

Gorazd Nikić*

UDK 338.97:332.57:338.98(497.5)

Izvorni znanstveni rad

KONTROVERZE TEČAJNE POLITIKE**

Autor iznosi argumente za tezu o postojećoj precijenjenosti domaće valute i predlaže "strategiju izraza" u obliku asimetričnih intervencija središnje banke, uz odgovarajuću podršku fiskalne politike i politike dohodaka.

U čemu je kontroverza?

Kontroverze o politici tečaja ponovo su se zaoštrile. Je li kuna precijenjena ili ne, koje su posljedice njezine eventualne precijenjenosti, koliko bi ona mogla iznositi i što bi u tom slučaju valjalo činiti, pitanja su o kojima se naši ekonomisti spore zapravo još od uspješnog stabiliziranja cijena na svršetku godine 1993. To je donekle i razumljivo, jer je tečaj, nakon uspješne stabilizacije cijena, ostao uporište stabilizacijskog programa. Nosioi ekonomske politike od početka primjene stabilizacijskog programa podržavali su "snažnu" kunu, jer je to osiguravalo kredibilitet stabilizacijskog programa i održavanje stabilnosti cijena. Na kritike o precijenjenosti kune odgovarali su da je njezina razina određena odnosom ponude i potražnje na deviznom tržištu. Drugim riječima, odgovorili su da se radi o ravnotežnom tečaju uobičajenom za tržišne privrede. Takav je tečaj osiguravao stabilnost cijena, a to je bila jedna od ključnih pretpostavki za brži rast investicija. Osim toga, stabilnost tečaja i cijena bilo je dostignuće, zapravo, jedino dostignuće koje nas je svrstavalo među uspješnije tranzicijske zemlje. Snažna domaća valuta dobila je stoga i političku konotaciju. To se, uostalom, nerijetko događa i u drugim zemljama. Sa druge strane,

* G. Nikić, znanstveni savjetnik u Ekonomskom institutu, Zagreb. Članak primljen u uredništvu: 20. 10. 2000.

** Ovaj je rad priređen kao jedan u nizu priloga koji se pripremaju u Ekonomskom institutu Zagreb s pretenzijom da budu doprinos radu na znanstvenim osnovama koncepcije i strategije razvitka Republike Hrvatske.

Zahvaljujem Zdravku Rogiću i Danijelu Nestiću za pažljivo čitanje ovoga rada i brojnim kritikama i sugestijama; također zahvaljujem i drugim kolegama u Ekonomskog institutu, Zagreb, kojih su primjedbe i sugestije pridonijele, nadam se, razumljivosti i cjelokupnosti analize. Naravno, sve greške i propusti pripadaju meni.

kritičari “snažne” kune upozoravali su na nepovoljne posljedice precijenjenosti i na probleme koji otuda mogu proizaći za izvoznu konkurentnost i privredni rast. Relativno visoke stope rasta BDP do 1998. potiskivale su te argumente pomalo u drugi plan. No, neodrživo visoki deficiti u platnoj bilanci od 1997. nadalje i usporavanje privredne aktivnosti, a nadasve uočljiva stagnantnost izvoza, ponovo su, posebno nakon izborne promjene vlasti, oživjeli rasprave o tečaju i njegovoj ulozi u dinamici privredne aktivnosti

U posljednje vrijeme kao da je postignuta suglasnost da je kuna precijenjena. No, kvalifikacija te precijenjenosti kreće se od “ponešto” do “veoma mnogo” precijenjena. Oni, koji dopuštaju da je kuna “ponešto” precijenjena, a to su i dalje nosioci ekonomske politike, spremniji su prihvatiti precijenjenost domaće valute koja osigurava relativnu stabilnost cijena, nego rizik (nepredvidivih) utjecaja promjene tečaja na redistribucije dohotka i cijene. Njihovi se argumenti osobito zasnivaju na posljedicama koje bi (radikalnija) promjena tečaja mogla imati na bilance poduzeća i banaka zbog široke primjene valutnih klauzula, i utjecaj na rast cijena za koji se boje da bi mogao prerasti u nekontroliranu inflaciju. Kritičari takvih stavova upozoravaju na negativne utjecaje dugotrajne precijenjenosti domaće valute na konkurentnost domaćih proizvođača ne samo na stranom, već i na domaćem tržištu, na neodržive deficite u platnoj bilanci i na rastući vanjski dug. Takvo stanje može, u krajnjoj liniji, utjecati na produženu recesiju i na pojavu valutne krize. Ono, o čemu bi se možda mogle složiti obje strane jest to da rješavanje problema precijenjenosti zahtijeva istovremeno rješavanje i nekih drugih pojava u našoj mikro - i makroekonomskoj sferi, koje posljednjih godina produbljuju problem precijenjenosti. Tome će u ovome članku biti posvećena pažnja.

Iako postoje brojni oblici tečajnih aranžmana, rasprave su se kod nas uglavnom svele na ekstremne alternative: održavati stabilan tečaj (zapravo neki oblik fiksnog tečaja, iako to nije naš proklamirani tečajni aranžman) ili devalvirati. Ponegdje se čuju i glasovi o poželjnosti uvođenja valutnog odbora (currency board) ili prihvaćanja neke druge stabilne valute kao sredstva plaćanja (euro). No, takvi prijedlozi nisu dosada bili popraćeni odgovarajućim analizama načina uvođenja i mogućim posljedicama primjene takvog tečajnog aranžmana. Radi se, očito, samo o prijedlozima, ali koji, zadiru u veoma ozbiljne stvari i bilo bi stoga loše da se ponovi priča o guskama i magli.

Izbor tečajnog aranžmana

O precjenjivanju domaće valute možemo govoriti onda kada troškovi i cijene proizvođača u domaćoj privredi rastu brže od cijena na tržištima njezinih vanjskotrgovinskih partnera, a promjene tečaja ne kompenziraju te promjene u odnosima cijena. Kada bi ponuda i potražnja deviza na deviznom tržištu bila vezana samo uz trgovinu robom i uslugama, tečaj bi se automatski prilagođivao promjenama u odnosima cijena uvoznih i izvoznih proizvoda. No, rast ponude deviza od priljeva

kapitala (u našem slučaju od transfera i repatrijacije štednje iz inozemstva, prodaje nekretnina, zaduživanja u inozemstvu i sl.) može dovesti do trajnije precijenjenosti domaće valute. Konkurentnost proizvođača se u tom slučaju smanjuje i na stranom i na, što se često gubi iz vida, domaćem tržištu (jeftini uvoz!). Ne reagira li privreda na tu precijenjenost odgovarajućim restrukturiranjem, posljedica će biti produbljivanje deficita u platnoj bilanci, rast vanjskog duga i općenito slabljenje privredne aktivnosti, odnosno, produžena recesija. Takvo stanje često prethodi valutnim krizama.¹

U izbjegavanju takvog ishoda, velika važnost pripada izboru tečajnog aranžmana. Ekonomska je literatura u posljednjih desetak godina upravo krcata raspravama o tom problemu, a predmet analiza najčešće su zemlje Južne Amerike i Dalekog istoka. Ovaj je problem veoma prisutan i kod novih, postsocijalističkih privreda. No, one imaju cijeli niz specifičnih obilježja, razdoblje njihova postojanja je prekratko za opsežnije analitičke zahvate pa se u relevantnoj literaturi tek s oprezom pokušavaju izvući neki zaključci koji bi vrijedili i za njih. Problem je u tim zemljama to složeniji, što one moraju radikalno restrukturirati svoje privrede kako bi povećale izveznu konkurentnost, za što im je potreban priljev kapitala iz inozemstva, a imaju nerazvijene financijske strukture i često još uvijek posluju u uvjetima "mekog budžetskog ograničenja". Budući da se najčešće radi o malim privredama, priljev kapitala, koji je vremenski neujednačen, često izaziva šokove na deviznom tržištu. Stanje se može dodatno komplicirati ako se radi o priljevu spekulativnog kapitala.

Kako riješiti problem eventualne precijenjenosti domaće valute uz istovremeno nastojanje da se poveća izvezna konkurentnost i da se održi bar relativna stabilnost cijena? Gledišta ekonomista o tome veoma se razlikuju. Jedni, kao npr. R. Dornbusch, smatraju da nove male ekonomije uopće nemaju uvjeta za samostalno vođenje monetarne politike, pa je najbolje da se odreknu centralne banke i prihvate neku stabilnu stranu valutu kao vlastitu (npr. euro)². Zatečeni se tečaj bespovratno fiksira u izabranoj stranoj valuti, a domaća se privreda tome mora prilagoditi. Kritičari takvih stavova upozoravaju na probleme koji proizlaze iz nepodudaranja konjunktturnih ciklusa i, u tom slučaju, neefikasnosti jedinstvene kamatne politike u prevladavanju recesije u zemlji koja je prihvatila takav tečajni aranžman. U dužem roku problemi se mogu javiti i iz rizika suviše visoke specijalizacije. Sa druge strane, ističu se mišljenja da ni jedan valutni aranžman nije "za sva vremena i za sve zemlje".³ Prema takvim mišljenjima, izbor tečajnog aranžmana u smislu alternative: fiksni ili fleksibilni tečaj, predstavlja pretjeranu simplifikaciju

¹ Vidi: A. Ahnec-Šonje: "Navješćujući indikatori valutnih i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet", Privredna kretanja i ekonomska politika, Ministarstvo financija RH i Ekonomski institut, Zagreb, br. 75/1999.

