprecirati. Također, prema teoriji po kojoj je devalvacija akcelerirala inflaciju i aprecirala realni tečaj (Šonje i Škreb 1997.), aprecijacija je trebala, uz kratkotrajne devalvacije, biti konstantna od osamostaljenja do stabilizacije.

Medutim, kao što vidimo iz podataka, između studenog 1992. i lipnja 1993. godine (grafikon 2, od točke D do E), realni tečaj je bio stabilan i nije pokazivao trend. Osim toga, nakon "V" putanje, očigledno izazvane maksimizacijom deviznih rezervi, realni tečaj je bio stabiliziran na razini koja je bila ciljana uspostavljenjem monetarne neovisnosti u siječnju 1992. godine.

Činjenica da je realni tečaj bio stabilan se direktno kosi s tri opisane teorije kretanja realnog tečaja, a činjenica da je realni tečaj bio tokom osam mjeseci stabiliziran na razini iz siječnja 1992. godine, stavlja pod veliki znak upitnika tezu da se realni tečaj nije mogao kontrolirati u razdoblju prije stabilizacije (Anušić et. al. 1995, p. 22; Šonje i Škreb 1997, p. 221).

Iz svega navedenog je očigledno da se sporno razdoblje od veljače 1992. do studenog 1993. koje nismo uspjeli objasniti Balassa-Samuelsonovim teoremom, sindromom stabilizacije s tečajnim sidrom, može samo djelomično objasniti teorijama domaćih autora (Anušić et. al. 1995; Šonje i Škreb 1997.).

Grafikon 2: Kretanje bilateralnog relativnog realnog tečaja njemačke marke u spornom razdoblju



Izvor: HNB 2005; DB 2005.

Razdoblje od veljače do studenog 1992. možemo objasniti teorijom maksimizacije deviznih rezervi, a razdoblje od lipnja do studenog 1993. možemo objasniti teorijom utjecaja aprecijacije na agregatnu ponudu. Međutim razdoblje između studenog 1992. i lipnja 1993. godine ne možemo objasniti ponudnim teorijama. Razdoblje stabilnosti realnog tečaja tijekom promatranog razdoblja direktno se kosi s predviđanjima teorija koje su ukazivale da tečaj prema njima ne može biti kontroliran i da će zbog akcelerirajuće inflacije realni tečaj stalno aprecirati.

U konačnici možemo zaključiti da je pomoću dosadašnjih teorija moguće samo djelomično objasniti kretanje realnog tečaja u spornom razdoblju i da u skladu s tim postoji prostor za sveobuhvatniju teoriju koja bi mogla potpunije objasniti determinaciju realnog tečaja u spornom razdoblju.

3. ALTERNATIVNA TEORIJA KRETANJA REALNOG TEČAJA U SPORNOM RAZDOBLJU

Opširnija teorija determinacije realnog tečaja u razdoblju od monetarnog osamostaljenja do stabilizacijskog programa bazira se na vezama utjecaja između procesa pretvorbe i kretanja realnog tečaja tijekom promatranog razdoblja. U skladu s tim prvo su objašnjena neka osnovna obilježja pretvorbenog procesa, a nakon toga je izgrađena mikroekonomska simulacija koja na intuitivan način ukazuje na vezu između dvaju tranzicijskih procesa.

3.1. Glavna obilježja pretvorbenog procesa

Zakon o pretvorbi društvenih poduzeća, donesen 18. travnja 1991. godine, je temeljni zakon kojim je reguliran proces pretvorbe i privatizacije u Hrvatskoj. Prema tome zakonu, poduzeća su bila dužna do 30. lipnja 1992. godine obaviti pretvorbu, a za sva poduzeća koja ne provedu pretvorbu, odluku o pretvorbi je prema Zakonu trebala donijeti Agencija za restrukturiranje i razvoj (Kovačević 2001, p. 94).

Zakonom o pretvorbi predviđena su četiri načina pretvorbe: prodajom poduzeća ili idealnog dijela poduzeća, ulaganjem kapitala u poduzeće, pretvaranja potraživanja prema poduzeću u ulog i prijenos dionica i udjela mirovinskom fondu i fondu za razvoj. Vlasništvo nad poduzećem su mogli steći: trenutno i ranije zaposleni, ostali zaposleni hrvatski građani, osobe koje bez prava na popust kupe poduzeće, ulagači čiji se postojeći ulogi i potraživanja pretvore u dionice, vjerovnici, Republički fond mirovinskog i invalidskog osiguranja, Hrvatski fond za razvoj itd. (Kovačević 2001, p. 94).

