

II. AKTUALNE TEME

1. DJELUJE LI POLITIKA STABILIZACIJE NA ISTI NAČIN U PRIVREDAMA U TRANZICIJI I TRŽIŠNIM PRIVREDAMA?

UVOD

Hitnost nedavne rasprave o gradualističkom pristupu i šok terapiji uvjetovali su visoki troškovi tranzicije. Uzroci ovih troškova ostaju, međutim, donekle nejasni. Tranzicijske politike se mogu svrstati u tri grupe: stabilizacijske politike, politike liberalizacije i politike restrukturiranja. Svaka od ovih triju grupa, ili specifičnih politika unutar njih, povećava tranzicijske troškove.

U ovom radu se pokušava izdvojiti troškove izazvane politikom stabilizacije tijekom procesa tranzicije. Prihvaćajući Brunov (Bruno, 1993) argument da je politika stabilizacije i moguća i nužna u privredama u tranziciji, možemo se upitati da li ona djeluje na isti način u zemljama u tranziciji stabilizirajući vrlo visoku inflaciju ili hiperinflaciju, kao što djeluje u tržišnim privredama. Jedan od razloga za sumnju nalazi se u činjenici da tranzicijske privrede imaju daleko manje razvijenu institucionalnu infrastrukturu, posebno financijske sisteme, od tržišnih privreda. Pretpostavlja se da će se nedostatak takve infrastrukture odraziti u različitim načinima na koje će te privrede reagirati na politiku stabilizacije (Calvo i Coriccelli, 1994; Ickes i Ryterman, 1994). Nadalje, način reagiranja tranzicijskih poduzeća na tržišne signale ne mora biti poput onih u tržišnim poduzećima; mogu se pojaviti različite "perverzne" reakcije ili reakcije usmjerene na preživljavanje tih poduzeća, što može imati važne implikacije za politiku stabilizacije.

Nije, međutim, jasno da li će takve razlike biti uočljive na nivou monetarnih i financijskih agregata, ili samo u utjecaju politike stabilizacije na realne varijable. U ovom se radu želi pokazati da monetarni i financijski agregati općenito reagiraju na politiku stabilizacije na sličan način u tranzicijskim i tržišnim privredama. Nadalje, iako postoje argumenti u prilog ideji kako realni troškovi stabilizacije mogu biti viši u tranzicijskim privredama, dokazi su još uvijek prilično nejasni, te bi mnogi prividni troškovi stabilizacije zapravo mogli biti troškovi liberalizacije i restrukturiranja¹.

Kako bih ispitao post-stabilizacijsko iskustvo i razlike između tranzicijskih i tržišnih privreda, te troškove stabilizacije, izabrao sam deset zemalja, četiri tržišne i šest tranzicijskih privreda, koje su posljednjih godina uspješno savladale visoku inflaciju (ili čak hiperinflaciju). Uzete su u obzir samo one zemlje koje su postigle održivu stabilizaciju, jer samo te zemlje imaju dulje serije podataka koji se odnose na post-stabilizacijsko razdoblje.

Rad je organiziran na slijedeći način: počinjem sa teorijskom raspravom o očekivanom ponašanju ključnih financijskih varijabli nakon stabilizacije. Zatim objašnjavam očekivane razlike u reakciji tržišnih i tranzicijskih privreda na politiku stabilizacije. Ispitujem kako se svaka od financijskih varijabli kretala tijekom vremena u zemljama izabranog uzorka i, konačno, analiziram realne troškove politike stabilizacije. Na kraju donosim zaključke uz neka zapažanja o razlikama između tržišnih i tranzicijskih privreda u razdoblju nakon stabilizacije.

¹ Taylor (1994) pokazuje da je veliki pad outputa u tranzicijskim privredama konzistentan sa iskustvom razvijenih tržišnih privreda koje su poduzele sistemske reforme. Drugim riječima, većinu troškova outputa, koji se naoko čine povezani sa politikom stabilizacije u privredama u tranziciji, treba u stvari pripisati promjeni sistema.

TEORIJSKA RASPRAVA - POST-STABILIZACIJSKO ISKUSTVO

Prema poznatoj studiji Dornbuscha i Fischera o stabilizaciji hiperinflacije (1986), svi uspješni programi stabilizacije uključuju i fiskalno prilagođavanje. Iako se ravnoteža proračuna ne mora odmah postići, nužno je učiniti značajan korak u pravcu njezinog postizanja. Nadalje, kako stabilizacija počinje djelovati, Oliveira-Tanzi efekt daje dodatni poticaj uspostavljanju fiskalne ravnoteže.

Fischer (1995) također primjećuje kako se čini da je barem kratko razdoblje fiksnog tečaja uobičajeno, ako ne i apsolutno potrebno. Sachs (1987) ukazuje na činjenicu da, barem privremeno, fiksiranje tečaja može biti dovoljno za stabiliziranje hiperinflacije, jer se u vrijeme hiperinflacije odbacuju svi dugoročni ugovori o cijenama, a cijene određuje tekući tečaj. Naravno, isključivo fiksiranje tečaja je nedostatno na srednji rok, kako naglašavaju Dornbusch i Fischer (1986), te Beckerman (1992).

Ako se tečaj fiksira u vrijeme stabilizacijskog programa, vjerojatna je početna devalvacija, kako bi se ostavilo prostora za realnu aprecijaciju, koja se može očekivati pošto se inflacija nastavi uz fiksni tečaj.

Realna aprecijacija može biti uvjetovana priljevom kapitala. Ovaj priljev, pak, može biti rezultat povećanog povjerenja u domaću valutu i domaću privredu. Nadalje, on može jednostavno biti rezultat smanjene domaće likvidnosti, koja tjera ekonomske subjekte da pretvore štednju u čvrstoj valuti, koju su držali izvan zemlje, u domaći efektivni novac (Sheanon, 1994). Povećani priljev kapitala mogu također uzrokovati i visoke realne kamatne stope u razdoblju nakon stabilizacije.

Što se tiče kamatnih stopa, postoji nekoliko razloga zbog kojih se može očekivati nagli rast realnih kamatnih stopa u razdoblju nakon stabilizacije. Prvo, povećanje ključnih kamatnih stopa kao što je eskontna stopa središnje banke, često je sastavni dio samog stabilizacijskog programa. Drugo, ako su kamatne stope općenito nominalno nefleksibilne, brzi pad razina inflacije očituje se u ex-post pozitivnim

realnim kamatnim stopama sa vrlo često visokom apsolutnom magnitudom. Treće, visoke pozitivne realne kamatne stope mogu odražavati stalan nedostatak vjere u stabilizacijski program (drugim riječima, takve stope mogu biti ex-ante vrlo niske, ali ex-post vrlo visoke). Četvrto, visoke stope mogu jednostavno biti rezultat iznenadnog povećanja potražnje za novcem. Kao što Fischer i Dornbusch ističu, objašnjenja tri i četiri su međusobno kontradiktorna.

Daljnji element koj utječe na ponašanje kamatnih stopa u privredama u tranziciji je vjerojatnost da će stabilizacija ukloniti inflacijske dobiti poduzeća ili barem njihovo ponašanje učiniti transparentnim. U oba slučaja, realni sektor bi se vjerojatno suočio sa krizom likvidnosti. Takva kriza bi dovela do velikog povećanja potražnje za kreditima, što bi također povećalo kamatne stope.

Realne kamatne stope bi se trebale smanjiti nakon početnog rasta. Središnja banka bi trebala biti u mogućnosti da smanji eskontnu stopu, nepromjenljivost nominalnih kamatnih stopa bi s vremenom trebala prijeći u fleksibilnost, a povjerenje u program bi trebalo porasti. Alternativno, kada jednom ekonomski subjekti ponovno povećaju količinu realnog novca na željeni nivo, snažni pritisak na kamatnu stopu bi trebao jenjavati.

Pitanje realne količine i ponude novca zaslužuje posebnu raspravu. Stabilizacijski programi se također, naravno, oslanjaju na čvrstu kontrolu ponude novca. Prekomjernu likvidnost u privredi treba ukloniti, kako bi se pojačala ograničenja u programu koja se odnose na potražnju. Međutim, iskustvo pokazuje da monetarni agregati mogu vrlo brzo rasti za vrijeme i nakon stabilizacije².

Iako su veličina, pa čak i postojanje ovog faktora remonetizacije bili preispitivani, čini se da je on prilično redovna pojava u procesu

² Nagli rast monetarnih agregata može stvoriti zabunu oko toga da li je monetarna politika zaista "čvrsta". Bolji indikator politike u toj situaciji su kamatne stope ili pokazatelji likvidnosti. Restriktivna monetarna politika i brzi rast monetarnih agregata su, u stvari, kompatibilni.

stabilizacije. Za vrijeme visokih inflacija ili hiperinflacija, ekonomski subjekti zamijenjuju domaću valutu stranom. Posljedično, realna količina gotovine pada ispod "normalne" razine. Iako se subjekti izvrgavaju troškovima zbog smanjene količine efektivnog novca (u domaćoj valuti), ovi troškovi se poništavaju pomoću štednje nastale minimiziranjem držanja gotovine u privredi koja je zahvaćena visokom inflacijom.

Dok se svako indeksirano i visoko likvidno sredstvo može zamijeniti za efektivni novac, u praksi, uzimajući u obzir otvorenost privreda u osamdesetim i devedesetim godinama, pokazuje se da je najrašireniji supstitut strana valuta. Iz tog razloga, visoka inflacija uglavnom ima za posljedicu supstituciju domaćeg novca stranim.

Kada se postigne stabilizacija, razina realne količine gotovine bi se trebala ponovno podići na "normalnu" razinu kroz proces povratne supstitucije novca. Proces remonetizacije je općenito proces skretanja sa stranih na sredstva domaće valute, a posebno se to odnosi na novčanu masu.

Iz prethodne rasprave ostaje nejasno kako dugo i u kojem obliku će se remonetizacija odvijati. Treba li "normalnu" razinu realne količine novca brzo ponovno uspostaviti, ili je to dugoročan proces? Što određuje "normalnu" razinu realne količine novca? Drugim riječima, što određuje duljinu razdoblja remonetizacije?

Logički, čini se mogućim da se razina realne količine novca (ili, drugim riječima, brzina optjecaja novca) može "vratiti" na svoju dugoročnu ravnotežnu razinu relativno brzo. Međutim, postoji više razloga koji to dovode u sumnju. Prvo, za vrijeme visoke inflacije, mogu se pojaviti brojne financijske inovacije. One će promijeniti "normalnu" razinu brzine optjecaja u odnosu na predstabilizacijsku razinu, otežavajući brzo vraćanje "normalne brzine". Drugo, za vrijeme stabilizacije, inflacijska očekivanja kao i očekivanja drugih makroekonomskih parametara će vjerojatno ostati nepostojana. Kako se očekivanja mijenjaju, mijenjat će se i različite komponente potražnje za novcem zajedno sa brzinom optjecaja.