² Vidi: R. Dornbusch: "When funny money is no joke", Financial Times, 3. 1. 2000.

³ Vidi Jeffrey A. Frenkel: "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times", NBER Working Paper, No. 7338, September 1999.

problema.⁴ Kontroverze o “fix” vs. “flex” traju već desetljećima. Svaki od tih aranžmana ima i prednosti i nedostatke. Fiksni tečaj, s jedne strane, smanjuje tečajni rizik i pruža pouzdano nominalno sidro monetarnoj politici. Sa druge strane, fleksibilni tečaj stvara uvjete za brzo prilagođivanje šokovima i za neovisno vođenje monetarne politike. No, iskustvo pokazuje, da predugo fiksiranje tečaja može izazvati probleme u platnoj bilanci i u stagnaciju privredne aktivnosti, a nestabilnost fleksibilnog tečaja, inflaciju; posebno ako ne postoji visok stupanj samostalnosti monetarnih vlasti i dobra koordinacija s fiskalnom politikom i politikom dohodaka. Postoje, međutim, i razni drugi tečajni aranžmani koji mogu olakšati probleme neispravne povezanosti domaće sa stranim valutama. O takvim se aranžmanima kod nas malo raspravlja iako literatura obiluje analizama prirode i učinaka takvih aranžmana.⁵

Koji je naš tečajni aranžman?

Prema članku 17. Zakona o osnovama deviznog sustava... “tečaj domaće valute prema stranim valutama formira se na deviznom tržištu u skladu s ponudom i potražnjom deviza”. Da se ipak ne radi o režimu slobodnog fluktuiranje, pokazuje članak 20. istoga Zakona koji navodi da Centralna banka intervenira na deviznom tržištu radi održanja stabilnosti domaće valute. Ako promatramo kretanje tečaja kune prema njemačkoj marki (za koju je kuna vezana) u šestogodišnjem razdoblju 1994-1999., opažamo veoma visok stupanj stabilnosti tečaja. Tečaj kune u tom razdoblju fluktuirao je oko centralne vrijednosti +/- 4,2%. U maloj privredi kao što je naša, priljev kapitala ima visok stupanj neujednačenosti, pa je u razdobljima više ponude deviza od potražnje Centralna banka intervenirala povećavajući devizne rezerve, a u vrijeme veće potražnje, sprečavala suvišnu deprecijaciju prodajama deviza. Iako to nikad nije bilo objavljeno, Banka nije dopuštala da vrijednost domaće valute naraste iznad 3,5 kune za njemačku marku, niti da padne ispod “psihološke granice” od 4 kune za njemačku marku. (Zbog sasvim nejasnih razloga, 4 kune za 1 DM u javnim je medijima proglašeno “psihološkom granicom” na kojoj, valja braniti kunu, jer bi u protivnom moglo doći do inflacijske katastrofe. Na početku ove godine tečaj je dotakao tu granicu i ništa se nije dogodilo). Iako takav tečajni aranžman neki nazivaju “prljavim fluktuiranjem” (dirty float), čini se da je on ipak bliži fiksnom tečaju s nešto širim pojasom intervencije.

Takav tečajni aranžman postavlja, u principu, veoma oštre zahtjeve u pogledu uravnotežene fiskalne i monetarne politike i politike plaća. Ako ti zahtjevi nisu udovoljeni, domaća valuta lako postaje precijenjena, a posljedice su: negativni utjecaji na ekonomsku razmjenu s inozemstvom i na opću privrednu aktivnost. To se događalo u mnogim zemljama u razvoju, a posebno u malim zemljama, gdje i

⁴ Vidi: Michael W.Klein i Nancy P. Marion: “Explaining the duration of exchange-rate pegs”, *Journal of Development Economics*, Vol. 54, 1997.

⁵ Jedan je od rijetkih analitičara kod nas koji se bavi tim problemom Dubravko Radošević; vidi, npr. “Alternativne tečajne politike”, *Ekonomski pregled*, br. 11/1999.

relativno skroman priljev kapitala može utjecati na dugotrajniju precijenjenost domaće valute. Ako priljev kapitala ima pritom još i spekulativni karakter, onda lako dolazi do valutne krize. Tranzicijske su zemlje u pravilu male privrede s nerazvijenom financijskom infrastrukturom, opterećene problemima privatizacije, restrukturiranja i nediscipline u vođenju makroekonomske politike, pa je to vjerojatno i bio motiv naprijed navedenog mišljenja R. Dornbuscha o “smiješnom novcu” i o rizičnosti njihova monetarnog suvereniteta.

Ako razmotrimo našu situaciju, možemo zaključiti da umjereno restriktivna monetarna politika u razdoblju stabilnosti cijena, nije bila praćena odgovarajućom suzdržanošću fiskalne politike i politike plaća. Upravo suprotno! Udio javnih prihoda, odnosno rashoda u BDP povećao se kod nas u svega nekoliko godina od oko 38% na više od 50%. Rast bruto plaća gotovo je poništio učinke koje je rast proizvodnosti mogao imati u poboljšanju konkurentnosti, a javili su se i razni troškovi koji se statistički ne mogu evidentirati: npr., troškovi nemogućnosti naplate dospjelih potraživanja i onoga što je uz to vezano (uzimanje skupih kredita, otpisa potraživanja i sl.) Rast potrošnje apsorbirao je i veliki dio priljev deviza, koji smo imali u tom razdoblju, a koji je mogao biti usmjeren u ekspanziju investicija. U zaokupljenosti rastom potrošnje mogu se, bar dijelom, naći i korijeni bankarske krize. Brzi rast potrošnje i troškova izazvanih financiranjem te potrošnje, u uvjetima de facto fiksnog tečaja, vodio je rastućoj precijenjenosti domaće valute, deficitima u platnoj bilanci i usporavanju privredne aktivnosti. Toga su danas svi svjesni, pa stoga i postoji suglasnost da je potrošnja predimenzionirana (naravno, u odnosu na naš BDP), a kuna precijenjena. Na kraju, i precijenjenost kune bila je u funkciji rasta potrošnje. No, koliko je kuna precijenjena ostaje i dalje predmet sporenja.

Koliko je kuna precijenjena?

Mjerenje precijenjenosti/podcijenjenosti, odnosno, kretanja realnog tečaja domaće valute pripada kontroverznijskim metodološkim zadaćama ekonomskih analitičara. Prema nekima, definiranje “ravnotežnog tečaja” predstavlja gotovo nerješiv problem.⁶ Uvijek se postavlja pitanje izbora baze u odnosu na koji se mjeri promjena realnog (efektivnog) tečaja, izbora deflatora, njegova obuhvata /”tradables/non-tradables”/ i sl. Zbog toga se čini da se uvijek sve može osporavati. To je možda i točno, ali kada se radi o malim promjenama. No, kada dolazi do fundamentalnih promjena, onda stvari postaju jasne i običnom promatraču. Svi će, npr., zaključiti da je “kod nas sve skuplje nego vani”. To, potvrđuju, naravno, i analize. U jednom istraživanju Ekonomskog instituta u Zagrebu, zaključuje se, da u usporedbi s drugim tranzicijskim zemljama, Hrvatska ima razmjerno visoku razinu cijena i aprecirani realni tečaj.⁷

⁶ Vidi : Izlaganje H. Tietmeyera na nedavnom skupu MMF u Pragu; prema Deutsche Bundesbank Auszüge aus Presseartikeln Nr. 48, 6 Oktober 2000.

⁷ Vidi: Danijel Nestić: “Pokazatelji međunarodne konkurentne sposobnosti hrvatskog gospodarstva i politika tečaja”, Ekonomski institut Zagreb, Zagreb, srpanj 1999.

Zapravo, do značajnog rasta precijenjenosti domaće valute došlo je već u prva dva mjeseca provođenja stabilizacijskog programa iz 1993. Toj, inače veoma zanimljivoj epizodi provođenja stabilizacijskog programa u nas začudo nije poklonjena pažnja. A sve elemente koji potkrepljuju tezu o ranoj precijenjenosti kune, možemo naći u knjizi kreatora Stabilizacijskog programa: "Put u nisku inflaciju."⁸ Kako je u toj knjizi opisano stanje neposredno prije objavljivanja Programa?