Vrijednost poduzeća je zbog hiperinflatornog okruženja bila izražena u njemačkim markama (Kovačević 2001, p. 96), a poduzeća su bila podijeljena u dvije skupine. Za pretvorbu poduzeća čija procijenjena vrijednost ne premašuje 5 milijuna njemačkih maraka nije bilo potrebno imati rješenje Agencije o suglasnosti, a za poduzeća čija je procijenjena vrijednost veća od 5 milijuna njemačkih maraka, za pretvorbu je bila nužna suglasnost Agencije (Kovačević 2001, p. 94-95).

Istekom roka, 30. lipnja 1992. godine, od ukupno 3.619 društvenih poduzeća na koje se odnosio Zakon o pretvorbi, prema Kovačeviću (2001, p. 97) u proces autonomne pretvorbe je ušlo njih 2.779, od čega je do kraja 1992. godine riješeno 1.289 zahtjeva. Prema

Bićaniću, spominje se 2.791 poduzeće, prema Ravliću 2.779 poduzeća, a prema Škrtić 2.900 poduzeća (Kovačević 2001, p. 97).

Iskazano vrijednosno, a imajući u vidu da se radi o procijenjenoj vrijednosti poduzeća, od ukupne vrijednosti društvenih poduzeća koja je iznosila 36 mlrd. njemačkih maraka, riješeni su zahtjevi u vrijednosti 11 mlrd. njemačkih maraka, dok su za rješavanje u drugoj fazi preostala 2.333 poduzeća s temeljnom glavnicom 25 mlrd. njemačkih maraka (Kovačević 2001, p. 97).

Iako je formalnopravni tijek pretvorbe bio iznimno brz i efikasan, događaji u financijskoj sferi su se odvijali značajno sporije. Tijekom gotovo tri godine pretvorbe stvarno je uplaćeno približno 0,5 mlrd. njemačkih maraka ili nešto više od 2% procijenjene vrijednosti pretvorbenog kapitala. U strukturi uplata dominirala je stara devizna štednje sa 60%, zatim državne obveznice s 14% i na kraju gotovina s 22% ukupnih uplata. Dinamika uplata financijskih sredstava je također bila specifična. U prvih godinu i pol dana, sve do lipnja 1992. godine gotovo da nije bilo nikakvih uplata u Hrvatski fond za privatizaciju. U pretposljednjoj, a poglavito u posljednjom kvartalu 1992. godine, dolazi do naglog skoka uplata. Uplate kulminiraju u prosincu 1992. godine, a nakon toga, tijekom 1993. godine dolazi do postupnog pada prihoda Fonda po osnovi naplate dionica (Družić 2003, p. 151-152).

3.2. Teorija utjecaja pretvorbenog procesa na kretanje realnog tečaja

Alternativni model kretanja realnog tečaja u Hrvatskoj se zapravo bazira na mikroekonomskim osnovama. Osnovni mehanizam modela slaže makroekonomske specifičnosti predstabilizacijskog razdoblja, stabilizacijski proces i poglavito pretvorbeni proces u logičnu cjelinu u kojoj ekonomski racionalni agenti mogu maksimizacijom svoje korisnosti proizvesti kretanja koja su zabilježena u empirijskoj analizi hrvatskog gospodarstva.

Nova teorija zapravo oslikava činjenicu da je tranzicijski proces u hrvatskom gospodarstvu stvorio okruženje koje je poprilično netipično za tržišna gospodarstva i da su u skladu s tim u ekonomskoj politici nastali *trade off*-ovi koji u okruženju razvijenih tržišnih ekonomija ne mogu postojati i koji se u skladu s tim i ne pojavljuju u standardnim ekonomskim istraživanjima i teorijama. Cilj analize je prvenstveno ukazati na mogućnosti i ograničenja koja su proizašla iz *trade off*-ova nastalih u tranzicijskom okruženju, a odgovor na pitanje u kojoj mjeri su dotični *trade off*-ovi uistinu djelovali na vođenje, u ovom slučaju, monetarne politike i u kojem smjeru je išla kauzalnost, neće biti predmetom istraživanja.

Mikroekonomska simulacija pomoću koje je prikazana veza pretvorbenog i stabilizacijskog procesa bazira se na nekoliko pretpostavaka. Prvo je pretpostavljeno da je postojalo poduzeće X kojem je, u približnom trenutku monetarnog osamostaljenja u siječnju 1992. godine, vrijednost bila 55 milijuna HRD-a, odnosno 55.000,00 kuna, a što je prema tadašnjem tečaju njemačke marke iznosilo 1.000.000,00 DM. Naravno, razlog za odabir vrijednosti poduzeća od milijun maraka je jednostavnost daljnjeg izračunavanja.