Treće, ako prihvatimo keynesijansko objašnjenje da je brzina optjecaja osjetljiva na kamatnu stopu, vrlo veliki pomaci u kamatnim stopama karakteristični za post-stabilizacijsko razdoblje također će uzrokovati značajne promjene u brzini optjecaja.

Uzimajući u obzir sve ove argumente, čini se vjerojatnim da će brzina optjecaja biti prilično nestabilna u razdoblju nakon stabilizacije. Može se, međutim, ustvrditi da bi brzina optjecaja trebala stalno opadati. Kako se povjerenje postupno uspostavlja, a ljudi se vraćaju domaćim likvidnim sredstvima, brzina će se smanjivati. Također, kako kamatne stope padaju, brzina će imati tendenciju pada.

S druge strane, i dalje prisutne financijske inovacije utjecat će na povećanje brzine optjecaja minimiziranjem potreba gotovinskog plaćanja. Ovaj faktor upućuje barem na mogućnost da se brzina optjecaja poveća, bilo privremeno, ili kroz nešto dulje razdoblje. Međutim, empirijski podaci o kojima će biti riječi u nastavku, nude malo potpore vjerovanju da će se optjecaj novca zaista povećati.

Posljednji značajan element post-stabilizacijskih iskustava je pitanje realnih troškova. Direktni šok na potražnju, koji proizlazi iz fiskalnog prilagođavanja i restriktivne monetarne politike, te vjerojatnost pojave visokih kamatnih stopa, čine vjerojatnim i pad outputa i zaposlenosti. Iako Sargent (1982) smatra da se stabilizacija može ostvariti praktično bez troškova, ako je vjerodostojna, realni troškovi se čine vjerojatnima barem zato, jer je teško vjerovati da se vjerodostojnost može uspostaviti tako brzo. Nadalje, nosiocima ekonomske politike je u praksi teško ostvariti sve ciljeve; zbog konfuzije stvorene visokom inflacijom, teško je učiniti nešto više od pokušaja razboritog nagađanja o ravnotežnim vrijednostima ključnih varijabli.

Dornbusch (1988) i Wicker (1986) pokazuju da su se u slučajevima Njemačke i Austrije pojavila velika povećanja nezaposlenosti nakon stabilizacije. Iako su ova kretanja prilično brzo promijenila smjer, ona ipak pružaju jasan dokaz da se stabilizacija u ovim slučajevima nije odvijala bez troškova.

U teoriji, troškovi stabilizacije su rezultat aprecijacije valute koja ograničava izvoz, visokih kamatnih stopa koje ograničavaju investicije i potrošnju, ograničenja plaća (u heterodoksnim programima) i fiskalne konsolidacije, koja ograničava agregatnu potražnju. Međutim, stabilizacija u mnogim slučajevima ima pozitivno djelovanje na izvoz, bilo zbog početne devalvacije ili zbog pokušaja proizvođača da se preorijentiraju sa domaćih na strana tržišta. Nadalje, investicije mogu biti prilično neosjetljive na kratkotrajna kolebanja kamatnih stopa, dok ogromna neizvjesnost oko uspjeha stabilizacije može odgoditi investicijske odluke.

Kamatne stope mogu imati veći učinak na obrtni kapital i tekuću proizvodnju, kao i na potrošnju putem utjecaja na potrošačke kredite. S druge strane, ograničenje plaća bi trebalo smanjiti troškove i stimulirati proizvodnju.

Fiskalno konsolidiranje bi moglo imati utjecaj na output, naročito, ako obuhvaća i prestanak subvencioniranja proizvodnje. Osim toga, ako je Oliveira-Tanzi efekt podcijenjen, ograničenje potražnje, nužno za uspostavu ravnoteže između agregatne potražnje i agregatne ponude, može biti preveliko.

TEORIJSKA RASPRAVA - TRŽIŠNE NASUPROT TRANZICIJSKIM PRIVREDAMA

Prethodna rasprava ilustrira očekivane rezultate politike stabilizacije. U čemu je razlika, ako se privreda nalazi u procesu tranzicije?

Jedna od glavnih razlika je u financijskom sistemu. Za vrijeme stabilizacije u tržišnim privredama, ekonomski subjekti osjećaju ograničenja likvidnosti. Oni se tome prilagođavaju na različite načine: pretvarajući dugoročna u likvidna sredstva, devize u domaću valutu, posuđujući, ili obustavljajući plaćanja. U tranzicijskim privredama opcije uključuju sve što je navedeno, ali se pojavljuje još jedna značajna mogućnost: akumulacija neplaćenih dugova dobavljačima. To je rezultat

slabog pravnog sistema u tranzicijskim privredama, a naročito slabosti zakona i postupka o stečaju.

Ickes i Ryterman (1994) smatraju da kriza likvidnosti u obliku krize nenaplaćenih potraživanja ima snažnije realne efekte od "normalne" krize likvidnosti (npr. povećanje dospjelih nevraćenih zajmova)³. Oni ističu da u krizi nenaplaćenih potraživanja, plaćanje uvelike zavisi od osobnih veza između managera, favorizirajući time činovnike-managere, koji su pripadali vodećim strukturama starog sistema. Nadalje, kriza nenaplaćenih potraživanja proširuje problem plaćanja, koji se pojavljuje u nekoliko poduzeća, kroz cijeli lanac poduzeća. Ovo ne samo da proširuje problem, nego i otežava identifikaciju zdravih poduzeća. Oba efekta usporavaju restrukturiranje, sprečavajući transfer sredstava iz manje produktivnih u produktivnije svrhe, i produćavaju proces prilagođavanja.

Calvo i Corricelli (1994) dodaju još jedan element: zbog manje razvijenih finansijskih tržišta u tranzicijskim privredama, poduzeća ne bi bila u mogućnosti pribaviti kredit za potrebe likvidnosti na početku procesa stabilizacije. Ova "kreditna škripa" bi imala realne efekte: poduzeća ne bi bila u mogućnosti osigurati obrtni kapital i smanjila bi proizvodnju.

Još jedna razlika između privreda u tranziciji i tržišnih privreda ponajčešće se nalazi u općenitom načinu reagiranja poduzeća na tržišne signale. Poduzeća u tržišnom okruženju reaguju na smanjenu potražnju nekom kombinacijom nižih cijena, manje proizvodnje i niže zaposlenosti, motivirana (vjerojatno) maksimiziranjem profita.

Tranzicijska poduzeća mogu imati drugačije ciljeve. Neka mogu održavanje zaposlenja radnika pretpostaviti profitu. Ili mogu staviti održanje poduzeća na prvo mjesto. Ostala mogu jednostavno biti inertna, odbijajući uopće reagirati na tržišne signale.

³ Do sličnog zaključka došli su Calvo i Corricelli (1994), koji pokazuju da "škripa kredita" uzrokovana procesom stabilizacije uvjetuje znatan pad outputa.

Do trenutka lok poduzeća ne odgovore na smanjenu potražnju snižavanjem cijena, smanjenjem troškova ili čineći napore da pronađu nova tržišta, pad outputa će se povećavati. Nadalje, zaposlenost će vjerojatno padati sporije od outputa, uz smanjenje produktivnosti i povećanje troškova, što će otežati kasnije obnavljanje proizvodnje.

Oba ova efekta navode nas na vjerovanje da će stvarni troškovi stabilizacije biti veći u tranzicijskim privredama. Međutim, postoji i druga strana medalje. Moguće je da politika stabilizacije ima pozitivne efekte na restrukturiranje. Smanjenje subvencija i opće smanjenje potražnje mogu uvjetovati učvršćivanje budžetskih ograničenja. Poduzeća postaju svjesna da moraju pronalaziti tržišta, smanjiti troškove i poboljšati poslovanje kako bi opstala. S ove točke gledišta, stabilizacija bi mogla osigurati signal koji potiče poduzeća na restrukturiranje.

Rezultat stabilizacije, čini se, zavisi o reagiranju poduzeća na dobivene signale. To zavisi o poduzećima, njihovom povijesnom i kulturnom okruženju, kao i o očekivanjima poduzeća, uzimajući u obzir ponašanje i vjerodostojnost nosilaca ekonomske politike. Ukratko, moguće je da uspješna politika stabilizacija potakne proces restrukturiranja i dovede do pozitivnog razvoja na realnoj strani privrede.

Slijedeće poglavlje ispituje empirijske podatke o post-stabilizacijskom iskustvu. Počinjem sa monetarnim i financijskim i kasnije nastavljam s realnim varijablama.

EMPIRIJSKI PODACI - FINANCIJSKE VARIJABLE

Kako bismo dobili predodžbu o tome kolika je bila inflacija u zemljama iz izabranog uzorka, u tabeli 1 navedene su najviše tromjesečne stope inflacije (na godišnjoj razini) u godini prije uvođenja politike stabilizacije⁴.

⁴ Ako nije drugačije navedeno, svi podaci su preuzeti iz "International Financial Statistics".

Tabela 1.

STOPE INFLACIJE PRIJE UVOĐENJA POLITIKE STABILIZACIJE
(Najviša tromjesečna stopa inflacije cijena na malo na godišnjoj razini)

Tržišne privrede	
Argentina	1886
Bolivija	38822
Izrael	711
Meksiko	272
Peru	523518
Tranzicijske privrede	
Hrvatska	1925
Estonija	20605
Latvija	10785
Litva	6732
Poljska	3860
Slovenija	667

U nastavku ovog rada prvo ću razmotriti fiskalno prilagođavanje, zatim devizne tečajeve, devizne rezerve, kamatne stope i, konačno, rast monetarnih agregata.

Fiskalna politika: Tvrdnju Dornbuscha i Fischera da je fiskalno prilagođavanje sine qua non stabilizacije, dobro potkrepljuju niže navedeni podaci. Znatna fiskalna prilagođavanja vidljiva su u Boliviji, Izraelu, Meksiku, Peruu i Poljskoj; u ostalim slučajevima, proračuni su već više-manje bili uravnoteženi. Osim u slučaju Meksika, proračuni su vrlo blizu ravnoteži u godini stabilizacije. U tom slučaju primarni deficit (ne uključujući troškove kamata) bio je blizu nule; međutim, opterećenje izazvano prijašnjim državnim zaduživanjem u inozemstvu ostalo je tako visoko, da je dovelo cijeli proračun u značajan deficit (OECD, 1992).