U tijeku godine 1992. NBH je nastojala ostvariti dva cilja: (a) usporiti rast cijena, pa je stoga vođena relativno restriktivna monetarna politika, i (b) maksimirati rast deviznih rezervi, čemu je služilo stalno i često indeksiranje tečaja. Oko polovine 1992. donesena je odluka da ovlaštene banke mogu slobodno formirati tečaj ovisno o odnosima ponude i potražnje deviza. Zapravo, u inflatornim uvjetima i u nastojanju da se maksimira rast deviznih rezervi, centralna je banka i dalje imala snažan utjecaj na formiranje tečaja. Devizne su rezerve doista rasle, saldo tekućeg računa bio je pozitivan, ali je indeksiranje tečaja (njemačka marka je već u velikoj mjeri obavljala funkciju transakcijskog novca) davalo poticaj stalnom rastu inflacijskih očekivanja. Realna se količina novca smanjivala, a zbog kupovne moći stanovništva, razlika između službenog i "crnog" tečaja postajala je sve manja. Uoči proglašenja Stabilizacijskog programa 03. 10. 1993. razlika između službenog i "crnog" tečaja praktično je nestala. Bez obzira koliko teško bilo pouzdanije odrediti razinu ravnotežnog tečaja, čini se da je zatečeni tečaj neposredno prije proglašenja Programa bio najbliži tom konceptu.

Kao što je poznato, prilikom proglašenja Programa, domaća je valuta devalvirana za oko 20%, (od 3,7088 na 4,444 HRD za DEM). Bilo je savim logično očekivati da će ta devalvacija izazvati prilagođivanje troškova i rast cijena. Zbog toga i nije zamrznuta gornja granica tečaja, već je bilo predviđeno da bi u studenome interventni tečaj NBH morao iznositi 4,6, a u prosincu 4,75 HRD za 1 DEM. Bilo je čak predviđeno i da će se stopa degresivnog rasta nominalnog tečaja nastaviti i u prvom polugodištu 1994.⁹

No, stvarna su kretanja bila različita od očekivanih. Cijene su, doduše prema očekivanjima, znatno porasle: u listopadu su cijene proizvođača porasle za 23%, a cijene na malo za 38%. Ali su se, nakon toga cijene sasvim stabilizirale a cijene proizvođača su čak i nešto opale. Međutim, umjesto daljeg predviđenog prilagođivanja tečaja (cijene su porasle ipak iznad iznosa devalvacije!) tečaj kune prema DEM počeo se smanjivati. Prvih deset dana od proglašenja Programa tečaj HRD za 1 DEM ostao je na 4,444, a zatim se, od 23.10. do 19.11. 1993., dakle, u manje od mjesec dana, vratio na preprogramsku razinu. Sasvim je jasno da je u toj kratkoj epizodi od tek mjesec i pol dana, došlo do veoma značajnog precjenjivanja domaće valute. Troškovi i cijene zadržali su se na razini višoj od devalvacije, a tečaj se smanjio na preprogramsku razinu. Koristeći se za to uobičajenim modelom, napra-

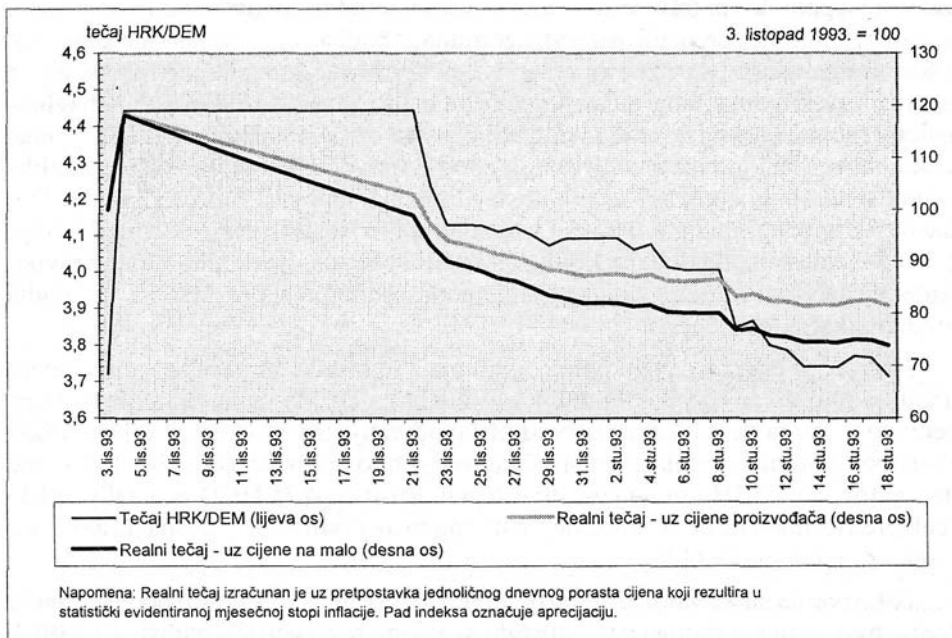
⁸ Vidi: Zoran Anušić et al.,: "Put u nisku inflaciju", Hrvatska 1993.-1994., Vlada Republike Hrvatske, Zagreb, 1995.

⁹ Ibid, str.47

vili smo procjenu kretanja realnog tečaja domaće valute prema DEM u razdoblju između 3.10. 1993. - 19.11. 1993. na osnovi dnevnih tečajeva HRK prema DEM i procijenjenih prosječnih dnevnih stopa rasta cijena proizvođača i cijena na malo. Rezultati analize pokazuju da je u tome razdoblju HRK aprecirao prema DEM, pri cijenama proizvođača, za 18,5%, a pri cijenama na malo, za 26,2%.¹⁰ (slika 1.).

Slika 1.

DNEVNI NOMINALNI REALNI TEČAJ KUNE PREMA NJEMAČKOJ MARKI
(3. 10.-18. 11. 1993.)



Ta aprecijacija svakako nije bila mala. No, uz efikasno restrukturiranje, što podrazumijeva dobro provedenu privatizaciju i zadovoljavajući priljev kapitala iz inozemstva, uz privlačenje strateških partnera koji bi ne samo unijeli novu tehnologiju, već i unaprijedili kvalitetu menadžmenta i uz umješno vođenje ekonomske politike, privreda se toj precijenjenosti možda mogla i prilagoditi, ali se to nije dogodilo. Podozrivost prema stranim investitorima i još uvijek postojeći politički i komercijalni rizici, otežavali su priljev kapitala. No, ta je pojava, u sjeni uspjeha stabiliziranja cijena i oživljavanja rasta BDP, ostala uglavnom nezapažena. Uspjeh prve faze Stabilizacijskog programa svrstao nas je među uspješnije

¹⁰ Proračun je napravio mr. Danijel Nestić u Ekonomskom institutu, Zagreb, za što mu zahvaljujem.

postsocijalističke privrede (“Imamo gospodarsko čudo!”) U takvim je okolnostima, počela slabiti disciplina makroekonomskog upravljanja potražnjom. Domaća je potrošnja počela rasti brže od rasta BDP. Posebno je brz bio rast javne potrošnje, ali i potrošnje stanovništva. Jačala je porezna presija, a rast bruto plaća blokirao je moguće utjecaje rasta proizvodnosti rada na rast konkurentnosti. Jedino investicije stagniraju na razini ili ispod razine amortizacije. Posljedica su: stagnantnost izvoza, brzi rast uvoza s posljedičnim rastom deficita u platnoj bilanci i rastom vanjske zaduženosti.

U tržišnim bi privredama pretjerano brzi rast troškova rada u odnosu na rast proizvodnosti, a da se i ne govori o rastu javnih prihoda iznad rasta ukupne privrede, izazvao paniku i pokretanje svih mehanizama dogovaranja između vlade, sindikata i poslodavaca. Ako se na mikroekonomskoj razini, međutim, rast nekih troškova nikako ne može izbjeći, menadžeri će ih najprije pokušati ukalkulirati u cijene, a ako i to ne ide (npr. zbog inozemne konkurencije), morat će se restrukturirati. Ako i u tome ne uspiju, otići će u stečaj, ali se to kod nas nije bezuvjetno moralo događati. Zbog stabilnog, ali i precijenjenog tečaja, koji je osiguravao snažnu uvoznu konkurenciju (i stabilnost cijena!), domaći proizvođači nisu mogli rast troškova pretačati u cijene. Ne može se reći da se firme kod nas nisu pokušavale restrukturirati. No, u uvjetima nepostojanja mehanizama koji bi usmjerivali investicije u poboljšanje konkurentnosti postojećih ili u kreiranje novih propulzivnih proizvodnji, restrukturiranje se, najvećim dijelom, svelo na smanjenje viška zaposlenih. Ako takvo restrukturiranje nije uspijevalo, ishod nije morao biti kao u tržišnim privredama – stečaj. Naša privreda još uvijek posluje u uvjetima tzv. “mekog budžetskog ograničenja”. Ako se ne restrukturiraju i posluju nerentabilno ili imaju gubitke, firme naprosto sve više kasne s izvršavanjem svojih financijskih obveza. Problem nelikvidnosti tako se produbljuje. Razloge zašto sudovi ne tjeraju nesolventne firme u stečaj možda valja jednako toliko tražiti i u socijalnoj sferi koliko i u sferi efikasnosti sudovanja. Uz visoku razinu nezaposlenosti i uz niz naprijed navedenih problema, socijalni elementi mogu imati sasvim opipljiv utjecaj na donošenje odluka.