Drugo je pretpostavljeno da je tijekom sljedećih dviju godina, od monetarnog osamostaljenja do kraja stabilizacijskog programa, realna vrijednost poduzeća u HRD-ima odnosno kunama bila fiksna, tj. da je kroz čitavo razdoblje iznosila 55.000,00 kuna iz siječnja 1992. (u daljnjoj simulaciji će biti korištene kune umjesto HRD-a). Naravno, pretpostavka o fiksnoj realnoj vrijednosti poduzeća od siječnja 1992. do prosinca 1993. godine nije realna za ratno, hiperinflatorno i tranzicijsko okruženje. Međutim, *ceteris*

paribus pretpostavka je napravljena kako bi se utjecaj monetarne politike na pretvorbu mogao što jasnije razaznati.

Treće je pretpostavljeno da je promatrano poduzeće X privatizirano u sklopu pretvorbenog procesa i da je u lipnju 1992. godine kupljeno pomoću kredita s deviznom klauzulom. Pretpostavka kredita s deviznom klauzulom je naravno napravljena kako bi se uočio utjecaj monetarne politike na pretvorena poduzeća i nakon lipnja 1992. godine.

U sklopu simulacije, a s ciljem što jasnijeg predočenja problema nastalih uz *trade off* koji je proizašao iz sukobljenih ciljeva pretvorbe i stabilizacije, analitička pažnja je usmjerena na kretanje nominalnih vrijednosti kapitala poduzeća izraženog u kunama i njemačkim markama. Naime, u promatranom je razdoblju realni tečaj njemačke marke bio izuzetno volatilan i slična razina volatilnosti nije zabilježena niti u jednoj drugoj promatranoj tranzicijskoj ekonomiji (Tica 2005.). Kako volatilnost realnog tečaja podrazumijeva različitosti u kretanju nominalnih veličina izraženih u kunama i njemačkim markama, od iznimne je važnosti uočiti kako su se navedene različitosti reflektirale na gospodarstvo u kojem je cijena kapitala (cijena poduzeća i dionica) bila izražena u njemačkim markama, a sve ostale mikroekonomske varijable (prihodi, rashodi, profiti itd.) izražene su u kunama.

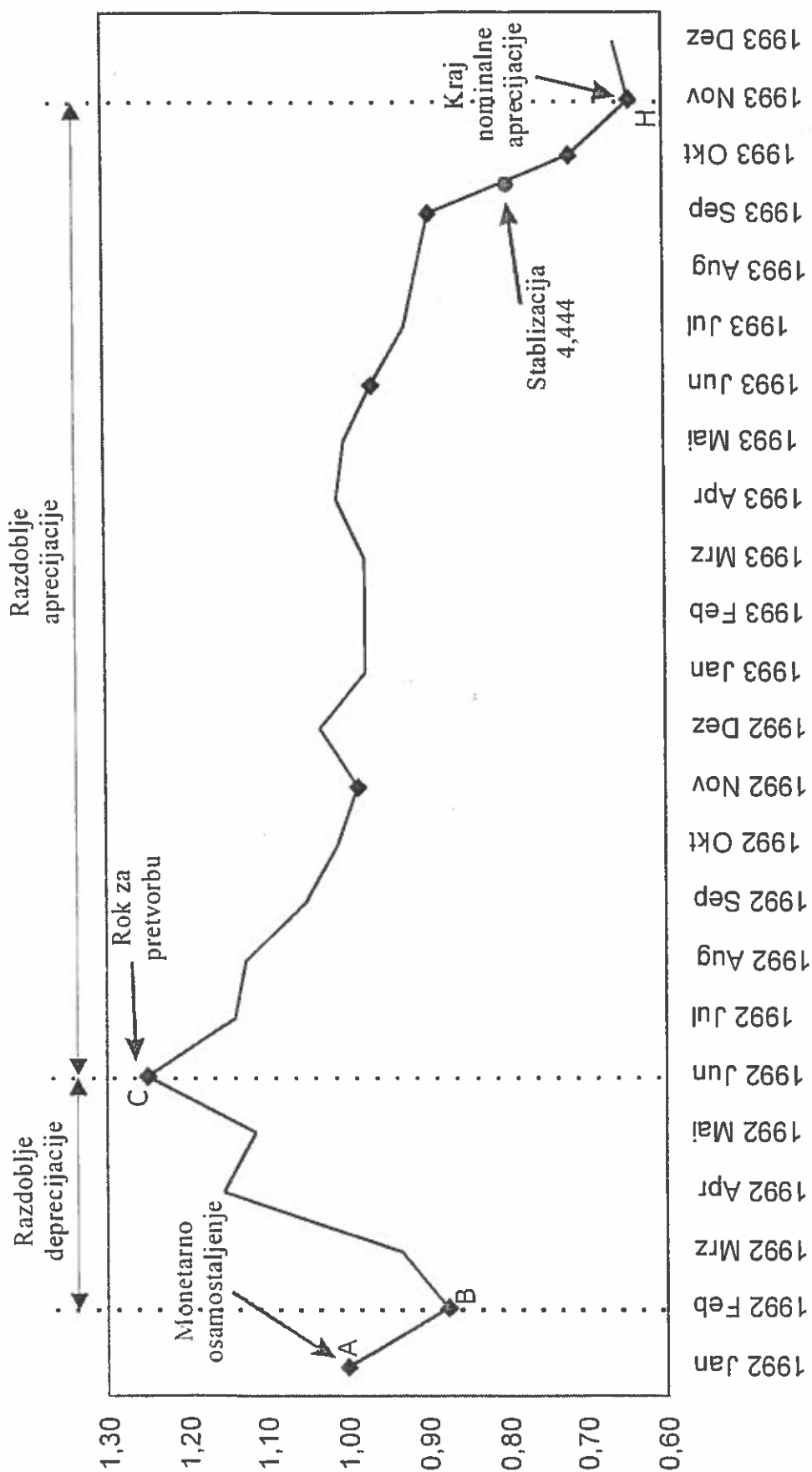
Mikroekonomska simulacija je napravljena za razdoblje od siječnja 1992., kada se Hrvatska monetarno osamostalila, pa do studenog 1993. kada je završeno razdoblje volatilnosti realnog tečaja. U promatranom razdoblju možemo uočiti dva suprotna trenda realnog tečaja. Od napuštanja stabilizacijskog programa u veljači 1992. pa do lipnja 1992. godine, realni tečaj je deprecirao, a nakon što je prošao rok za pretvorbu poduzeća u lipnju 1992. godine, realni tečaj je započeo trend aprecijacije koji je uz kratko razdoblje stabilnosti trajao sve do stabilizacijskog programa, tj. do studenog 1993. godine (grafikon 3).