Tabela 2.
FISKALNA RAVNOTEŽA I STABILIZACIJA
Suficit proračuna središnje države kao postotak BDP-a

	Godina prije stabilizacije	Godina stabilizacije
Tržišne privrede		
Argentina (1989, 1990)	-0.4	-0.3
Bolivija (1985, 1986)	-6.1	-0.2
Izrael (1984, 1985)	-20.3	-3.5
Meksiko (1987, 1988)	-14.3	-10.8
Peru (1990, 1991)	-3.7	-1.4
Tranzicijske privrede		
Hrvatska (1993, 1994)	0.2	0.7
Estonija (1991, 1992)	5.1	1.5
Latvija (1992, 1993)	-3.0	-0.1
Litva (1992, 1993)	-1.1	-1.0
Poljska (1989, 1990)	-7.4	0.4
Slovenija (1991, 1992)	2.5	0.3

Izvor: IFS, National Statistical Authorities (Baltik, Slovenija). Podaci za Poljsku, 1989, iz Balcerowicz (1994).

Nadalje, čini se da podaci pokazuju da fiskalno prilagođavanje u tranzicijskim privredama općenito nije bilo previše značajno pitanje. Zapravo, proračunski suficiti su u nekim zemljama bili prilično visoki i prije početka stabilizacije. U dva slučaja - Estonija i Slovenija - suficit je djelomično postignut prestankom proračunskih doprinosa (sovjetskoj odnosno jugoslavenskoj) federaciji. Osim toga ovi proračunski suficiti su bili jedino sredstvo u borbi protiv inflacije, dok je monetarna politika ostala pod kontrolom središnje banke federacije - Gosbank u slučaju Estonije i Narodne banke Jugoslavije u slučaju Slovenije. Latvija i Litva su zbog sličnih razloga imale proračunske suficite u 1991. godini.

U nekoliko drugih slučajeva fiskalne neravnoteže su uklonjene prije formalnog uvođenja politike stabilizacije. U Hrvatskoj je, na primjer, fiskalno uravnoteženje započeto koncem 1992. iako javnost s time nije bila upoznata u to vrijeme, pošto podaci proračuna nisu bili objavljeni. Formalna stabilizacija počela je u listopadu 1993. godine (Anušić et al., 1995).

Relativno niska razina fiskalnih neravnoteža u tranzicijskim privredama navodi na pogrešne zaključke iz tri razloga: prvo, i kvazi-fiskalni deficit, koji je rezultat subvencioniranog kreditiranja od strane središnje banke, i državni dugovi nastali zbog gubitaka državnih poduzeća i banaka, ne odražavaju se na odgovarajući način u ovim bilancama. Kvazi-fiskalni deficit je morao odmah postati eksplicitni dio proračuna; dugovi zbog gubitaka poduzeća i banaka predstavljaju opterećenje za proračun, koje će se rješavati tijekom dužeg vremenskog razdoblja.

Drugo, fenomen "erozije poreza", s obzirom da privatizacijom stari oblici prikupljanja poreza od državnih poduzeća postaju nedjelotvornim, može dovesti do smanjenja prihoda u slijedećoj fazi tranzicije. Ovaj fenomen je najdrastičnije izražen u Poljskoj. Poljski proračun, koji je imao mali suficit u 1990, ostvario je ogroman deficit od 7% BDP-a u 1991. godini.

Bruno (1994) smatra da će slučaj Poljske vjerojatno biti tipičan: proračuni snažno ovise o porezu na dobit, ali dobit će se vjerojatno smanjivati kako se realne plaće oporavljaju nakon stabilizacije; prikupljanje poreza u novom privatnom sektoru će vjerojatno biti slabo; socijalni programi će se vjerojatno proširivati, naročito kako se nezaposlenost bude povećavala. Međutim, neke zemlje, uključujući Sloveniju i Estoniju, izbjegle su ovu sudbinu, vjerojatno vodeći računa o upozorenjima koja proizlaze iz poljskog iskustva.

Treće, male fiskalne neravnoteže ove odabrane grupe zemalja, koje su bile uspješne u stabilizaciji, ne sugeriraju da se zemlje u tranziciji općenito suočavaju samo sa umjerenim fiskalnim neravnotežama. Uzorak je pristran: zemlje sa većim fiskalnim neravnotežama uglavnom nisu uspješno stabilizirale svoje privrede. Ogromne fiskalne neravnoteže - deficit proračuna do 20% BDP-a - na primjer, u Rusiji i Ukrajini 1992. i 1993. godine, spriječile su uspješnu stabilizaciju.

Devizni tečajevi: Kao što je već prije spomenuto, može se očekivati da će proces povratne supstitucije domaćeg novca stranim uvjetovati aprecijaciju tečaja. Povećana potražnja za domaćom valutom, te smanjeno držanje deviza povezano sa priljevom kapitala dovodi do aprecijacije. Osim toga, stabilizacijske strategije koje uključuju neki oblik fiksiranja tečaja vode prema aprecijaciji tečaja kako se inflacija nastavlja.

U mjerenju aprecijacije koristio sam realni efektivni tečaj. Gdje god je to bilo moguće, podaci o realnom efektivnom tečaju preuzeti su iz "International Financial Statistics". Kada to nije bilo moguće, izračunao sam realni efektivni tečaj koristeći podatke iz "Direction of Trade Statistics", kako bih dobio grupu trgovačkih partnera na koje se odnosi između 64 i 82% cjelokupne vanjskotrgovinske razmjene ovih zemalja. Realni efektivni tečajevi izračunati su za Argentinu, Estoniju, Latviju, Litvu, Meksiko i Peru.

Naš uzorak zemalja obuhvaća četiri primjera vezanog tečaja (eng. pegged exchange rate) - Argentina, Izrael, i Meksiko - unutar tržišnih privreda, te Estoniju i Poljsku unutar grupe tranzicijskih privreda⁵. Argentina i Estonija su, u stvari, osnovale novčane uprave. (Litva je također prihvatila novčanu upravu, ali tek nakon uspješne stabilizacije).

Slika 1 pokazuje primjer očekivanog ponašanja. Klasičan primjer stalne aprecijacije tečaja, koja je rezultat njegovog vezivanja, je slučaj Argentine. Osim vezivanja tečaja, te znatne kontinuirane inflacije, Argentina se suočila i sa značajnim priljevom kapitala. Sve zajedno je uzrokovalo trajnu aprecijaciju valute kroz 12 tromjesečja nakon stabilizacije.

Bolivija je službeno uvela fluktuirajući tečaj. Morales (1991), međutim, smatra da je zbog toga što su se vlasti obvezale na ujedinjavanje tečaja

⁵ Latvija i Litva su vezale svoje tečaje nakon što je inflacija stavljena pod kontrolu - Latvija u veljači 1994, a Litva u travnju 1994.

na crnom tržištu i službenog tečaja, manjka deviznih rezervi središnje banke i strogih pravila koja nisu dopuštala povećanje primarnog novca bez povećanja rezervi, monetarna politika u stvari bila identična onoj u sistemu fiksnog deviznog tečaja. Nakon šest mjeseci, uveden je neslužbeni sistem puzajućeg prilagođavanja tečaja (eng. crawling peg).

Slučaj Izraela se čini manje klasičnim, ali samo zbog promjena tečaja američkog dolara. Novi šekel bio je vezan za dolar između srpnja 1985. i kolovoza 1986, a nakon toga je vezan za košaricu valuta. U razdoblju vezivanja za američki dolar, realni efektivni tečaj šekela je deprecirao, jer je sam dolar deprecirao kao odgovor na Plaza sporazum. Međutim, kada se šekel vezao na košaricu pet valuta, realno je aprecirao, što je dovelo do deset postotne devalvacije početkom 1987, što se na slici vidi kao skok iz 5. u 6. tromjesečje (Beckerman, 1992, str. 168-170).

Meksiko je također fiksirao svoj tečaj na početku stabilizacijskog programa. Godinu dana kasnije, 1989, prešao je na režim puzajućeg prilagođavanja tečaja. Početna aprecijacija, koju je slijedila stabilnost realnog tečaja, jasno se vidi na slici.

Peru je prilično klasičan slučaj. Usprkos manjim oscilacijama, ovdje se aprecijacija nastavila kroz 7 tromjesečja, a zatim je uslijedila realna deprecijacija kroz slijedeća 2 tromjesečja. Nakon toga je slijedilo 5 novih tromjesečja realne aprecijacije. Najzanimljivije u svemu tome je da se to odvijalo u režimu fluktuirajućeg tečaja.

Prijedemo li sada na zemlje u tranziciji, slika pokazuje jaku početnu aprecijaciju u Hrvatskoj u tromjesečju prije službenog početka programa i za vrijeme prvog tromjesečja provođenja samog programa. (Po mojoj metodologiji, početni datum programa 3. listopada 1993. je u stvari i sam početak zadnjeg tromjesečja 1993.). Svaka aprecijacija nakon ovog početnog razdoblja je neznatna. Iako tečaj nije bio fiksiran, hrvatske vlasti su smatrale da je stabilan realni tečaj odlučujući faktor uspjeha programa i spriječile su svaku daljnju aprecijaciju.

Još jedan primjer očekivanog ponašanja je slučaj Slovenije. Ovdje je uvođenje tolara bilo prilika za značajnu realnu devalvaciju namijenjenu da se prebrodi ogromno precjenjivanje jugoslavenskog dinara u posljednjim danima Jugoslavije. Nakon toga, tolar je snažno aprecirao kroz tri tromjesečja. Osjetna deprecijacija je vidljiva u 7. tromjesečju, da bi uslijedio novi krug aprecijacije nakon 9. tromjesečja. Bole (1995) smatra da je ovaj novi krug aprecijacije rezultat pretjerano labave politike plaća. Visoke realne kamatne stope, povezane s povećanim povjerenjem u slovenski bankarski sustav, mogle su također dovesti do određene repatrijacije štednje. Visoke domaće kamatne stope također su navele neka domaća poduzeća da posuđuju u inozemstvu.

Slika 2 prikazuje tri slučaja, koji ne iskazuju očekivano ponašanje, ali je to u stvari pretežni oblik ponašanja. U Estoniji je vezanje tečaja za DEM rezultiralo vrlo jakim realnom aprecijacijom kroz tri tromjesečja. Iznenadujuće, kruna je tada jako deprecirala kroz dva tromjesečja. Ova jaka deprecijacija je u stvari posljedica znatne aprecijacije ruske rublje. Kako je Rusija ostala glavni trgovački partner za Estoniju, to je rezultiralo realnom deprecijacijom krune, mjereno mojim načinom računanja realnog efektivnog tečaja.

Aprecijacija rublje se, usput rečeno, dogodila uglavnom zbog njezine nepromijenjene nominalne vrijednosti usprkos nastavku visoke inflacije tijekom 1993. Osim toga, realna deprecijacija krune djelomično odražava deprecijaciju krune naspram iznenadno apreciranom latvijskom latu i litvanskoj liti.