Može se, dakako, postaviti pitanje zašto se problemi tih obilježja i dimenzija ne susreću u Sloveniji, koja također nije imala suviše visok priljev kapitala iz inozemstva, ili u nekim drugim postsocijalističkim privredama kao npr. Mađarskoj i u Češkoj? Za razliku od nas, te su zemlje u posljednjih šest ili sedam godina bilježile i rast cijena i klizanje tečaja, ali su imale i relativno visoke stope rasta privredne aktivnosti i izvoza. Suprotno nekim mišljenjima, da je klizanje tečaja u tim zemljama bilo posljedica rasta cijena, bio bih skloniji pretpostaviti da je bilo upravo obratno: da su cijene rasle zbog klizanja tečaja. Na taj način bilo je moguće da rast cijena apsorbira dio troškova koji nije mogao biti smanjen restrukturiranjem, a da pritom ipak nije slabila izvozna konkurentnost. Rast izvoza je pritom mogao davati snažne impulse rastu opće privredne aktivnosti. Nema sumnje da je proces privatizacije u tim zemljama bio uredniji, restrukturiranje poduzeća efikasnije, a upravljanje agregatnom potražnjom discipliniranije nego kod nas. Precijenjenost kune stoga sasvim sigurno nije kod nas jedini uzrok stagnacije konkurentnosti i

izvoza. No, u modelu rasta kakav je kod nas formiran, rasta zasnovanom na ekspanziji domaće potrošnje, a ne izvoza, precijenjenost domaće valute ima svoje logično mjesto.

U daljoj analizi pažnju ćemo usmjeriti na rast troškova u prerađivačkoj industriji. Ta djelatnost zaslužuje posebnu pažnju, jer generira oko 96% izvoza robe i u najvećoj mjeri određuje stanje na tekućem računu platne bilance. Jedno od nesumnjivo osnovnih obilježja stanja u prerađivačkoj industriji jest visoki stupanj fizičke i tehnološke zastarjelosti osnovnih sredstava. U tijeku osamdesetih godina, nakon dužničke krize, investicije su bile veoma niske, a na početku devedesetih započinje tranzicijska kriza koju su u Hrvatskoj produbile agresija i ratna razaranja. Statistički izvori, a i investicijski testovi pokazuju, da ni nakon uspostavljanja mira u 1995. ne dolazi do većeg oživljavanja investicija. U cijelom razdoblju od godine 1994. njihova se razina, s iznimkom 1997., kreće ispod razine amortizacije. Istovremeno, u cijelom razdoblju stabilnosti cijena, rast troškova, troškova rada, porezne presije i nevidljivih troškova izazvanih nelikvidnošću implicitno su činili pritisak na produbljanje inicijalne precijenjenosti kune (tablice 1., 2., i 3.)

Tablica 1.

KRETANJE PROIZVODNOSTI RADA I BRUTO PLAĆA U PRERAĐIVAČKOJ
INDUSTRIJI HRVATSKE

	Ukupan prihod (mil.)	Broj zaposlenih (000)	UP/Zaposl (000)	Indeks	Bruto plaće	Indeks
1994.	60.484,1	333,4	181,4	100,0	2.343	100,0
1995.	68.987,2	323,6	213,2	117,5	2.743	117,1
1996.	79.292,1	309,3	256,4	141,3	3.034	129,5
1997.	87.056,5	304,2	286,2	157,7	3.358	143,3
1998.	83.110,1	271,0	306,7	169,0	3.681	157,1
1999.	86.640,2	263,9	328,3	180,9	3.869	165,1

Izvor: Zavod za platni promet (ukupni prihod) i Statistička izvješća DZS, Zagreb.
NAPOMENA: od 1996. primijenjuje se Nova klasifikacija djelatnosti, pa podaci o ukupnom prihodu nisu sasvim usporedivi s prethodne dvije godine. Osim toga, od 1995. u bruto plaće uračunat je topli obrok, (koji je do tada iznosio između 10% i 15% bruto plaća), pa je statistički iskazana bruto plaća za godine 1994. uvećana za 12,5%.

Uz sve teškoće koje su vladale, moglo bi se zaključiti da je restrukturiranje u prerađivačkoj industriji bilo zapravo veoma intenzivno. Bez većeg rasta investicija ukupan je prihod porastao u razdoblju 1994.-1999. za 43%, a proizvodnost rada, mjerena ukupnim prihodom po zaposlenome, za čak 80,9%. Rast proizvodnosti

rada pritom proizlazio je najvećim dijelom iz smanjivanja broja zaposlenih. No, povećanje proizvodnosti koje je moralo djelovati na rast konkurentnosti bilo je u velikoj mjeri poništeno rastom troškova bruto plaća. (Rast bruto plaća u nekim drugim djelatnostima kao npr. javnoj upravi i financijskim posrednicima bio je i neusporedivo brži.) Socijalni su se problemi povećali, a da ta žrtva, veoma neravnomjerno raspoređena, nije pridonijela rastu proizvodnje i izvoza.

U navedenom je razdoblju rasla i porezna presija, posebno po uvođenju novog poreznog sustava, PDV na početku 1998. Danas su već pomalo zaboravljene rasprave i kontroverze o pitanju je li stopa od 22% bila viša ili niža od prosječne porezne stope na promet koja je do tada vladala. Može se, međutim, sasvim nedvojbeno tvrditi da je uvedena stopa od 22% bila viša. Kako inače objasniti rast udjela javnih prihoda u BDP ako je porezna stopa bila ista ili manja nego prije. Da je uvođenjem PDV obuhvaćen i dobar dio prijašnje "sive privrede", onda bi to registrirao i Državni zavod za statistiku. Tadašnji ministar financija, doduše, i kroz Sabor proveo rebalans budžeta tvrdnjom da je naš BDP viši od onog kako ga statistika procjenjuje. No, ta metoda procjene BDP nikad nije bila objavljena, niti je znanstveno verificirana. Pogledajmo podatke o prihodu središnje države od poreza na promet i od PDV. (tablica 2.)

Uvođenjem poreza na dodatu vrijednost znatno je podignuta razina poreznog opterećenja u poslovnom sektoru. Prihodi središnje države od poreza na promet i PDV porasli su u 1998. u odnosu na prethodnu godinu za 46,7%, a udio tih poreza u BDP porastao je od 12,2% u 1997. na 16,0% u 1998. No, porast troškova u privatnom sektoru nije proizašao samo iz povećane razine poreznog opterećenja, već i iz troškova uvođenja novog sustava u uvjetima visoke razine zaostalih neplaćanja i nelikvidnosti. Troškovi skupih kredita, otpisa potraživanja, kompenzacija i sl. statistički se, međutim, ne evidentiraju.

Tablica 2.

PRIHODI SREDIŠNJE DRŽAVE OD POREZA NA PROMET I POREZA
NA DODANU VRIJEDNOST (PDV)

U milijunima kuna

	Porez na promet	PDV	Ukupno porezi	Indeks	BDP Porezi/BDP	
1994.	13.107,0	-	13.107,0	100,0	87.441,2	14,9
1995.	12.802,2	-	12.802,2	97,7	98.381,9	13,0
1996.	13.504,7	-	13.504,7	103,0	107.980,6	12,5
1997.	15.131,1	-	15.131,1	115,4	123.810,7	12,2
1998.	1.972,1	20.228,3	22.200,3	169,4	138.391,7	16,0
1999.	385,9	19.831,9	20.217,8	151,3	143.500,0	14,1

Izvor: Mjesečna statistička izvješća, DZS, Zagreb.

Rast troškova koji se ne mogu ukloniti restrukturiranjem, niti ukalkulirati u cijene, a ne dovode ni do stečajeva, mijenjaju ambijent u kojem na uobičajen način funkcionira tržišna makroekonomska politika. Firme su načelno samostalne, ali u uvjetima nerazvijenog financijskog tržišta, bez pravog vlasničkog pritiska na efikasnost poslovanja i postojanja pravne infrastrukture koja tolerira financijsku nedisciplinu, ulaze u sve veće teškoće i gubitke. Precijenjenost domaće valute, koja bi u razvijenom tržišnom ambijentu mogla i vršiti pozitivan utjecaj na restrukturiranje, sada ukazuje na sve nedostatke našeg gospodarskog sustava i dalje ih zaoštrava. To je veoma vidljivo u našoj prerađivačkoj industriji, gdje su gubici stalno veći od dobiti, a njihov je rast u posljednje dvije godine, 1998. i 1999. u najmanju ruku zabrinjavajući (tablica 3.).