Analiziramo li vrijednosti poduzeća X u razdoblju od stjecanja monetarne neovisnosti pa do roka za pretvorbu u lipnju 1992. godine, uočiti ćemo određene specifičnosti. U promatranom razdoblju je razina cijena porasla 2,15 puta i sukladno tome nominalna vrijednost poduzeća porasla s 55.000,00 kn na 118.317,42 kn. Realna vrijednost poduzeća je, kao što je rečeno, kroz čitavo razdoblje ostala ista.

Medutim kako je rečeno, zbog hiperinflacije u pretvorbenom procesu cijena kapitala je bila izražena u njemačkim markama, stoga je za ocjenu ovog postupka značajno analizirati vrijednost poduzeća u njemačkim markama. Iz činjenice što je realni tečaj u promatranom razdoblju od siječnja do lipnja deprecirao, proizlazi i logičan zaključak da je tečaj marke porastao više nego razina cijena. Sukladno tome, kako je tečaj porastao (deprecirao) 2,64 puta, a razina cijena 2,15 puta, vrijednost poduzeća u njemačkim markama je pala s početnih 1.000.000,00 DM na 815.982,21 DM. Naravno i dalje je realna vrijednost poduzeća izražena u kunama iz siječnja 1992. godine iznosila 55.000,00 kn.

Očigledno je dakle da je deprecijacija realnog tečaja njemačke marke u razdoblju od stjecanja monetarne neovisnosti pa do roka za pretvorbu u lipnju 1992. djelovala na način da je smanjila procijenjenu vrijednost poduzeća izraženu u njemačkim markama. Iako je realna vrijednost poduzeća u lipnju u odnosu na siječanj 1992. bila nepromijenjena, cijena poduzeća izražena u njemačkim markama je, zbog činjenice što je deprecijacija bila veća od inflacije, pala 28,4%. Kako su poduzeća u pretvorbi privatizirana po cijenama izraženima u njemačkim markama, ovakvo kretanje realnog tečaja je zapravo rezultiralo preraspodjelom bogatstva u korist novih vlasnika poduzeća. Može se čak zaključiti da je monetarna politika, upravljajući tako realnim tečajem, svim kupcima poduzeća u trenutku pretvorbe diskontirala cijenu kapitala za 28,4%.

Grafikon 3: Kretanje realnog tečaja njemačke marke od 1992:1 do 1993:12



Izvor: HNB 2005; DB 2005.