U Latviji, ponašanje je bilo vrlo slično onom u Estoniji. Osam tromjesečja nakon stabilizacije novi lat je bio za više od 30% jači od predstabilizacijske latvijske rublje. Litva, u kojoj je stabilizacija ostvarena dva tromjesečja nakon Latvije, ne pokazuje tako jak učinak aprecijacije rublje. Uvođenje novčane uprave u 4. tromjesečju čini se da ubrzava aprecijaciju. Lita, koja se zadnja pojavila, proživjela je razdoblje aprecijacije u odnosu na srodne baltičke valute - krunu i lat.

U sva tri baltička slučaja, krajnji rezultat je znatna aprecijacija. Kako Hansson (1995) ističe, početne vrijednosti baltičkih valuta su utvrđene na vrlo nisku razinu, kako bi pomogle konkurentnosti tih privreda, usprkos nereformiranih poduzeća, posebno zbog konkurentnosti niskih plaća u bivšem Sovjetskom savezu. Zbog toga se može očekivati da će se izvoz vjerojatno održati, čak i poboljšati, usprkos aprecijaciji, s obzirom da je produktivnost, kao i kvaliteta, značajno porasla.

Slika 3 prikazuje Poljsku - jedan sasvim drugačiji slučaj. Početna realna aprecijacija pojavila se usprkos nominalnoj devalvaciji na početku programa, zbog nastavka inflacije uz zadržavanje vezanog tečaja u prvim mjesecima 1990. Međutim, odtada je nastupila deprecijacija. Od naročite je važnosti bila devalvacija u svibnju 1991. godine, koja se odrazila u visokom skoku realnog efektivnog tečaja iz 4. u 5. tromjesečje. Nakon toga, realni efektivni tečaj neznatno oscilira.

Slučaj Poljske je poseban po dva elementa. Prvo, vezani tečaj je bio kratkotrajan, utirući put režimu puzajućeg prilagođavanja tečaja pet tromjesečja nakon stabilizacije. Drugo, i kao motiv prvoj činjenici, Poljska je usmjerila pažnju na svoju vanjsku konkurentnost, jer su otplata stranih dugova i osiguranje najboljeg mogućeg dogovora sa vjerovnicima bili možda čak i važniji od postizanja niske inflacije.

Zaključno, iako je opće očekivanje realne aprecijacije nakon stabilizacije potvrđeno u većini slučajeva, postoji raznolikost iskustava, naročito kada se kao mjera koristi realni efektivni tečaj.

Devizne rezerve: Ponašanje deviznih rezervi osigurava neke dodatne pojedinosti za našu priču o deviznim tečajevima. Povratna supstitucija novca donosi mogućnost povećanih deviznih rezervi. Slika 4 pokazuje slučajeve očekivanog ponašanja. Zemlje sa najvišom stopom rasta rezervi su nove zemlje, koje su počele bez značajnih rezervi. Ove zemlje su morale usmjeriti pažnju akumulaciji rezervi, kako bi osigurale međunarodna plaćanja i uspostavile ugled u međunarodnoj zajednici. To uvelike objašnjava brzu akumulaciju rezervi u Latviji, Sloveniji i Estoniji.

Akumulacija rezervi u Hrvatskoj čini se sporijom samo zbog toga, jer je Hrvatska već akumulirala znatne rezerve do trenutka početka stabilizacijskog programa u listopadu 1993. godine.

Akumulacija rezervi u Argentini i Peruu bila je rezultat, osim same stabilizacije, priljeva kapitala u Latinsku Ameriku ranih devedesetih godina. Oba slučaja pokazuju stalan i značajan rast rezervi čak i 16 tromjesečja nakon stabilizacije.

U Hrvatskoj je akumulacija rezervi bila prilično stabilna i snažna. Narodna banka Hrvatske koristila se kupovinom deviza da izbjegne aprecijaciju valute i potpomogne svoje rezerve. *Pari passu*, devizne kupnje služile su za povećanje ponude novca, iako se odvijala i značajna sterilizacija putem povećanja obveznih rezervi i obvezivanja banaka na kupnju obveznica Narodne banke.

U Estoniji je akumulacija rezervi bila gotovo linearna. Povratak zlata od prije Drugog svjetskog rata omogućio je uspostavljanje novčane uprave početkom stabilizacije. Nakon toga, brzi rast direktnog ulaganja osigurao je temelj za snažan priljev kapitala u 1993. i 1994. godini. Kako ističe Hansson (1995), Estonija je doživjela najvišu stopu priljeva stranog direktnog ulaganja u odnosu na BDP, od svih zemalja u tranziciji u 1993. i 1994. godini.

Latvija također pokazuje vrlo impresivan rast rezervi uglavnom u drugom tromjesečju nakon stabilizacije. Od tada se rast rezervi nastavlja umjerenijim tempom. U Latviji, priljev kapitala je bio kombinacija stranih direktnih investicija i kredita; u Litvi (podaci nisu prikazani zbog nepotpunosti), koja pokazuje jaki rast rezervi u 1994. godini, financiranje kreditima je bilo ključni oblik priljeva kapitala (Hansson, 1995).

U Sloveniji je akumulacija rezervi bila vrlo jaka tijekom 1992. Ona je bila ključni cilj politike te godine, pošto je Slovenija postavši nezavisna država u listopadu 1991. godine, praktički bez rezervi pokušavala osigurati njihovu dostatnu razinu (Cvikl, Kraft i Vodopivec, 1993).

Kranjec (1995) smatra da je priljev kapitala bio uglavnom uvjetovan repatrijacijom štednje domaćinstava, koja je bila pohranjena u susjednim zemljama, i povećanim posuđivanjem poduzeća u inozemstvu, kako bi se izbjegle visoke domaće kamatne stope.

Slika 5 pokazuje slučajeve zemalja sa nešto drugačijim ponašanjem. U Boliviji se početna akumulacija rezervi u prva dva tromjesečja brzo pretvorila u deakumulaciju. Priljev kapitala, uključujući repatrijaciju štednje i službenih transfera, nije bio jak. Morales (1991) tvrdi da ovaj priljev nije bio prikladan za financiranje rastućih fiskalnih deficita nakon stabilizacije, navodeći vlasti da koriste devizne rezerve. Treba se prisjetiti da se bolivijska stabilizacija odvijala osamdesetih godina, kada je priljev privatnog kapitala u Latinsku Ameriku bio minimalan.

U Izraelu je akumulacija rezervi naglo porasla, pokolebavši se kroz tri tromjesečja nakon prvog, skočivši u 5. tromjesečju i, ponovno, u 8. tromjesečju. Akumulacija rezervi nastavlja se na devalvacije iz kolovoza 1986. (5. tromjesečje) i siječnja 1987. godine (7. tromjesečje).

Napor meksičke stabilizacije bio je dijelom reakcija na bijeg kapitala, koji je bio uvjetovan slomom burze 1987. godine. Bilo je nemoguće odmah zaustaviti bijeg kapitala, i rezerve su se smanjile do kraja 1988. Uspjeh programa promijenio je ovu situaciju do 1989, i za vrijeme slijedećih tromjesečja počeo je jaki priljev kapitala i akumulacija rezervi.

Poljska predstavlja jedan od rijetkih slučajeva, gdje rezerve ne rastu kontinuirano. Pad rezervi u 4. i 5. tromjesečju može biti pokušaj da se obrani zlot prije njegove devalvacije u svibnju 1991. Zato, kada je zlot stavljen na režim puzajućeg prilagođavanja tečaja, kolebanja rezervi su bila mala do 13. tromjesečja, kada započinje značajno povećanje. To povećanje vjerojatno ima veze sa promjenama u portfelju ulaganja, jednom kada je dno "tranzicijske depresije" bilo dosegnuto.

Zaključno, ponašanje rezervi nakon stabilizacije je relativno predvidljivo. Rezerve teže rastu zbog povećanog povjerenja u stabilnost i buduće

izgleda privrede. To je djelotvoran krug, jer subjekti unutar i, posebno, izvan zemlje vide u povećanim rezervama znak stabilnosti. Trajanje razdoblja rastućih rezervi zavisi o priljevu kapitala potaknutog stabilizacijom. Tamo gdje je priljev kapitala slab, rezerve se moraju koristiti za održavanje fiksnog tečaja. Također, nove nezavisne države mogu namjerno kao cilj ekonomske politike utvrditi akumulaciju rezervi i ostvariti visoke stope njihovog rasta.

Kamatne stope: Kao što je već ranije spomenuto, iz udžbenika ekonomije znamo da će uspješna stabilizacija biti vjerojatno praćena vrlo visokim kamatnim stopama, s obzirom da naglo povećana potražnja za novcem povećava kamatne stope. Od osam zemalja za koje postoje podaci, pet pokazuje takvo očekivano ponašanje: prilično jak početni rast realnih kamatnih stopa praćen je kasnijim postupnim padom. Značajno je za mnoge slučajeve da realne kamatne stope ostaju visoke, između 20% ili 30%, dugo vremena nakon stabilizacije.

Ipak, drugačije ponašanje je vidljivo u tri slučaja: kamatne stope ostaju realno negativne, čak i nakon stabilizacije. U ovim slučajevima realne kamatne stope su stvarno rasle tijekom vremena. Tabela 2 sadrži podatke. U tabeli se faza I odnosi na početno razdoblje brze remonetizacije, a faza II na slijedeći period sporije remonetizacije (vidi slijedeće poglavlje za daljnja objašnjenja).

Slika 6 prikazuje slučajeve iz udžbenika ekonomije. U slučaju Bolivije, Sachs (1987) smatra da su visoke kamatne stope u prvim mjesecima stabilizacijskog programa značajan pokazatelj da program nije u početku smatran vjerodostojnim. Morales (1991) sugerira da su velike razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa (preko 12% sredinom 1987.) mogle opstati zbog jake dekapitalizacije banaka uslijed štete koje su prouzročile mjere "de-dolarizacije" u 1982. godini, te izrazitog odsustva financijskog posredovanja kombiniranog sa prevelikim proširenjem broja podružnica i prevelikim brojem namještenika u bankama za vrijeme hiperinflacije.

Tabela 3.
REALNE AKTIVNE KAMATNE STOPE NAKON STABILIZACIJE

	Faza I	Faza II
Tržišne privrede		
Argentina	-27.70	-0.64
Bolivija	141.48	33.23
Izrael	51.37	33.00
Meksiko*	17.97	5.51
Peru	307.56	57.39
Tranzicijske privrede		
Hrvatska	30.04	15.47
Estonija	-75.48	-14.60
Latvija	63.63	13.65
Litva	3.59	2.95
Poljska	-19.17	-2.64
Slovenija	23.88	17.87

* Stopa na tržištu novca

Drugi slučaj očekivanog ponašanja je primjer Izraela, gdje su kamatne stope skočile na preko 80% jedno tromjesečje nakon stabilizacije, a pale ispod 20% dva tromjesečja kasnije. Međutim, stope su nastavile oscilirati, ostajući iznad 20% tijekom sedam slijedećih tromjesečja⁶.