Tablica 3.

AMORTIZACIJA, DOBIT I GUBICI U PRERAĐIVAČKOJ INDUSTRIJI

U milijunima kuna

	Amortizacija	Dobit	Gubici
1995.	5.920,2	4.199,1	6.139,9
1996.	4.570,3	6.213,4	6.636,1
1997.	5.143,1	3.313,6	3.767,3
1998.	5.536,2	2.687,0	4.873,9
1999.	6.077,8	3.496,1	7.183,2

Izvor: Zavod za platni promet.

Ako se tečaj ne mijenja, a troškovi rastu, onda rastu ne samo u domaćoj valuti, već i u dolarima, odnosno, u markama. Ako netko, npr., tvrdi da su troškovi rada kod nas viši nego kod naših susjednih postsocijalističkih zemalja, pa smo stoga i manje atraktivni stranim investitorima nego te zemlje, misli na dolarske troškove rada. Jedino tako se mogu i uspoređivati troškovi. Uz manje precijenjenu domaću valutu, ti bi troškovi, ako se naravno ne indeksiraju, bili niži. Oni, koji se slažu da sadašnja razina tečaja precjenjuje domaću valutu, ali se isto tako zalažu za dalje održanje stabilnosti tečaja, rješenje traže u restrukturiranju i smanjenju troškova. Jasno je da bi efikasno restrukturiranje moralo smanjiti ukupne troškove poslovanja i povećati konkurentnost. Teoretski gledajući, to je sasvim ispravno. No, nominalne plaće i poreznu razinu nije moguće smanjivati (to ne pokušava ni sadašnja Vlada), a kada bi se i zaustavio rast troškova i potrošnje, pitanje je koliko bi vremena i svježeg kapitala bilo potrebno da dođe do vidljivog poboljšanja konkurentnosti. Na kolike otpore nailazi sadašnja Vlada, ne da smanji, već samo da obuzda rast rashoda javnog sektora! A kretanje u vanjskotrgovinskoj razmjeni, rast vanjskog duga i koeficijenta otplate duga kod nas pokazuje da je raspoloživo vrijeme sve

kraće. Analize u raznim zemljama koje su se susretale sa sličnim problemima pokazuju da režimi fiksnog tečaja često ne uspijevaju nametnuti makroekonomsku disciplinu i završavaju snažnim devalvacijama.¹¹

Mnogi će s pravom upozoriti da tečaj, odnosno precijenjenost domaće, valute nije jedini uzrok stagnantnosti našeg izvoza. Visoke potrošačke aspiracije u odnosu na rast privrede, problemi s privatizacijom, nedostatak kapitala i novih investicija, problemi u pravnoj i administrativnoj sferi, sve to otežava restrukturiranje i rast konkurentnosti privrede. No, tečaju u svemu tome pripada itekako važna uloga. Osim toga, ulaskom u Svjetsku trgovinsku organizaciju konkurentnost naših proizvođača može štititi praktički jedino tečaj, a eventualnim ulaskom u EU i prihvaćanjem EURA, bespovratno se zamrzavaju zatečeni međutečajni odnosi. Kako naći izlaz iz takvog stanja?

Što nude iskustva s različitim tečajnim aranžmanima?

Postoji čitava lepeza tečajnih aranžmana: od potpune susptitucije domaće valute nekom "čvrstom" stranom valutom, valutnog odbora (currency board), vezanja uz pojedinu valutu ili košarice valuta, puzajućeg i upravljanog fluktuiranja do potpuno slobodnog fluktuiranja tečaja. Iskustva s tim tečajnim aranžmanima su veoma raznolika, a po svemu sudeći ovise o specifičnim obilježjima pojedinih privreda. Razmotrimo neke od tih aranžmana, posebno one koji se danas spominju kao mogući aranžmani za hrvatsku privredu: prelazak na "euro", odnosno, uvođenja valutnog odbora (currency board).

Potpuna "dolarizacija" ili "eurozacija"

Argumenti za supstituciju domaće valute stranom valutom u zemljama koje imaju problema sa kredibilitetom svoje monetarne politike, a tu spadaju prema naprijed izloženom mišljenju R.Dornbuscha i mnoge "nove privrede u tranziciji" (emerging economies), počivaju na činjenici da te zemlje ne koriste na odgovoran način svoj monetarni suverenitet, lako upadaju u dužničke teškoće i inflacijske zamke. Osim toga, praktički je nemoguće u uvjetima monetarnog suvereniteta osigurati istovremeno visok stupanj mobilnosti kapitala i stabilnost tečaja ("nemoguće trojstvo") Monetarna politika u funkciji zadovoljavanja visokih proračunskih potreba, uz nedisciplinu drugih makroekonomskih politika, (bilo pod snažnim pritiskom socijalnih teškoća ili populističkih gospodarskih programa), često završavaju inflacijama, krizama prezaduženosti i sl. Nakon valutnih teškoća u EU

¹¹ Vidi: S. Edwards i M. A. Savastano: "Exchange Rates in Emerginig Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?", Paper presented at the Stanford University Conference on "Economic Policy Reforms: "What We Know and What We Need to Know?" September 17-19, 1998.

početkom devedesetih i dalekoistočne krize 1997.-1998. među ekonomistima su počela prevladavati mišljenja da odgovor na uočene probleme može doći samo od prihvatanja ekstremnih valutnih aranžmana (“corner solution”) – bilo doista fiksnog tečaja, bilo slobodnog fluktuiranja. Valutni aranžmani između tih krajnjih rješenja, kao svojevrсни kompromisi koji bi uklonili neprihvatljive konzekvence ekstremnih rješenja, nose, prema tim mišljenjima, velike rizike. Potpuna suspdstitucija domaće valute ili pak aranžman valutnog odbora, predstavljali bi u tom smislu rješenja pouzdanog fiksiranja. U takvom slučaju nestaju tečajni rizici, a kamatne stope bi trebale biti na razini zemlje čija se valuta prihvaća, ili uz koju je domaća valuta, u okviru aranžmana valutnog odbora, čvrsto vezana.

Monetarna suverenost ima, međutim, svoju vrlo uočljivu političku i ekonomsku privlačnost. Monetarni suverenitet spada među temelje političkog suvereniteta i omogućava autonomno vođenje tekuće i razvojne ekonomske politike. U Izraelu npr., koji je i ekonomski i politički veoma vezan za SAD, javno je protivljenje punoj dolarizaciji 1983. godine prisililo ministra financija da ponudi ostavku. Slični otpori javljaju se i u drugim zemljama, koje razmatraju takve mogućnosti (npr. Argentina u kojoj već postoji aranžman valutnog odbora). S druge strane pak, prihvaćanje eura kao zajedničke valute zemalja članica EU (još uvijek ne svih!) i odricanje od monetarnog suvereniteta, rezultat je dugog procesa harmonizacije monetarnih politika i očevidnih koristi koje za tu integraciju, u konkurentskom nadmetanju sa SAD i Dalekim Istokom, proizlaze iz takvog postupka (eliminiranje svih oblika valutnih rizika u međusobnoj ekonomskoj razmjeni, npr.)