U lipnju 1992. godine je istekao rok za pretvorbu i realni tečaj je počeo aprecirati. Od lipnja 1992. do studenog 1993. godine, razina cijena je porasla 52,3 puta, a tečaj njemačke marke je deprecirao 25,6 puta. Sukladno tome nominalna cijena poduzeća izražena u kunama je od lipnja 1992. do studenog 1993. godine porasla sa 118.317,42 kn na 6.187.969,61 kn. Cijena izražena u njemačkim markama je porasla sa 815.982,21 DM u lipnju 1992. na 1.663.918,00 DM u studenom 1993, a realna cijena u kunama od siječnja 1992. godine je, kao što je rečeno, kroz čitavo razdoblje ostala nepromijenjena.

Na temelju promatranog razdoblja možemo zaključiti da je monetarna politika manipulacijom s realnim tečajem kreirala značajne poremećaje na tržištu kapitala. Tijekom promatranog razdoblja vrijednost izražena u njemačkim markama bila je promjenjiva unatoč činjenici što je realna vrijednost bila fiksna. U siječnju 1992. godine je vrijednost izražena u njemačkim markama iznosila 1.000.000,00 DM, a u lipnju 1992., kada je poduzeće pretvoreno, 815.982,21 DM, da bi u studenom 1993. godine iznosila 1.663.918,00 DM.

U konačnici je dakle kupac našeg imaginarnog poduzeća X, zahvaljujući monetarnoj politici, za 815.982,21 DM kupio poduzeće koje je na kraju promatranog razdoblja vrijedilo približno 1.663.918,00 DM, a da se realna vrijednost poduzeća kroz čitavo razdoblje nije promijenila. Novi vlasnici poduzeća su dakle, neračunajući popuste, subvencije i pomoć države, samo manipulacijom realnog tečaja ukupno ostvarili popust od 51% u formalno-pravnom dijelu pretvorbe.

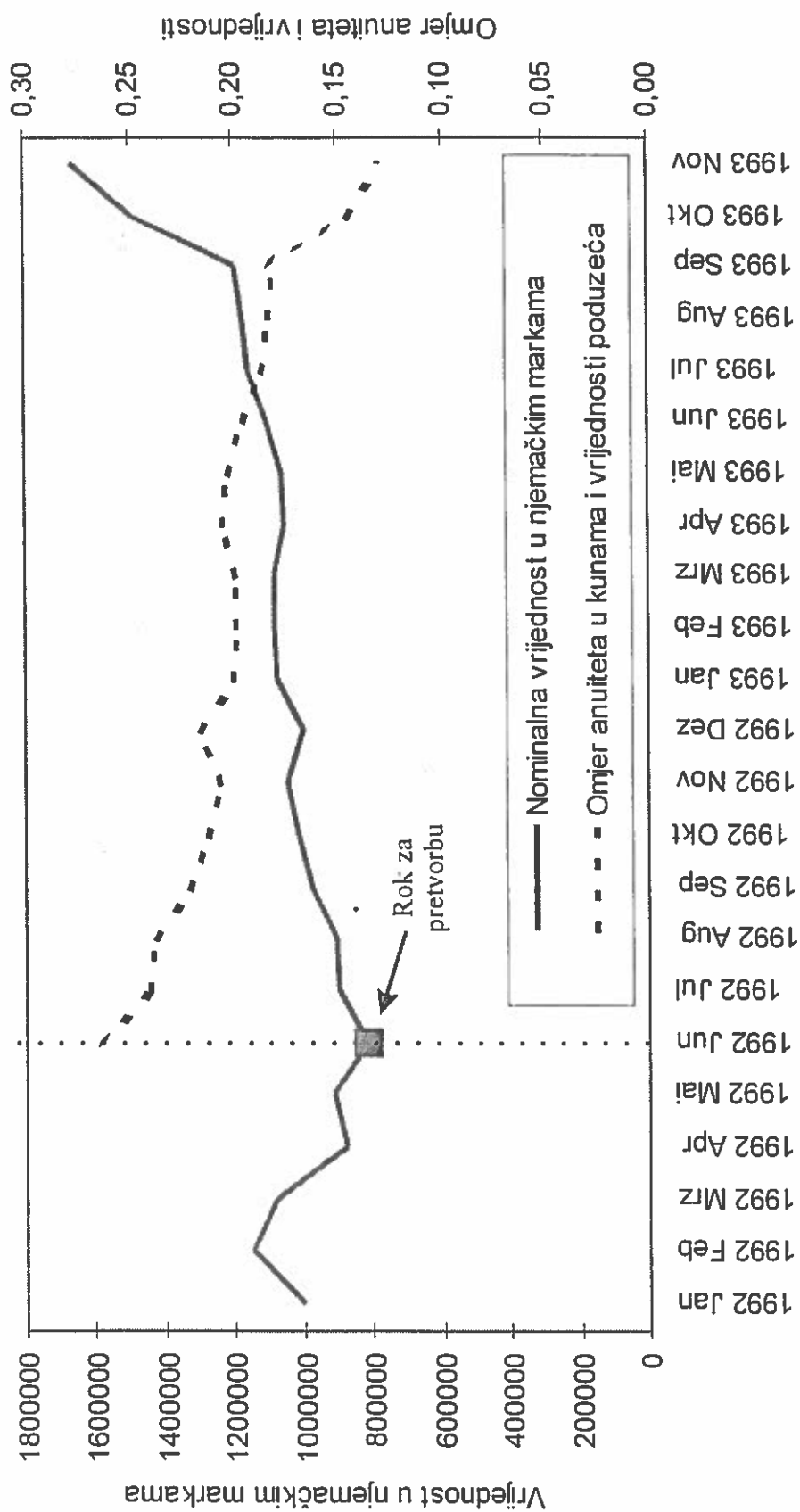
Međutim utjecaj monetarne politike na pretvorbeni proces nije završio samo na preraspodjeli bogatstva u pretvorbi. Aprecijacijski trend realnog tečaja koji je nastupio nakon lipnja 1992. godine imao je snažan utjecaj i na preraspodjelu bogatstva između vjerovnika i dužnika u svim ugovorima s deviznom klauzulom koji su proizašli iz pretvorbe (grafikon 3).