Meksiko također pokazuje uobičajeno ponašanje, iako ne u tolikoj mjeri. Realne kamatne stope skaču na blizu 20%, a tada padaju na podnošljivih 5% u drugoj fazi.

U Peruu su realne kamatne stope prešle 300% tri tromjesečja nakon stabilizacije, a zatim su pale na oko 50% šest tromjesečja kasnije.

⁶ S obzirom na vrlo visoke kamatne stope u Izraelu, može se činiti zanimljivim da je ekonomski rast bio tako snažan nakon stabilizacije. Međutim, kako Bruno i Meridor (1991) pokazuju, krediti namijenjeni za poljoprivredu i izvoz (uglavnom za industriju) davani su uz mnogo niže kamatne stope. U stvari, prosječna realna kamatna stopa za kratkoročne kredite industriji bila je samo 1% 1986, a 10.1% 1987. - oko 16 postotnih poena ispod prosječnih stopa na slobodnom tržištu.

Sedamnaest tromjesečja nakon stabilizacije stope ostaju iznad 20%. Sheanon (1994) objašnjava da su tako visoke realne kamatne stope "bile više stvar patologije, nego što su imale bilo kakvu pozitivnu ekonomsku funkciju". U stvari, uz smanjivanje domaćeg investiranja, tako visoke kamatne stope služile su samo za ohrabrivanje priljeva kapitala, dovodeći do još veće aprecijacije tečaja i daljnjeg smanjenja izvoza.

Prijedemo li na analizu privreda u tranziciji, hrvatsko iskustvo također pokazuje vrlo visoke realne kamatne stope u početnoj fazi, sa zadržavanjem visokih kamatnih stopa, te čak i njihovim daljnjim rastom u zadnjem tromjesečju. Kamatne stope su možda bile i nešto više nego što sugeriraju podaci, jer su mnoge banke tražile od klijenata da ulože od jedne trećine do jedne polovine ukupne svote kredita u banke i/ili su zaračunavale druge oblike provizija.

Podaci za Sloveniju pokazuju vrlo neznatno povećanje realnih kamatnih stopa u početnim fazama stabilizacije. Ipak, početni uspon stopa vjerojatno se pojavio prvog mjeseca stabilizacije (listopad 1991) za koji ne raspolazem podacima. Realne pozitivne stope osigurane su u Sloveniji pomoću opće indeksacije.

Druga zanimljiva značajka slovenskog slučaja je pad kamatnih stopa u drugom tromjesečju 1993. To se dogodilo zbog rehabilitacije Ljubljanske banke, najveće banke u zemlji u ovom trenutku (Kraft, 1995).

Slika 7 prikazuje slučajeve, koji se ne mogu naći u udžbenicima. Unutar tržišnih privreda izuzetan je slučaj Argentine. Realne kamatne stope su stvarno negativne kroz veći dio razdoblja nakon stabilizacije. To je uzrokovano masovnim priljevom kapitala. Nosioći ekonomske politike u Argentini pokušali su ublažiti priljev kapitala pomoću niskih kamatnih stopa. To je usput pomoglo stimulirati nagli rast realnog BDP-a nakon stabilizacije.

Druge dvije tranzicijske privrede pripadaju u posebnu kategoriju. Estonija, koja ima novčanu upravu poput Argentine, također ima

značajne negativne realne kamatne stope, koje se tijekom vremena približavaju nuli. Iako repatrijacija štednje iz inozemstva, koja je odigrala tako značajnu ulogu u slučaju Argentine (Rodriguez, 1993), nije bila glavni čimbenik, kamatne stope su ostale niske.

Poljska se također susrela sa negativnim realnim kamatnim stopama. U ranim fazama stabilizacije to je vjerojatno bilo uvjetovano premašivanjem očekivane inflacije. Drugim riječima, kamatne stope su vjerojatno bile *ex-ante* realno pozitivne, ali *ex-post* su bile realno negativne.

Sredinom devedesetih godina vlasti su se zabrinule zbog utjecaja monetarne politike na produbljanje tranzicijske recesije, te su ublažile politiku. Međutim, to ublažavanje je bilo kratkotrajno, s obzirom da je inflacija ponovno počela rasti. Jake mjere kontrakcije, koje su poduzete u razdoblju jesen-zima 1990, vjerojatno objašnjavaju izraziti uspon realnih kamatnih stopa u prva dva tromjesečja 1991. godine (5. i 6. tromjesečje).

Nadalje, liberalizacija cijena 1990. godine dovela je do velike inflacije dobiti poduzeća. Kako su poduzeća iznenada postala vrlo profitabilna, njihova potražnja za kreditima je bila prilično ograničena u ovom razdoblju. Do 1991. te su dobiti presušile, potražnja za kreditima je porasla, a s time su se javile i pozitivne realne kamatne stope (Schaffer, 1992).

Čak niti ove pozitivne stope nisu dugo trajale. Kako ekonomski rast još nije bio prisutan, monetarna politika je još jednom bila ublažena, a realne stope su pale ispod nule. Tek pošto je rast postao snažan u 1993. godini, realne stope su ponovno počele dosezati pozitivne razine.

Ova analiza trendova kamatnih stopa pokazuje dvije različite kategorije. Prva grupa, grupa klasičnih slučajeva, obuhvaća nagli rast kamatnih stopa. Ovi slučajevi odgovaraju kako iskustvima u ranijim hiperinflacijama, tako i gore spomenutim teorijskim shvaćanjima.

Druga grupa posebnih slučajeva iskazuje negativne realne kamratne stope u početnom razdoblju stabilizacije. Činjenica da su u dva od tri slučaja oni povezani s novčanim upravama je više nego značajna. U shemama novčane uprave nije dozvoljeno posuđivanje središnje banke drugim bankama, tako da se domaći krediti ugovaraju bez ikakve potrebe za visokim kamratnim stopama. Također, kako novčane uprave nastoje pridonijeti visokom stupnju povjerenja i brzom priljevu kapitala, niske kamratne stope su potrebne zbog obuzdavanja pritiska na aprecijaciju.

Rečeno na drugi način, to se može promatrati u okviru teorije nepokrivenog kamratnog pariteta prema kojoj razlike kamratnih stopa moraju biti izjednačene s razlikom između očekivanog budućeg i tekućeg tečaja. Uz novčanu upravu očekivani budući tečaj je jednak tekućem, tako da se domaće kamratne stope izjednačuju sa inozemnim stopama. Ako je, međutim, domaća inflacija iznad inozemne, realne kamratne stope će biti niže kod kuće nego u inozemstvu - pa je moguće i da budu negativne.

Slučaj Poljske je istinski izuzetan. Ovdje je liberalizacija cijena imala veliki utjecaj na kamratne stope, obarajući potražnju za kreditima u 1990. godini (prva četiri tromjesečja na slici). U slijedećim tromjesečjima pozitivne realne kamratne stope nisu dosljedno održavane, pošto je monetarna politika nastojala kombinirati postupnu dezinflaciju sa obnavljanjem ekonomskog rasta.

Remonetizacija: Promatrajući stopu realnog rasta novca, uočavamo karakteristično ponašanje. U prvoj fazi vidljiv je vrlo brzi rast - iznad 50% godišnje, kroz jedno do pet tromjesečja. Nakon toga uočavamo drugu fazu, u kojoj rast ostaje snažan, ali uz niže stope od 20 do 40%. Tabele 4 i 5 daju pregled ovog ponašanja.

Tabela 4.
RAST REALNE NOVČANE MASE U FAZI I I FAZI II

	Faza I	Faza II	Tromjesečja u fazi I
Tržišne privrede			
Argentina	109.89	22.12	5
Bolivija	55.35	18.57	6
Izrael	124.16	20.36	5
Meksiko	34.27	101.99	4
Peru	64.95	15.01	1
Tranzicijske privrede			
Hrvatska	217.26	27.93	3
Estonija	449.41	9.88	1
Latvija (M2)	104.10	38.50	2
Litva	828.41	43.60	2
Poljska	162.16	-4.10	2
Slovenija	65.93	21.30	2

Tabela 5.
RAST REALNOG KVAZI-NOVCA U FAZI I I FAZI II

	Faza I	Faza II
Tržišne privrede		
Argentina	39.34	39.02
Bolivija	267.59	18.57
Izrael	-10.82	3.92
Meksiko	82.34	31.30
Peru	434.10	29.72
Tranzicijske privrede		
Hrvatska	145.93	20.44
Litva	37.68	78.69
Poljska	-22.82	6.66
Slovenija	58.11	42.57

Slike 8 i 9 prikazuju tržišne privrede. Faza I je u Argentini trajala pet tromjesečja sa stopama rasta realne novčane mase od prosječno znatno iznad 100%. Rast se nastavio po stopama iznad 20% do 15-og tromjesečja. Kako Rodriguez (1993) naglašava, veliki dio ovog rasta proizlazi iz repatrijacije dolara pohranjenih u inozemstvu. Osim toga,

bankama u Argentini je bilo dozvoljeno da dodjeljuju kredite u dolarima, osiguravajući tako efekt multiplikatora.

U Boliviji je prva faza trajala šest tromjesečja sa rastom kvazi-novca znatno iznad 250%. Rast od 20 ili više posto nastavio se do 9. tromjesečja. Naročito zanimljivo u slučaju Bolivije je, da je rast kvazi-novca bio brz u početnoj fazi, dok novčana masa počinje ubrzano rasti tek u 5. i 6. tromjesečju, potvrđujući da se povjerenje u domaću valutu vrlo teško vraćalo. Priljev kapitala je bio relativno slab u slučaju Bolivije, tako da je to jasniji primjer zemlje u kojoj je povratna supstitucija domaćeg novca stranim potakla remonetizaciju.

U Izraelu se visoki rast nije pojavio do drugog tromjesečja i nastavljen je kroz cijelih pet tromjesečja. Rast realne novčane mase dosljedno je nadmašivao 100% godišnje. Nakon toga rast od 20-40% bio je prisutan do kraja analiziranog razdoblja tj. jedanaestog tromjesečja. U ovom slučaju, rast novčane mase se pojavio zbog zamjene dolarskih računa u šekele, dok je rast kvazi-novca bio relativno slab. Izrael je povratio povjerenje u valutu brže od većine drugih zemalja u uzorku.