Puna dolarizacija uklanja rizike monetarne nestabilnosti i pojave valutnih kriza, ali ne i realne poremećaje kao npr. rast nezaposlenosti, pad korištenja kapaciteta i sl.. Za male zemlje potpuna dolarizacija obećava pristup gotovo neograničenoj likvidnosti, niske kamatne stope kakve vladaju na području zemlje ili zemalja čija je valuta prihvaćena te s time, pod određenim pretpostavkama (kvaliteta proizvodnih faktora, konkurentni troškovi rada, niska razina administrativnih, političkih i drugih rizika) i visok rast investicija i izvoza. No, cijena takvih očekivanih koristi, osim gubitka monetarnog suvereniteta i nestanka središnje banke kao posljednjeg utočišta poslovnim bankama, su i snažna ograničenja u pogledu fiskalne politike tj. nužnost održanja visokog stupnja uravnoteženosti proračuna, visok stupanj fleksibilnosti plaća i stanja zaposlenosti. Izlazak iz toga sustava je praktički nemoguć, osim kada dolazi do snažnih političkih kriza (kao što je npr. bio raspad Jugoslavije). Zbog toga se gubi i mogući ventil za rješavanje napetosti koje stvaraju fundamentalni poremećaji i razne vrste šokova, a koje inače pružaju fleksibilni tečajni aranžmani, pa u ekstremnom slučaju, i devalvacija. Zemlja se odriče i senjoraža, osim ako si, u okviru monetarne unije, ugovorom ne osigura participaciju u njegovoj raspodjeli. Prihvatanje zajedničke valute ne ukida, ipak, mogućnost vođenja autonomne fiskalne politike i autonomije u poslovanju banaka. Pojava proračunskih neravnoteža i pretjeranog rasta javnog i privatnog duga, kao i pojava teškoća u poslovanju poslovnih banaka, nije stoga isključena. To pak, može utjecati na percepciju rasta rizičnosti takvih zemalja i povećanje kamatnog spreda. Primijećeno je tako npr. da kada dođe do porasta kamatnih stopa u SAD, kamatne stope u Panami, koja je

prihvatila dolar kao vlastito sredstvo plaćanja, porastu za poneki procent više nego u SAD. Nadalje, budući da prelazak na zajedničku valutu izjednačava domaće zaduživanje sa zaduživanjem u inozemstvu, zemlja mora imati visok stupanj konkurentnosti na svjetskom tržištu i odgovarajući rast izvoza da bi mogla uredno servisirati svoj dug. Zbog toga je izuzetno važna i razina tečaja u momentu kada se domaća valuta bespovratno zamjenjuje stranom. (Italija je početkom devedesetih izvršila snažnu devalvaciju kako bi održala konkurentnost na tržištu EU, a nešto kasnije je to učinila i Španjolska.) Poseban problem se javlja u slučaju neusklađenosti konjunkturalnih ciklusa u zemlji koja je prihvatila stranu valutu kao vlastitu i zemlji čija se valuta prihvaća. U takvim slučajevima promjena kamatnih stopa u zemlji ili zemljama čija je valuta prihvaćena može produbiti ciklus u zemlji koja je tu valutu prihvatila. Iz razmatranja ove vrste treba isključiti zemlje EU koje prelaze na zajedničku valutu, jer dugi niz godina usklađuju svoje privredne cikluse i makroekonomsku politiku, napose monetarnu politiku.

Za malu zemlju poput Hrvatske, koja u stupnju razvijenosti daleko zaostaje za zemljama koje prelaze na euro, (a ukoliko želi ući u EU mora osigurati i znatno više stope rasta od zemalja Unije), koja je opterećena ogromnim strukturnim neravnotežama i neusklađenostima ekonomske politike, prelazak na jedinstvenu valutu pretstavljao bi snažan šok čije je posljedice teško predvidjeti a još teže kvantificirati. Ustvari, jedino što je bar donekle moguće kvantificirati su potencijalne koristi od nižih kamatnih stopa i troškovi propuštenog senjoraža. Sve ostalo može biti tek predmet spekulacija.¹²

Valutni odbor (currency board)

Za valutni odbor bi se moglo reći da je, nakon pune "dolarizacije", najčvršći oblik vezanja neke valute za neku drugu ("čvrstu") valutu, dolar, marku i sl. U posljednjoj deceniji takav valutni aranžman prihvatile su: Argentina, Bugarska, Bosna i Hercegovina, Estonija i Litva. U svojoj biti valutni odbor je blizak fiksnom vezivanju za neku valutu, (fixed peg), jedino, što je valutnim odborom zakonski ograničena mogućnost korištenja nekih mjera ekonomske politike a kod fiksnog tečaja takva ograničenja nisu izričito prisutna.¹³ Takav tečajni aranžman prihvaćaju često zemlje sa neugodnim iskustvima visoke inflacije, odnosno, niskim kreditibilitetom monetarne politike (Bugarska i BiH npr.) ili pak zemlje koje pripadaju širem trgovinskom ili valutnom području pa, eventualno, namjeravaju ući u valutnu uniju.

¹² Vidi: Should Each Country Have Its Own Currency? The Pros and Cons of Full Dollarization ,IMF, Prepared by Research and Western Hemisphere Departments, Approved by M.Mussa and C.D.Loser, October 29, 1999.

¹³ Vidi: Currency Board Arrangements; Issues and Experiences; IMF, Staff Team Led by T.J.T.Balino and C.Enoch, IMF, Washington, 1997.

U valutnom odboru središnja banka ima vrlo suženu autonomiju. Mehanizmi reguliranja novca u optjecaju gotovo su jednaki onima koji su vrijedili u uvjetima zlatnog standarda, a u osnovi proizlaze iz promjena deviznih rezervi središnje banke. Volumen primarnog novca je stoga usko povezan s razinom službenih deviznih rezervi, a formiranje kamatnih stopa na lokalnim tržištima određuju kretanja kamatnih stopa na tržištu zemlje uz čiju je valutu vezana domaća valuta. Zemlja i dalje zadržava senjoraž koji proizlazi iz kamata na depozite u stranoj valuti središnje banke. U uvjetima dobro razvijene financijske infrastrukture, postojat će visok stupanj mobilnosti kapitala koja osigurava nesmetan rast vanjske trgovine. Ako je pak kretanje kapitala otežano, proces prilagođivanja u domaćoj privredi odvijati će se sporije preko prilagođivanja razine domaće potrošnje i stanja na tekućem računu platne bilance. Ipak, i u okviru takvog valutnog aranžmana postoje mogućnosti da poslovne banke dođu u teškoće servisiranja svojih obaveza, što utječe na premiju rizičnosti kod formiranja kamatnih stopa. (Slučaj Argentine u novije vrijeme).

Koji mogu biti motivi za uvođenje valutnog odbora? Iskustva pokazuju da motivi mogu biti različiti, iako se u konačnici svi svode na želju za povećanjem kredibiliteta vlastite ekonomske politike. U nekim slučajevima to mogu biti loša iskustva s visokim inflacijama proizašlim iz financiranja pretjeranih proračunskih deficita (Argentina, Estonija, Litva npr.), zatim, nerazvijenosti financijskog sustava i neiskustva u poslovanju središnje banke (BiH) ili pak nastojanja da se otklone svi tečajni rizici u slučaju kad zemlja ekstremno zavisi o vanjskoj trgovini (Hong-Kong npr.)

Da li takvi motivi postoje u Hrvatskoj? Središnja banka ima dugogodišnje iskustvo, nakon eksplozije inflacije nastale nakon raspada bivšeg sustava, pojave prisutne na početku tranzicije u praktički svim postsocijalističkim privredama, cijene su stabilizirane i vođena je odgovorna monetarna politika; financijski sustav jeste nerazvijen, ali se nakon bankarske krize konsolidirao, a privatizacijom većeg dijela banaka, racionalizacijom poslovanja i sl., kamatne stope se smanjuju. Ostaje problem proračunskog deficita i njegova financiranja. Vlada pokušava obuzdati rast javnih rashoda, ali dimenzije problema socijalnih transfera (deficiti izvanbudžetskih fondova), su ogromne, i ukoliko ne dođe do brzog oživljavanja privredne aktivnosti, biti će još veće. Dalje zaduživanje javnog sektora ima jasno vidljive granice u već dosegnutoj razini i domaćeg i vanjskog duga, a financiranje proračunskog deficita prodajom imovine znači tek određenu kupovinu vremena. Predlaganje uvođenja valutnog odbora ili pak pune dolarizacije, može biti stoga jedino motivirano nastojanjem da se spriječe mogući budući pritisci na središnju banku radi financiranja proračunskog deficita. Ostaje, međutim, otvoreno pitanje je li to jedino ili jedino racionalno rješenje. Jer ni uvođenje valutnog odbora ili pak puna dolarizacija nisu panaceja. Ništa ne može zamijeniti odgovornost u vođenju i fiskalne i monetarne politike. To najbolje pokazuje primjer Argentine.¹⁴

¹⁴ Vidi npr. M. Wolf, Argentina and the debt trap, Financial Times, 23. XI. 2000.