Učinak aprecijacije na preraspodjelu bogatstva nakon lipnja 1992. godine najlakše je uočiti ako se vratimo na našu mikroekonomsku simulaciju i imaginarno poduzeće X. Kao i do sada, pretpostavka da je realna vrijednost poduzeća fiksna i dalje stoji. Međutim u ovom djelu simulacije koncentrirat ćemo se na omjer anuiteta kredita kojim je kupljeno poduzeće i vrijednosti poduzeća.

Kao što smo rekli, nominalna vrijednost poduzeća X u lipnju 1992. godine iznosila je 815.982,21 DM. Godišnji anuitet kredita od 815.982,21 DM uz kamatnu stopu 15% i na rok od šest godina uz godišnju otplatu, iznosi 215.612,62 DM. Kako smo pretpostavili da se radi o kreditu s deviznom klauzulom, iznos anuiteta izražen u njemačkim markama će kao i realna vrijednost poduzeća ostati fiksna kroz čitavo razdoblje. Međutim činjenica da su realna vrijednost koja proizlazi iz kunkskih varijabli i anuitet s deviznom klauzulom bili fiksni u razdoblju u kojem je realni tečaj snažno aprecirao, znači da je došlo do promjene relativnih odnosa tih dviju inače fiksnih veličina.

Kako je realni tečaj aprecirao od lipnja 1992. kada je izvršena pretvorba, pa sve do studenog 1993. kada je realni tečaj stabiliziran, relativni omjer anuiteta i vrijednosti poduzeća se smanjivao. Naime, u lipnju 1992. godine kada je poduzeće prema mikroekonomskoj simulaciji kupljeno, anuitet izražen u kunama je iznosio 31.263,83 kn, što je u odnosu na tadašnju vrijednost poduzeća od 118.317,42 kn bilo 26,42%. Sedamnaest mjeseci kasnije, u studenom 1993. godine, anuitet je u kunama iznosio 801.844,99 kn, a vrijednost poduzeća 6.187.969,61 kn, što znači da je omjer anuiteta i vrijednosti poduzeća iznosio 12,96%. Usporedimo li omjer anuiteta i vrijednost poduzeća iz studenog 1993. godine i iz lipnja 1992. godine, vidjeti ćemo da je realni teret otplate kredita kojim je pretvoreno poduzeće, pao za više nego dvostruko, s 26,42 na 12,96% vrijednosti poduzeća.

Grafikon 4: Nominalna vrijednost poduzeća X izražena u njemačkim markama i odnos anuiteta i vrijednosti poduzeća X



Izvor: HNB 2005; DB 2005.

Kako je u simulaciji čitavo promatrano razdoblje, od monetarnog osamostaljenja pa do stabilizacije, realna vrijednost poduzeća kao i anuitet otplate kredita, kojim je kupljeno poduzeće, bila fiksna, sve preraspodjele bogatstva između javnog sektora i vlasnika pretvorenih poduzeća bila su posljedica upravljanja realnim tečajem.

Analiziramo li grafički dvije promatrane varijable iz mikroekonomske simulacije, rezultat će biti još intuitivniji. Činjenica što je realni tečaj njemačke marke bio najdepreciraniji u lipnju 1992. rezultirala je posljedicom da je vrijednost našeg poduzeća X izražena u njemačkim markama u trenutku pretvorbe bila povijesno najniža. Također realna aprecijacija koja je počela nakon pretvorbe, rezultirala je s činjenicom da je vrijednost našeg poduzeća X izražena u njemačkim markama u studenom 1993., kada je realni tečaj stabiliziran, bila najviša od osamostaljenja monetarne politike. Osim toga, konstantna aprecijacija realnog tečaja nakon pretvorbe rezultirala je padom omjera anuiteta i vrijednosti poduzeća za gotovo dvostruki iznos (grafikon 4).