U Meksiku, visoki rast je posljedica povratka odbjeglog kapitala, većina kojeg je preselila u inozemstvo kao rezultat sloma burze u listopadu 1987. godine. Vraćanje povjerenja u Meksiko nastupilo je postupno tijekom 1988. i 1989. godine, zahvaljujući Paktu i stabilizacijskom programu općenito. Rast kvazi-novca predvođen repatrijacijom dolara daleko je premašio rast novčane mase.

U Peruu je razdoblje visokog rasta (kvazi-novca) bilo kraće, odvijajući se samo jedno tromjesečje. Rast kvazi-novca se tada usporio, te se približio na 50% godišnje tek 7 tromjesečja nakon stabilizacije. Čak 15 tromjesečja nakon stabilizacije, rast je još uvijek bio iznad 20%. Brzi rast novčane mase nije se javio do 9. tromjesečja - znak velikih teškoća u pridobijanju povjerenja javnosti.

Prijedemo li sada na tranzicijske zemlje, u Hrvatskoj je izuzetno brzi rast bio prisutan u dva tromjesečja. Kada je, međutim, početna remonetizacija završila, snažan rast se ipak nastavio. Iako vremenska serija za Hrvatsku nije tako duga kao za druge zemlje, ponašanje se ipak čini sličnim: kontinuirani realni rast od približno 30% godišnje.

Estonija također općenito slijedi uobičajeno ponašanje, ali kako se i moglo predvidjeti s obzirom na postojanje novčane uprave, rast novčane mase je neobično polagan. Tako je nakon jednog tromjesečja brze remonetizacije, Estonija doživjela relativno ograničen rast realne novčane mase od prosječno 9.88% u fazi II.

Slučajevi Latvije i Litve nalikuju "normalnim" tržišnim privredama. Stope rasta u fazi II su zapravo najveće u tranzicijskom dijelu uzorka. To uključuje nastavak snažnog trenda u brzini optjecaja novca, naročito imajući na umu da je BDP opadao kroz veći dio razdoblja o kojem se ovdje govori.

U Sloveniji je razdoblje visokog rasta trajalo samo dva tromjesečja, i to treće i četvrto tromjesečje nakon uvođenja stabilizacijskog programa. To su također bila prva dva tromjesečja u kojima su mjesečne stope inflacije pale ispod 5%. Kao i u drugim slučajevima, u kojima se rast novčane mase nakon toga smanjio, on nikada nije pao blizu nule, nego je ostao prilično snažan. Podaci za Sloveniju su do određene mjere usporedivi s onima za Boliviju i Peru, barem što se tiče najužeg monetarnog agregata. Dvije latinske ekonomije iskazuju mnogo brži rast kvazi-novca u fazi I, pokazujući možda viši stupanj dolarizacije u razdoblju visoke inflacije.

Posljednji slučaj, slučaj Poljske je opet poseban. Dok je brza remonetizacija uočljiva - rast realne novčane mase od 162.16% kroz dva tromjesečja - realna novčana masa se nakon toga smanjuje. Dio objašnjenja, kao što sugerira ranija teorijska rasprava, može se nalaziti u institucionalnim inovacijama, koje su ubrzale plaćanja i smanjile potrebu za gotovinom. Međutim, drugi dio priče svakako uključuje nastavak borbe za kontrolu domaće potražnje, za servisiranje stranog duga i obuzdavanje i nadalje značajne inflacije.

Prije zaključka, zanimljivo je razmotriti ponašanje brzine optjecaja novca u ovim slučajevima. Zbog ograničenosti podataka, brzinu sam mogao analizirati samo na godišnjoj razini. Poruka je svejedno jasna: kada jednom započne stabilizacija, brzina dramatično pada.

Tabela 6.
PROMJENE BRZINE OPTJECAJA M1 NAKON STABILIZACIJE (%)

	Godina poslije	Dvije godine poslije
Tržišne privrede		
Argentina	-23.2	-12.0
Bolivija	15.8	-27.7
Izrael	-41.2	-20.2
Meksiko	-4.2	-11.7
Peru	0.6	-16.2
Tranzicijske privrede		
Hrvatska	-49.0	-20.1*
Estonija	-24.9	10.9
Latvija	-25.3	na
Litva	-45.8	na
Poljska	na	-38.5
Slovenija	-4.6	-8.2

* Prva tri tromjesečja.

na = podatak nije raspoloživ

Brzina optjecaja snažno opada godinu dana nakon stabilizacije. Iznimke su Bolivija i Peru, gdje se povjerenje u valutu uspostavljalo vrlo polako. U tim zemljama razdoblje značajnog smanjenja brzine optjecaja M1 započelo je tek tijekom druge godine nakon stabilizacije.

Zaključno, poruka ovog dijela je prilično jasna: brza remonetizacija je uobičajena pojava nakon visoke inflacije. Osim toga, brzi rast novčane mase i opadajući trend brzine optjecaja mogu se nastaviti kroz 10-15 tromjesečja nakon stabilizacije. Čak i u tranzicijskim privredama, gdje se može očekivati da bi financijske inovacije mogle povećati brzinu optjecaja, smanjena se brzina čini pravilom. Zamjetni padovi kamatnih stopa mogu djelomično biti razlog smanjene brzine, iako slučajevi Estonije i Poljske, sa rastućim (ali negativnim) realnim kamatnim stopama

i padajućom brzinom daju naslutiti da postoji još nešto. U svakom slučaju, čini se da je povećano povjerenje u valutu potaknulo povratak gotovini i tekućim računima i da taj proces vraćanja povjerenja i povratne supstitucije novca traje kroz dulji niz tromjesečja, u stvari kroz nekoliko godina.

EMPIRIJSKI PODACI - REALNI TROŠKOVI

Realni BDP

Na prvi pogled, najveća razlika između tržišnih i tranzicijskih privreda vidljiva je u utjecaju stabilizacije na realni BDP. Kao što tabela 7 pokazuje, razlika je ogromna.

Tabela 7.

RAST REALNOG BDP-A ZA VRIJEME I NAKON STABILIZACIJE

	Godina prije	Godina stabilizacije	Godina poslije	Dvije godine poslije
Tržišne privrede				
Argentina	-6.2	0.0	8.9	8.7
Bolivija	0.0	0.0	-2.8	2.0
Izrael	2.3	3.7	3.3	7.1
Meksiko	1.7	1.2	3.3	4.4
Peru	-11.8	-4.4	2.7	-2.8
Tranzicijske privrede				
Hrvatska	-3.7	0.8	na	na
Estonija	-11.8	-21.6	-6.6	6.0
Latvija	-38.0	-17.0	2.0	na
Litva	-35.0	-15.0	2.0	na
Poljska	13.7	-27.1	-7.0	2.6
Slovenija	-8.4	-5.1	1.3	5.0

U tržišnim privredama, uspješni heterodokсни programi, naročito izraelski, pokazuju vrlo niske troškove outputa. Argentina također pokazuje vrlo niske troškove - nakon godine bez rasta, slijedi nekoliko godina vrlo brzog rasta. Meksiko je također imao samo jednu godinu polaganog rasta, nakon koje je slijedilo ubrzanje kroz slijedeće dvije

godine. Međutim, slučajevi hiperinflacije u Boliviji i Peruu, poput onih u Njemačkoj i Austriji nakon Drugog svjetskog rata, pokazuju značajnije troškove outputa.

Podatke za tranzicijske privrede treba pažljivo razmatrati. Radi se o godišnjim podacima i stoga su uvedene neke proizvoljne prilagodbe. Slovenija, Hrvatska i Latvija su uvele stabilizacijske programe u listopadu; zato uzimam slijedeću godinu kao godinu stabilizacije (1992. za Sloveniju, 1993. za Latviju, 1994. za Hrvatsku). Promjenom izabrane godine znatno bi se povećali troškovi stabilizacije.

Nadalje, na podatke za Poljsku, Estoniju i Sloveniju naročito jako je utjecao slom SEV-a, odnosno bivšeg sovjetskog i bivšeg jugoslavenskog tržišta. U stanovitom smislu prva dva predstavljaju troškove tranzicije.

S druge strane, ogromni padovi u Latviji i Litvi javljaju se u 1993. godini - nakon najvećeg pada u razmjeni sa zemljama bivšeg Sovjetskog saveza.

Nadalje, pad outputa u tranzicijskim privredama je vjerojatno znatno preuveličan zbog teškoća u statističkom praćenju novog privatnog sektora. Postoje mnoge proturječnosti u pogledu toga. Podaci su preuzeti od MMF-a, koji se pak oslanja na službene statističke izvore, koji vjerojatno podcjenjuju BDP, a prejako naglašavaju pad proizvodnje.

Dok je BDP jako opao u godini stabilizacije u mnogim tranzicijskim zemljama, također je očito da je slijedeća post-stabilizacijska godina donijela ili dramatično smanjenje u padu outputa ili stvarni rast. Nadalje, sa iznimkom Estonije i Poljske, rast BDP-a se stvarno poboljšao u godini stabilizacije; padovi outputa bili su veći godinu dana prije uvođenja stabilizacije, nego u godini nakon stabilizacije. Zato je teško pripisati pad outputa u godini stabilizacije samom procesu stabilizacije.

Slučaj Hrvatske je naročito zanimljiv. Tu se output zapravo neznatno povećao u godini stabilizacije. Ipak, postoji razlog za vjerovanje da su troškovi stabilizacije nastali i prije službenog objavljivanja stabilizacijskog programa. Monetarno stezanje počelo je u kolovozu

1993. godine, a rezultat je bio da je realna novčana masa smanjena nekih 23% do kraja rujna - to znači do objavljivanja samog programa. To je uvjetovalo vrlo jaku aprecijaciju i vrlo vjerojatno pad outputa (iako mjesečni podaci za BDP nisu dostupni)⁷.

Konačno, imamo slučaj Poljske. Ovdje su u izvornom "velikom prasku" mjere stabilizacije i liberalizacije uvedene u istom trenutku. Najvjerojatnije, i povećanje outputa 1989. i njegov pad 1990. su precijenjeni. Čitav početni utjecaj tranzicije vidljiv je u padu outputa 1990. godine.

Uzimajući sve ovo u obzir, teško je reći da li je stabilizacija prouzročila veće padove outputa u tranzicijskim nego li u tržišnim privredama. Zahvaljujući našoj prethodnoj raspravi, jasno je da nikakva razlika između realnih efekata na tranzicijske i tržišne privrede ne može biti rezultat nepovoljnijeg ponašanja monetarnih agregata ili kamatnih stopa. Dakako, istovremeno ne postoje primjeri tranzicijskih privreda, koje su obnovile rast tako brzo ili snažno, kao što je to bilo u slučaju Izraela i Argentine.