Po mnogim makroekonomskim pokazateljima, Argentina je u boljem položaju od Hrvatske. Javni dug iznosi oko 50% BDP-a, a proračunski deficit u 2000. se procjenjuje na oko 4,5% BDP. U prošloj godini Argentina je imala negativnu stopu rasta (-3,2%), a u ovoj godini se očekuje blagi rast do oko 1%. Budući je u aranžmanu valutnog odbora, inflacije nema. Pa ipak, Argentinini prijete mogućnost financijskog sloma. Glavni razlog za to treba tražiti u stagnantnosti privredne aktivnosti i slabim izvoznim performansama. Rast vrijednosti dolara, za koji je peso vezan u okviru valutnog odbora, utjecao je na znatnu aprecijaciju domaće valute i smanjenje izvozne konkurentnosti. To je zbog pogoršanja uvjeta razmjene (izazvanih porastom cijena nafte) i rasta kamatnih stopa, otjeralo privredu u recesiju. S druge strane, argentinski izvoz je i inače slab, njegov udio u BDP je oko 10%, pa je stoga i koeficijent otplate duga veoma visok, ove godine oko 90%. (Hrvatska ima u tom pogledu mnogo bolje stanje, iako je i kod nas koeficijent otplate duga zadnjih godina snažno porastao: s 19,4% u 1998. na 29,5% u 1999. a uz postojeću stagnantnost izvoza će vjerojatno i dalje rasti¹⁵) Percepcija rizičnosti ulaganja u argentinsku privredu podigla je realne kamatne stope na razinu od gotovo 12%. S takvim kamatnim stopama, u uvjetima stagnantnosti privredne aktivnosti, servisiranje i relativno prihvatljivo visokog javnoga duga postaje neodrživo breme. Samo izuzetno dinamične privrede s visokim rastom izvoza mogu prihvatiti takav teret servisiranja duga. U uvjetima stagnantnosti, na neto otplatu kamata, otpada sve veći dio deficita na tekućem računu platne bilance. Valutni odbor i stabilnost cijene, ne garantiraju stoga financijsku čvrstoću, niske kamatne stope i zadovoljavajuće visoki rast.

Kakav valutni aranžman je onda prihvatljiv za Hrvatsku? Pri postavljanju takvog pitanja jasno je da samo jedan segment ekonomske politike, ne može riješiti sve probleme vezane uz nastojanja da se maksimira gospodarski rast. Potrebna je radikalna promjena poimanja prirode i dimenzija sadašnjih problema kao i načina njihova rješavanja. To podrazumijeva realističnu procjenu svih dostupnih resursa (domaćih i iz inozemstva) te konzistentnu i vremenski usklađenu koordinaciju raznih segmenata ekonomske politike, unutar kojih izbor tečajnog aranžmana, zbog važnosti rasta izvoza i na njemu zasnovanog ukupnog rasta, ima nesumnjivo izuzetno važnu ulogu.

Kakva “strategija izlaska”

Da se tečaj, nakon uspješne implementacije Stabilizacijskog programa, kretao prema predviđanjima kreatora Programa, (dalje regresivno prilagođivanje tečaja poraslim troškovima u XI. i XII. mj.1993.), ili da je iznos devalvacije u Programu bio manji, danas, vjerojatno, s tečajem ne bismo imali više problema nego što imaju naši postsocijalistički susjedi. No, troškovi i cijene su porasli, a tečaj se

¹⁵ Vidi: Bilten HNB, br. 52, rujan 2000.

vratio na pretprogramsku razinu. Nakon te inicijalne aprecijacije slijede godine stabilnog tečaja i cijena ali i daljeg rasta troškova koji produbljuju precijenjenost domaće valute. Privrednici su se u prvim godinama nakon proglašenja Programa zalagali za korekciju tečaja. No, pošto su valutne klauzule postale sveprisutne, ušutjeli su. Fenomen dolarizacije i valutnih klauzula, koji je kod nas mnogo rašireniji nego u drugim postsocijalističkim privredama (i Sloveniji, koja je bila u istom sustavu kao i mi), zahtijevao bi posebnu analizu. Razumljivo je da su valutne klauzule zahtijevali vjerovnici koji su bili svjesni precijenjenosti domaće valute i mogućnosti njezine korekcije. No, prihvaćali su ih i dužnici, zanemarujući valutni rizik, s jedne strane, pod utjecajem uvjeravanja nosilaca ekonomske politike da će tečaj ostati stabilan, a sa druge, očekujući vjerojatno, da će plaće biti indeksirane. U svakom slučaju, stabilnost cijena postala je "mixed blessing", kako bi rekli Amerikanci, a tečaj se je našao u procjepu iz kojeg je sve teže naći izlaz. Dok je u prvim godinama nakon proglašenja Programa izlaz i mogao biti jedna ili nekoliko dodatnih korekcija tečaja, danas to nije izvedivo bez velikih problema. Stoga kritičari devalvacije imaju jedan, nesumnjivo jak argument: ono što je u početku izgledalo kao zaštita od promjene tečaja, danas postaje njezina prepreka – valutne klauzule. No, i u tim argumentima ima ponešto pretjerivanja. Sa druge strane, argumenti da deprecijacijom kune ne bi došlo do poboljšanja u našoj vanjskotrgovinskoj razmjeni, jer "mi nemamo što izvoziti" ili da je izvoz neelastičan na promjene cijena, ne izgledaju suviše ozbiljni. Za takve zaključke ne postoji ni zadovoljavajuća statističko-analička osnovica; jedino je relevantno razdoblje analize od 1994. do sada, a u tom je razdoblju izvoz bio apsolutno stagnantan, (vrijednost izvoza 1999. praktički je jednaka onom iz 1994.) dok je u tom razdoblju kuna i aprecirala i deprecirala. Osim toga, takve su pretpostavke u suprotnosti s osnovnim postulatima tržišne ekonomije. Promjene odnosa cijena uvijek utječu na promjene ponude i potražnje. Jedino se promjeni odnosa cijena brže prilagođuje potražnja (za uvozom), a za prilagođivanje ponude (za izvoz) potrebno je mnogo više vremena. Tržišni se udjeli lako gube, ali teško (ponovo) stječu.

Razmotrimo problem valutnih klauzula. Stanovništvo ima kreditne obaveze indeksirane valutnim klauzulama, ali je devizna štednja stanovništva mnogo veća od kreditnih obveza. U srpnju o.g. devizna štednja iznosila 42,0 mlrd. kuna a krediti poslovnih banaka stanovništvu, upola manje, 20,8 mlrd. kuna.¹⁶ Deprecijacija kune stoga bi stanovništvu, per saldo, povećala vrijednosti financijske imovine. Unutar stanovništva došlo bi, međutim, do redistribucija, i to na štetu neto dužnika, a u korist neto štediša. Neki dužnici možda ne bi mogli uredno otplaćivati kredite. No, ako se ne bi pojavili veći problemi u bankarskom sustavu, štediša ne bi imale razloga povlačiti svoje uloge. Što se tiče banaka, njihovi izvori nominirani u devizama uglavnom su pokriveni valutnim klauzulama na strani aktive. Gledajući globalno, problemi bi se mogli javiti jedino u slučaju šireg neizvršavanja dužničkih obveza. Tada bi moralo doći do reklasifikacije rizičnosti pojedinih plasmana.

¹⁶ Vidi: Bilten HNB, br.52, rujan 2000, str. 30.

Dimenzije toga problema mogu ocijeniti samo poslovne banke koje poznaju način poslovanja svojih važnijih komitenata. U sektoru poduzeća, problemi servisiranja dugova produbili bi se, osim kod neto izvoznika. Mjesto gdje bi se moglo naići na rastuće probleme jest otplata vanjskoga duga države. U slučaju promjene tečaja, država nema "valutnu klauzulu" u aktivi, osim prikrivene u realnoj imovini koju bi prodala strancima nakon eventualne promjene tečaja. Promjena tečaja može stoga značiti dodatni pritisak na proračun, a otuda valja očekivati i povećan otpor Vlade takvom rješenju.

Iz navedenih razloga valja pretpostaviti da bi devalvacija u sadašnjim uvjetima mogla pokrenuti značajne procese redistribucije i nestabilnosti. Ona bi zahtijevala i radikalnu i brzu promjenu u odnosu domaće potrošnje i BDP. Sve bi to u nerazvijenom i osjetljivom financijskom sustavu, kakav postoji kod nas, moglo izazvati nepredvidive rizike i teškoće. No, dalje održavanje de facto fiksnog tečaja može stvoriti još veće probleme. S jedne strane, više nema prostora za dinamiziranje rasta BDP na osnovi rasta domaće potrošnje, a ne ekspanzije izvoza, a sa druge, uz nastavljane postojeće stagnantnosti izvoza, uredno servisiranje naraslog vanjskoga duga može postati veoma problematično. Kolikogod neki smatrali da je fiksni tečaj prikladniji za zemlje u razvoju, međunarodne usporedbe upućuju na zaključak da stalno raste broj zemalja koje primjenjuju fleksibilnije tečajne aranžmane. Tako je, npr. 1981. bilo 15 zemalja u razvoju koje su imale fleksibilni tečajni aranžman, 1991. bilo ih je 39, a u 1996. se taj broj povećao već na 52 zemlje.¹⁷ I J. Frankel zaključuje, da bez obzira na konvencionalnu mudrost, najprikladnije rješenje za mnoge zemlje u razvoju može biti između ekstrema fiksnog i fleksibilnog tečaja. U "strategiji izlaza" kod nas stoga analizirati obilježja i prikladnost raznih alternativnih tečajnih aranžmana.