U konačnici je poduzeće X iz mikroekonomske simulacije, unatoč činjenici što mu je realna vrijednost, kao i svi drugi mikroekonomski indikatori (profit, prihod, rashod) bila nepromijenjena, kupljeno u lipnju 1992. godine za 815.982,21 DM, a u studenom 1993. je vrijedilo 1.663.918,00 DM (tablica 1).

ZAKLJUČAK

Možemo dakle zaključiti da je kretanje realnog tečaja u razdoblju od monetarne neovisnosti pa do stabilizacije realnog tečaja djelovalo snažno na preraspodjelu bogatstva od javnog sektora k privatnom sektoru i da je upravljanje realnim tečajem u promatranom razdoblju djelovalo na ubrzanje privatizacijskog procesa. Kako je privatizacija bila jedna od tranzicijskih reformi provedenih s ciljem osiguravanja dugoročno održivog rasta, može se zaključiti i da je preraspodjelom bogatstva, monetarna politika zapravo djelovala u smjeru osiguravanja dugoročnog rasta gospodarstva. U tom smislu, veza monetarne politike i preraspodjele bogatstva koja je nastala u uvjetima hiperinflacije, izražavanje vrijednosti poduzeća u stranom novcu i privatizacije može biti smatrana ključnom specifičnošću proizašlom iz tranzicijskog okruženja.

Medutim kao što znamo iz standardne ekonomske teorije, u uvjetima hiperinflacije, nemobilnosti kapitala i upravljanog tečaja, monetarna politika je upravljanjem realnim tečajem djelovala i na vanjsku ravnotežu i to s kauzalnošću koja je išla od realnog tečaja k vanjskoj ravnoteži.

Spojimo li utjecaj realnog tečaja na preraspodjelu bogatstva, odnosno na ubrzanje procesa privatizacije s utjecajem realnog tečaja na vanjsku ravnotežu, doći ćemo do *trade off*-a u kojem se našla monetarna politika toga vremena. Hiperinflatorno okruženje u kojem se provodio proces privatizacije i cijena kapitala izražena u stranom novcu doveli su dakle monetarnu politiku u položaj u kojem je upravljanje realnim tečajem značilo izbor između bržeg rasta privatnog sektora i održavanja vanjskotrgovinske ravnoteže.

Cilj je ove analize bio samo ukazati na *trade off* koji je tijekom pretvorbenog procesa nastao između privatizacije, odnosno postizanja razvojnih rezultata privatnog sektora i vanjske ravnoteže hrvatskog gospodarstva. Odgovor na pitanje u kojoj mjeri su nosioci monetarne politike bili svjesni *trade off*-a i u kojoj mjeri su zainteresirani sudionici u pretvorbenom procesu kroz *policy seeking* i *rent seeking* bili u mogućnosti lobiranjem djelovati na putanju realnog tečaja, nije bilo predmetom ovoga istraživanja.

Tablica 1: Rezultati mikroekonomske simulacije utjecaja monetarne politike na pretvorbeni proces