Općenito se čini pravednijim pripisati lavovski udio velikih gubitaka outputa tranzicijskim procesima, nego stabilizacijskim programima. Zaključno, čini se razumnim nagađati da su stabilizacijski troškovi per se bili sličnih razmjera kao i u tržišnim privredama; ako su i bili veći, bili su to samo neznatno.

Nezaposlenost

Još jedan pokazatelj realnih troškova stabilizacije je nezaposlenost. Tabela 8 obuhvaća tromjesečne podatke.

⁷ Želio bih zahvaliti Velimiru Šonji na upozorenju o utjecaja politike stabilizacije i prije njezinog službenog objavljivanja. Više o stabilizaciji u Hrvatskoj vidjeti u Anušić, Rohatinski i Šonje (1995).

Tabela 8.
STABILIZACIJA I NEZAPOSLENOST
 (registrirana nezaposlenost, % radne snage)

	Tromjesečje prije	Tromjesečje za vrijeme	Prvo tromjesečje nakon	Drugo tromjesečje nakon	Treće tromjesečje nakon
Tržišne privrede					
Izrael	na	5.9	7.8	7.1	6.7
Tranzicijske privrede					
Hrvatska	19.8	18.9	19.2	19.2	19.2
Estonija	na	1.0	1.7	2.4	2.2
Latvija	0.6	1.2	2.3	3.2	4.5
Litva	1.4	1.6	1.7	1.6	1.6
Poljska	na	1.5	3.1	5.1	6.1
Slovenija	8.6	9.8	10.6	10.9	11.8

Izvori: OECD, Narodna banka Hrvatske, Banka Slovenije, United Nations Monthly Bulletin of Statistics (Izrael).

Izrael je prilično tipičan slučaj za tržišne privrede. Snažan rast nezaposlenosti prisutan je unatoč korištenju heterodoksnih metoda u svrhu minimiziranja realnih troškova stabilizacije. Nezaposlenost je značajno pala tek u prvom tromjesečju 1987, godinu i pol nakon početka stabilizacijskog programa.

S druge strane, Bolivija je pokazala stalni rast nezaposlenosti početkom i sredinom osamdesetih. Nezaposlenost je porasla sa 15.1% 1984. na 18% 1985. i 20% 1986. Nema jasno vidljivog utjecaja stabilizacije. Ni godišnji podaci u slučaju Meksika ne pokazuju nikakav negativan utjecaj stabilizacije: nezaposlenost pada sa 3.9% 1987. na 3.6% u stabilizacijskoj godini 1988. i 3.0% 1989⁸.

U tranzicijskim privredama čini se da postoje dvije vrste slučajeva. U prvoj grupi su zemlje sa vrlo malim promjenama u razini nezaposlenosti

⁸ Ovo su službeno objavljeni podaci o nezaposlenosti. Neizvjesno je da li oni precizno odražavaju stvarne razine nezaposlenosti. Međutim, alternativne procjene iz National Institute of Statistics, Geography and Informatics (INEGI) čini se da pokazuju istu tendenciju. Vidi OECD (1992, Dodatak II).

(Hrvatska i Litva). Ovdje stabilizacija jedva da i utječe na stope nezaposlenosti. U drugoj grupi su zemlje sa značajnom i kontinuirano prisutnom reakcijom razina nezaposlenosti (Slovenija, Latvija, Poljska). U ovim zemljama se stope nezaposlenosti podižu za 3-4 postotna poena u prvoj godini, i 1.5-8 poena u drugoj godini. Estonija⁹ je poseban slučaj, s obzirom da se tu primjetno povećanje nezaposlenosti pojavljuje odmah na početku stabilizacije, a nakon toga nezaposlenost pada.

Dva slučaja stalnog povećanja nezaposlenosti uvjetovana su raspadom tržišta. Slovenija se suočila sa slomom bivšeg jugoslavenskog tržišta u svojoj post-stabilizacijskoj godini, a Poljska sa slomom SEV-a. Bez ovih šokova povećanje njihove nezaposlenosti bi, možda, bilo umjerenije, kao u Latviji.

Zanimljivo je uspoređivati povećanje nezaposlenosti kroz ekonomske sustave. U Izraelu, skok nezaposlenosti od 1.9% u tromjesečju nakon stabilizacije ostavlja iza sebe sve tranzicijske privrede, iako Poljska (1.6%) i Latvija (1.1%) mnogo ne zaostaju.

Nedostatak konzistentnosti u ponašanju nezaposlenosti u tranzicijskim post-stabilizacijskim privredama može biti manje odraz različitih troškova stabilizacije nego različitih troškova restrukturiranja¹⁰. Restrukturiranje utire dva puta: povećava nezaposlenost pomoću otpuštanja iz postojećih

⁹ U slučaju Estonije postoji značajna razlika između podataka o registriranoj nezaposlenosti, datih u tabeli, i podataka o procijenjenoj radnoj snazi. Ovi potonji ukazuju da je nezaposlenost u Estoniji bila blizu 10% u zadnjem tromjesečju 1992, s padom na 7% u zadnjem tromjesečju 1994. Uzrok značajne razlike između registrirane i procijenjene nezaposlenosti je u vrlo niskoj razini naknada za nezaposlene, kao i u strogim uvjetima njihova dobivanja. Nažalost, kako podaci počinju u zadnjem tromjesečju 1992, ne možemo ih koristiti za ispitivanje utjecaja stabilizacije (Cornelius, 1995).

¹⁰ Tranzicijske privrede nisu jedine koje su prisiljene na restrukturiranje. Wicker (1986) ističe da je velik dio nezaposlenosti u Austriji nakon stabilizacije hiperinflacije poslije Drugog svjetskog rata, odražavao restrukturiranje austrijske birokracije i privrede na manji državni teritorij i uvođenje carina (manje domaće tržište). Za novije primjere vidi Cornelius (1995).

poduzeća, ali također povećava ponovno zapošljavanje u novim poduzećima. Otpuštanja su bila veća u Sloveniji i Poljskoj; u Estoniji je bilo brže ponovno zapošljavanje u novom privatnom sektoru.

Vrlo je vjerojatno da je zaposlenost manje osjetljiva na šokove potražnje stvorene politkom stabilizacije u mnogim tranzicijskim privredama, zbog zadanih institucionalnih i povijesnih zapreka otpuštanju, kao i uočljive opasnosti socijalnih nemira. Jedan od ključnih otpora prilagođavanju u mnogim tranzicijskim zemljama je neplaćanje dugova među poduzećima, kao jedan oblik kreditne ekspanzije. Ne plaćajući račune dobavljačima, poduzeća se i dalje održavaju i ograničavaju potrebu za restrukturiranjem (Ickes i Ryterman, 1994).

Stabilizacijski programi, naravno, stvaraju oštra ograničenja likvidnosti, čak i u tržišnim privredama. Rastuće stope nevraćenih dospjelih zajmova su sasvim uobičajene nakon stabilizacije. Slučaj Bolivije je dobar primjer (Morales 1991): dospjeli zajmovi porasli su od 7.5% 1986. na 8.0% 1987. i do 11.4% u prvom tromjesečju 1988. godine.

Unutar tranzicijskih privreda koje smo proučavali sve imaju vidljive probleme sa nenaplaćenim potraživanjima. U Hrvatskoj su dugovi porasli od 1 bilijun kuna u siječnju 1994, upravo nakon stabilizacije, na nekih 5 bilijuna kuna u kolovozu 1995. Ovaj zadnji podatak predstavlja približno 6% BDP-a.

U Latviji je razina neplaćenih dugova bila blizu visokih razina u Rusiji u svibnju 1992. godine, možda čak i u visini 50% BDP-a prema Rostowskom (1994). Poljska je također imala značajno povećanje nenaplaćenih potraživanja 1990. godine, ali problem se tada smanjio, jer su dugovi pali sa 18% BDP-a prije stabilizacije na 10% BDP-a nakon stabilizacije. Problem dugova je u Estoniji bio najveći u vrijeme bankarske krize u studenom 1992; nelikvidnost banaka dovela je do obustave plaćanja. Rješavanjem bankarske krize, razriješila se također i kriza plaćanja (Hansson 1995).

Kombinacija brzog pada BDP-a zbog tranzicije, gubitka tržišta i stabilizacije, te sporog pada zaposlenosti - pojačanog krizom nenaplaćenih potraživanja - upućuje na tegobne realne ekonomske efekte stabilizacije i sistemske reforme u tranzicijskim privredama polaganog restrukturiranja. Zbog toga je problem općenitiji i, najvjerojatnije, dugotrajniji. Smanjeni output bez smanjenja zaposlenih znači opadajuću produktivnost, oslabljenu konkurentnost i malu vjerojatnost brzog izlaska iz krize.

Općenito se čini mogućim da troškovi nezaposlenosti nisu viši u tranzicijskim zemljama nego u tržišnim privredama. Ipak, ovaj slučaj je jasniji u tranzicijskim privredama polaganog restrukturiranja; tamo gdje je restrukturiranje brže, rast nezaposlenosti nakon stabilizacije čini se usporediv sa onim u tržišnim privredama.

ZAKLJUČCI - NEKE IMPLIKACIJE ZA POLITIKU

Gore analizirani podaci upućuju da su oni koji su tvrdili da se tranzicijske privrede mogu stabilizirati poput drugih privreda djelomično u pravu, a djelomično u zabludi. Doista, osnovni makro odnosi su prisutni: tečaj aprecira, devizne rezerve se akumuliraju, kamatne stope naglo rastu, a monetarni rast jača. Nadalje, nema mnogo jasnih dokaza da stabilizacija per se nosi veće troškove outputa ili nezaposlenosti u tranzicijskim, nego u tržišnim privredama.

Postavimo li problem drugačije, može se reći da tranzicijske privrede nemaju više razloga pribojavati se stabilizacijskih programa od tržišnih privreda. Međutim, ovaj zaključak mora biti relativiziran činjenicom da ovaj rad obrađuje samo uspješne stabilizacije; može biti da su neuspješni stabilizatori neuspješni upravo zbog visokih realnih troškova.

Usprkos mnogim sličnostima između stabilizacije u tržišnim i tranzicijskim privredama, mehanizmi nisu potpuno isti, kako se problemi plaćanja i nenaplaćenih potraživanja šire. Postoje također argumenti u

prilog tvrdnji da sastav troškova može biti različit: nešto viši troškovi outputa i nešto niži troškovi nezaposlenosti. Nadasve, čak ako stabilizacija ima sama po sebi ograničene troškove, praćena je sistemskim promjenama s vrlo visokim troškovima.