Osnovna zadaća prihvatljivog tečajnog aranžmana jest da promjena nominalnog tečaja bude popraćena i promjenom realnog tečaja. Drugim riječima, da deprecijacija domaće valute ne izazove i odgovarajući rast cijena. Sugestija traženju takvog tečajnog aranžmana može se pokatkad, stidljivo, čuti i od članova misija svjetskih financijskih organizacija koji nas posjećuju. No, teško je u lepezi postojećih tečajnih aranžmana naći u cijelosti obrazac za ono što bi moglo biti prikladno za nas. Pritom valja voditi računa i o vezanosti kune za DEM. To što je kuna deprecirala u odnosu na USD 17% u godinu dana kao da ne mijenja ničiju percepciju o stabilnosti kune. (Privrednici ipak sve veći dio izvoza obavljaju na osnovi dolarskog plaćanja!)

Dosadašnje iskustvo s funkcioniranjem našeg deviznog tržišta pruža, međutim, određene elemente na kojima bi se mogao izgraditi poželjan tečajni aranžman. Mogao bi to biti neki oblik asimetričnih intervencija kakve je dosad i primjenjivala naša središnja banka, ali sada s unaprijed zadanim ciljem. Naime, kretanje ponude i potražnje deviza na našem deviznom tržištu ima prilično visoke varijacije. Za vrijeme turističke sezone npr. ili, kada se realizira veći vanjski zajam ili, pak, prilikom prodaje neke značajnije imovine strancima, dolazi do porasta priljeva deviza

¹⁷ Vidi : S. Edwards i M.A. Savastano, ibid.

i pritiska na aprecijaciju kune. Takav je slučaj bio protekloga ljeta. S druge strane, kada se vraća neka zamašnija rata vanjskoga duga, a dospijeće se ne poklapa s nekim značajnijim priljevom deviza, dolazi do pritiska na deprecijaciju. Takav je slučaj bio npr., na početku prošle godine, kada su se neto devizne rezerve središnje banke, zbog otplate povećane rate Vladinog duga, stanjile gotovo do razine primarnog novca. Naša središnja banka intervenira u okviru nikad dogovorenog ili objavljenog aranžmana, ne dopuštajući ni suvišnu aprecijaciju, što je bio češći slučaj, ni deprecijaciju kune. To je ono što neki nazivaju "prljavim fluktuiranjem", ali je zapravo bliže fiksnom tečaju s nešto širim pojasom intervencije. Kada Banka ne bi intervenirala u razdoblju povećane potražnje za devizama i kada bi dopuštala određenu deprecijaciju, a izgrađivala devizne rezerve u razdobljima većeg pritiska na aprecijaciju, dopuštajući katkad i manje aprecijacije radi otklanjanja spekulativnih napada, moglo bi se ostvariti postepeno korigiranje tečaja koje bi omogućilo prilagođivanje i u realnoj i u financijskoj sferi. Otkup deviza u razdobljima pritiska na aprecijaciju ne bi smio izazvati poremećaje koji se ne bi mogli riješiti odgovarajućom sterilizacijom. Naša privreda nema tu privlačnost koja bi utjecala na veliki priljev kapitala koji bi bilo teško sterilizirati. Zbog tih bi razloga, i zbog nastojanja naše ekonomske politike morala biti usmjerena prvenstveno na privlačenje izravnih stranih investicija. Povećanjem deviznih rezervi u razdobljima povećane ponude deviza utjecalo bi se i na preraspodjelu kunske likvidnosti u izvozne sektore, što je u skladu s razvojnim potrebama privrede. Da je Središnja banka ove godine otkupom deviza održavala tečaj s početka godine stabilnim, a ne dopustila aprecijaciju, turistička bi privreda npr. dobila znatno veća sredstva iz ovogodišnje bogate turističke sezone, od onih koji će ih dobiti. Rast deviznih rezervi, sa druge strane, osigurao bi uredno servisiranje kredita i održavanje visoke razine dužničkog kredibiliteta. Naše devizne rezerve, pritom mislim na neto rezerve, nisu u usporedbi s rezervama drugih postsocijalističkih privreda suviše visoke. Prema projekciji otplate glavnice, u idućoj nas godini očekuje više nego dvostruko veći iznos otplate od ovogodišnje, pri čemu će teret otplate biti posebno osjetan u prva dva tromjesječja, kada nema većeg (sezonskog) priljeva deviza. Dovoljno visoke rezerve u tom bi slučaju bile dobrodošla mjera sigurnosti. To se odnosi i na godine koje slijede, jer će potreba zaduživanja u inozemstvu i dalje postojati.

Aktivnija izgradnja deviznih rezervi utjecala bi na rast kunske likvidnosti privrede, pri čemu bi pozitivan učinak toga bio rast kunske likvidnosti izvoznika. Ako se doista želi poticati izvoz, onda se čini da je poželjnije da se kunska likvidnost privrede povećava tako da Središnja banka aktivnije otkupljuje devize na deviznom tržištu, nego da se smanjuju obavezne rezerve poslovnih banaka. Ustvari, sve dok ne ojača disciplina poslovanja (i tako se smanje rizici banaka u kreditiranju privrede), odnosno, dok se ne pokrene zdrava gospodarska aktivnost i ubrzano restrukturiranje, neće postojati uvjeti za fleksibilnije vođenje monetarne politike. Pretpostavka da nominalne promjene tečaja dovedu i do realnih promjena jesu održavanje relativno restriktivne monetarne politike, čvrsta kontrola javnih rashoda i odgovarajuća politika plaća. Ako se postigne dogovor o konzistentnom tečajnom aranžmanu koji bi vodio iz sadašnjeg procjepa precijenjenosti, vjerujem da bi bilo moguće ostvariti

i dogovor o ekonomskoj politici kakav je vjerojatno pokušao na nedavnom sastanku triju društvenih partnera na Plitvicama. Ako se izlaz iz procjepa, međutim, ne nađe, rješenje će u konačnici naći "nevidljiva ruka" A. Smitha. Društveni trošak u tom slučaju može biti prilično velik.

LITERATURA:

1. *Ahec-Šonje A.*: "Navješćući indikatori valutnih i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet", Privredna kretanja i ekonomska politika, Ministarstvo financija RH i Ekonomski institut, Zagreb, Zagreb, br. 75/1999.
2. *Anušić, Z. et al.*: "Put u nisku inflaciju, Hrvatska 1993.-1994.", Vlada Republike Hrvatske, Zagreb, 1995.
3. Currency Board Arrangements: "Issues and Experiences"; IMF, Staff Team led by T.M.T Balino and C. Enoch, IMF, Occasional Paper No 151, Wash.D.C., 1999.
4. Dornbusch, R.: "When Funny Money is No Joke", Financial Times, 3. 01. 2000.
5. Edwards, S. and M. A. Savastano: "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?", Paper presented at the Stanford University Conference on "Economic Policy Reforms: What We Know, and What We Need to Know" Sept. 17-19, 1998.
6. Frenkel, J.: "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times", NBER Working Paper No. 7338. September 1999.
7. *Klein, W. and P. Marion, N.*: "Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs", Journal of Development Economics, Vol. 54/1997.
8. *Radošević, D.*: "Alternativne tečajne politike", Ekonomski pregled, br. 11/1999.
9. Tietmeyer, H.: "Deutsche Bundesbank Auszuges aus Presseartikeln, Nr. 48, 6. Oktober 2000.
10. M. Wolf: "Argentina and the debt trap", Financial Times, 23. XI. 2000.
11. "Should Each Country Have Its Own Currency? The Pros and Cons of Full Dollarization", IMF, Prepared by Research and Western Hemisphere Departments, Approved by M.Mussa and C.D.Loser, October 29.1999.
12. Bilten NBH, br.52. rujan 2000.

CONTROVERSIES OF EXCHANGE RATE POLICY

Summary

The paper deals with arguments which support the thesis of existing local currency overvaluation and suggests exchange rate arrangement in the form of asymmetric interventions of central bank, which would enable gradual real kuna appreciation. The arguments for kuna overvaluation are based on the analysis of price and rate movement in relatively short period after proclamation of the Stabilization program in October 1993

and on development of costs in the years which followed. Devaluation of about 20 percent made in the moment of proclammation of program initiated adjustment and high price increase: producers prices increased for 23 percent and retail prices for 38 percent, and they kept on that level. However, the rate returned to the pre-program level already after a month and a half. In this short episode undoubtedly happened considerable local currency overvaluation. The rate mainly remained stable after that, but labour costs, i.e. in processing industry which generates almost the whole exports of goods, were increasing almost as productivity growth did, and it also continued the tax pressure increase. Overvaluation grew by this, and competitiveness of domestic producers was decreasing not only at foreign but at domestic market as well. Increasing currency substitution (currency clauses) makes at this moment devaluation too expensive and risky move of economic policy. Therefore possible solution should be found in gradual, targeted and corrected rate by unsymmetric interventions of central bank with corresponding support of fiscal policy.