Mjesec	Cijene na malo bazni indeks jan92=1	Tečaj Kn/DM kraj razdoblja	Realna vrijednost u stalnim cijenama iz siječnja 1992.	Nominalna vrijednost u kunama	Nominalna vrijednost u njemačkim markama	Anuitet kredita u njemačkim markama (devizna klauzula)	Anuitet kredita u kunama	Omjer anuiteta u kunama i vrijednosti poduzeća
1992Jan	1,000	0,055000	55.000,00	55.000,00	1.000.000,00			
1992Feb	1,1500	0,055000	55.000,00	63.250,00	1.150.000,00			
1992Mrz	1,3145	0,067000	55.000,00	72.294,75	1.079.026,12			
1992Apr	1,5024	0,094000	55.000,00	82.632,90	879.073,40			
1992Mai	1,8690	0,112500	55.000,00	102.795,33	913.736,24			
1992Jun	2,1512	0,145000	55.000,00	118.317,42	815.982,21	215.612,62	31.263,83	26,42%
1992Jul	2,6568	0,163000	55.000,00	146.122,01	896.454,08	215.612,62	35.144,86	24,05%
1992Aug	3,2147	0,195000	55.000,00	176.807,64	906.705,84	215.612,62	42.044,46	23,78%
1992Sep	4,1405	0,234000	55.000,00	227.728,24	973.197,60	215.612,62	50.453,35	22,16%
1992Okt	5,5400	0,301000	55.000,00	304.700,38	1.012.293,63	215.612,62	64.899,40	21,30%
1992Nov	7,3183	0,386000	55.000,00	402.509,20	1.042.769,96	215.612,62	83.226,47	20,68%
1992Dez	8,9577	0,495000	55.000,00	492.671,27	995.295,49	215.612,62	106.728,24	21,66%
1993Jan	11,7614	0,603000	55.000,00	646.877,37	1.072.765,13	215.612,62	130.014,41	20,10%
1993Feb	14,6900	0,748000	55.000,00	807.949,84	1.080.146,84	215.612,62	161.278,24	19,96%
1993Mrz	18,8179	0,956000	55.000,00	1.034.983,74	1.082.618,98	215.612,62	206.125,66	19,92%
1993Apr	23,1272	1,214000	55.000,00	1.271.995,02	1.047.771,85	215.612,62	261.753,72	20,58%
1993Mai	29,2328	1,517000	55.000,00	1.607.801,71	1.059.856,10	215.612,62	327.084,34	20,34%
1993Jun	37,7103	1,882000	55.000,00	2.074.064,20	1.102.053,24	215.612,62	405.782,94	19,56%
1993Jul	47,8166	2,278000	55.000,00	2.629.913,41	1.154.483,50	215.612,62	491.165,54	18,68%
1993Aug	61,2531	2,865000	55.000,00	3.368.919,08	1.175.887,98	215.612,62	617.730,14	18,34%
1993Sep	79,9965	3,683000	55.000,00	4.399.808,31	1.194.626,21	215.612,62	794.101,26	18,05%
1993Okt	110,9552	4,092921	55.000,00	6.102.534,13	1.490.997,29	215.612,62	882.485,40	14,46%
1993Nov	112,5085	3,718915	55.000,00	6.187.969,61	1.663.918,00	215.612,62	801.844,99	12,96%

Izvor: HNB 2005; DB 2005.

LITERATURA

1. Anušić, Z. et. al.: A Road to Low Inflation, The Government of the Republic of Croatia, 1995.
2. Balassa, B.: The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy*, 1964, 72(6), p. 584-596.
3. De Gregorio, J., Giovannini, A., Wolf, H. C.: International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation, *European Economic Review*, 38, 1994, p. 1225-1224.
4. Družić, I. (urednik: Družić, I.): Tržišno restrukturiranje i privatizacija hrvatskog gospodarstva, *Politička kultura*, Zagreb, 2003., p. 91-120.
5. Egert, et. al.: The Balassa-Samuelson effect in Central and Eastern Europe: myth or reality?, *Journal of Comparative Economics*, 31, 2003, p. 552-572.
6. Harrod, R. F.: *International Economics*, Nisbet & Cambridge University Press, 1933.
7. Khamis, M.: Credit and Exchange Rate-Based Stabilization, IMF working paper WP/96/51, International Monetary Fund, Washington, 1996.
8. Kiguel, M. A., Liviatan, N.: The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations, *The World Bank Economic Review* 6(2), 1992, p. 279-305.
9. Kovačević, Z.: *Restrukturiranje hrvatskih poduzeća*, *Politička kultura*, Zagreb, 2001.
10. Mihaljek, D., Klau, M.: The Balassa-Samuelson effect in Central Europe: A Disaggregated Analysis, BIS working paper 143, 2003.
11. Rebelo, S., Vegh, C. A.: Real Effects of Exchange-Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories, NBER working paper No. 5197, 1995.
12. Reinhart, C. M., Vegh, C. A.: Do Exchange Rate-Based Stabilizations Carry the Seeds of Their Own Destruction?, mimeo, International Monetary Fund, 1995a.
13. Samuelson, P.A.: Theoretical Notes on Trade Problems, *Review of Economics and Statistics*, 46 (2), 1964, p. 145-54.
14. Sobolev, Y.V.: Exchange-Rate-Based Stabilization: A Model of Financial Fragility, IMF working paper No. 122, 2000.
15. Šonje, V., Škreb, M. (urednik: Blejer, M. I. i Škreb, M.): Exchange Rate and Prices in a Stabilization Program: The Case of Croatia, *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, 1997., p. 212-233.
16. Tica, J.: *Makroekonomska analiza realnog tečaja u tranzicijskim uvjetima hrvatskog gospodarstva*, neobjavljena doktorska disertacija, 2005.
17. Vegh, C. A.: Stopping High Inflation: An Analytical Overview, *IMF Staff Papers* 39(3), 1992, p. 626-695.