Sve to podrazumijeva da dok nosioci ekonomske politike u tranzicijskim zemljama ne trebaju odgoditi stabilizaciju, trebali bi biti svjesni potrebe utvrđivanja faza cjelokupnog programa reforme, kako bi ublažili troškove tranzicije. Na primjer, moglo bi biti uputno početi sa stabilizacijom, liberalizacijom cijena i potpunom liberalizacijom uvjeta za rad malih poduzeća, što stvara preduvjete za rast privatnog sektora. Vanjska trgovina bi se također mogla odmah liberalizirati, ali bi moglo biti uputno slijediti prijedlog McKinnona o faznom smanjenju razine carina, kako bi se izbjeglo povećanje početnog utjecaja na zaposlenost (McKinnon, 1991).

U ovom scenariju mjere koje bi drastično smanjile zaposlenost u dijelu poduzeća, kao što je uvođenje i primjena strogih zakona o stečaju, restrukturiranje ključnih velika poduzeća i smanjenje trgovinskih barijera na vrlo niske razine, mogle bi biti uvedene u kasnijoj fazi u kojoj će rastuća privreda moći apsorbirati radnu snagu.

Dok se o ovom scenariju može raspravljati, ostaje jasno da su društveni i politički troškovi tranzicije visoki, i da nosioci ekonomske politike moraju procijeniti moguće troškove svakog elementa reforme, kako bi postigli najbolji ostvariv slijed reformi. U većini slučajeva stabilizacijske politike su, čini se, nužni početak, koji se ne smije zaobići izlikom o "posebnim prilikama tranzicijske privrede". Istovremeno ostaje očito da "normalni" uvjeti nisu još uvijek postignuti i da treba mnogo učiniti prije nego što stabilizacija inflacije preraste u stabilan, dugoročan rast.

CITIRANA LITERATURA:

Anušić, Zoran, Željko Rohatinski, Velimir Šonje, (1995): **A Road to Low Inflation**, Zagreb: Vlada Republike Hrvatske.

Balcerowicz Leszek, (prosinac 1994): "Transition to the Market Economy: Poland 1989-93 in Comparative Perspective", *Economic Policy Supplement*: str. 72-97.

Beckerman, Paul, (1992): **The Economics of High Inflation**, London: Macmillan.

Blejer, Mario and Adrienne Cheasty, (1988): "High Inflation, Heterodox Stabilization and Fiscal Policy", *World Development*, vol. 16, br. 8: str. 867-881.

Bole, Velimir, (1995): "Stabilization in Slovenia: From High Inflation to Excessive Inflow of Foreign Capital", dokumentacija, EIPF.

Bruno, Michael, (1993): "Stabilization and the Macroeconomics of Transition - How Different is Eastern Europe?", *Economics of Transition*, vol 1, br.1: str. 5-19.

Bruno, Michael, and Leora Meridor, (1991): "The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case" u Bruno et al. ured., **Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath**, Cambridge: MIT Press: str. 241-275.

Calvo, Guillermo and Fabrizio Coricelli, (1994): "Credit Market Imperfections and Output Response in Previously Centrally Planned Economies" u Gerard Caprio, David Folkerts-Landau, and Timothy Lane, ured. **Building Sound Finance in Emerging Market Economies**, Washington, DC: International Monetary Fund: str. 257-294.

Calvo, Guillermo, L. Leiderman, and Carmen Reinhart, (ožujak 1993): "Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*: str. 108-151.

Cornelius, Peter, (1995): "Unemployment During Transition: The Experience in the Baltic Countries", *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 7, br. 4: str. 445-464.

Cvikl, Milan, Evan Kraft and Milan Vodopivec, (1993): "Costs and Benefits of Independence: the Case of Slovenia", *Communist Economies and Economic Transformation*, vol. 5, br. 3: str. 295-315.

Dornbusch, Rudiger, (1988): "Lessons from the German Experience of the 1920s", u **Exchange Rates and Inflation**, Cambridge, MA: MIT Press: str. 409-438.

Dornbusch, Rudiger and Fischer, Stanley, (travanj 1986): "Stopping Hyperinflation: Past and Present", *Weltwirtschaftliches Archiv*: str. 1-47.

Fischer, Stanley, (svibanj-lipanj 1995): "World Bank Discussion on Second-Generation Transition Issues", *Transition*, vol. 6, br. 5-6: str. 2-4.

Hansson, Ardo, (lipanj 1995): "Macroeconomic Stabilization in the Baltic States", rad pripremljen za First Annual Dubrovnik Conference on Transition.

Ickes, Barry and Randi Ryterman, (1994): "Financial Underdevelopment and Macroeconomic Stabilization in Russia" u Gerard Caprio, David Folkerts-Landau, and Timothy Lane, ured., **Building Sound Finance in Emerging Market Economies**, Washington, DC: International Monetary Fund: str. 60-83.

International Monetary Fund, "International Financial Statistics", različiti brojevi.

Kranjec, Marko, (lipanj-prosinac 1995): "Introduction of a New Currency: The Case of Slovenia", *Development and International Co-operation*, vol. XI, br. 20-21: str. 127-142.

Kraft, Evan, (travanj 1995): "Post-Socialist Bank Crisis and the Problem of Institution-Building", *Privredna kretanja i ekonomska politika*: str. 15-58.

McKinnon, Ronald, (1991): **The Order of Economic Liberalization**, Baltimore: Johns Hopkins Press.

Morales, Juan Antonio, (1991): "The Transition from Stabilization to Sustained Growth in Bolivia", u Bruno et al., ured., **Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath**, Cambridge: MIT Press: str. 15-47.

OECD, (1992): *OECD Economic Surveys: Mexico*, Paris: OECD.

Paus, Eva. "Adjustment and Development in Latin America: The Failure of Peruvian Heterodoxy, 1985-90", *World Development* vol. 19, br. 5: str. 411-434.

Rodriguez Carlos, (lipanj 1993): "Money and Credit Under Currency Substitution", *IMF Staff Papers*, vol. 40, br. 2: str. 414-426.

Rostowski, Jacek, (1994): "Comment" u Gerard Caprio, David Folkerts-Landau, and Timothy Lane, ured., **Building Sound Finance in Emerging Market Economies**, Washington, DC: International Monetary Fund: str. 84-87.

Sachs, Jeffery, (svibanj 1987): "The Bolivian Hyperinflation and Stabilization", *American Economic Review*, vol. 77, br. 2: str. 269-274.

Sargeant, Thomas, (1982): **The Aftermath of Four Big Inflations**. Washington: National Bureau of Economic Research.

Schaffer, Mark, (proljeće 1992): "The Polish State-Owned Enterprise Sector and the Recession in 1990", *Comparative Economic Studies*, vol. XXIV, br. 1: str. 58-85.

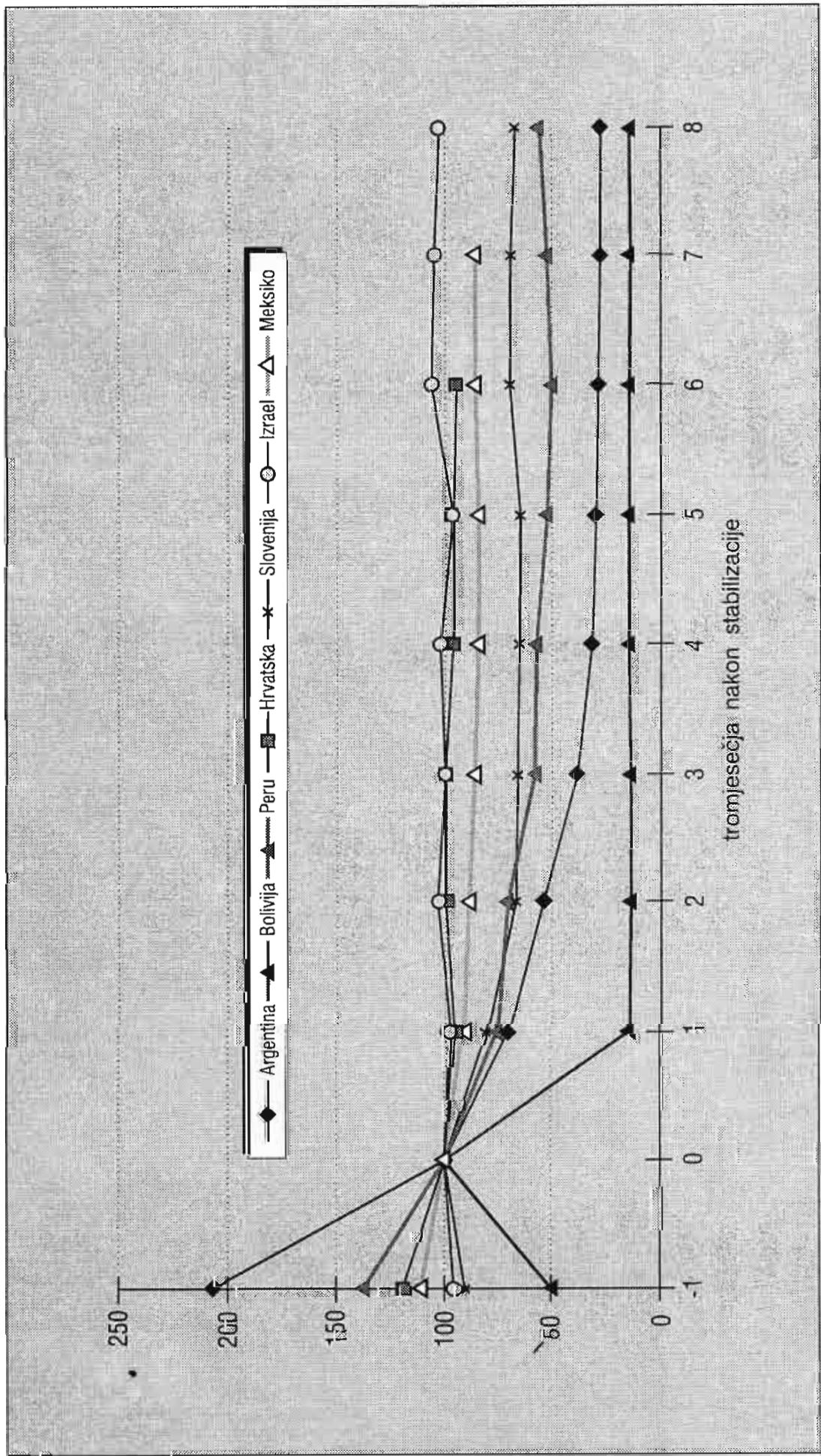
Sheahan, John, (1994): "Peru's Return Toward an Open Economy: Macroeconomic Complications and Structural Questions", *World Development*, vol. 22, br. 6: str. 911-923.

Taylor, Lane, (1994): "The Market Met Its Match: Lessons for the Future from the Transition's Initial Years", *Journal of Comparative Economics*, vol. 19, br. 1: str. 64-87.

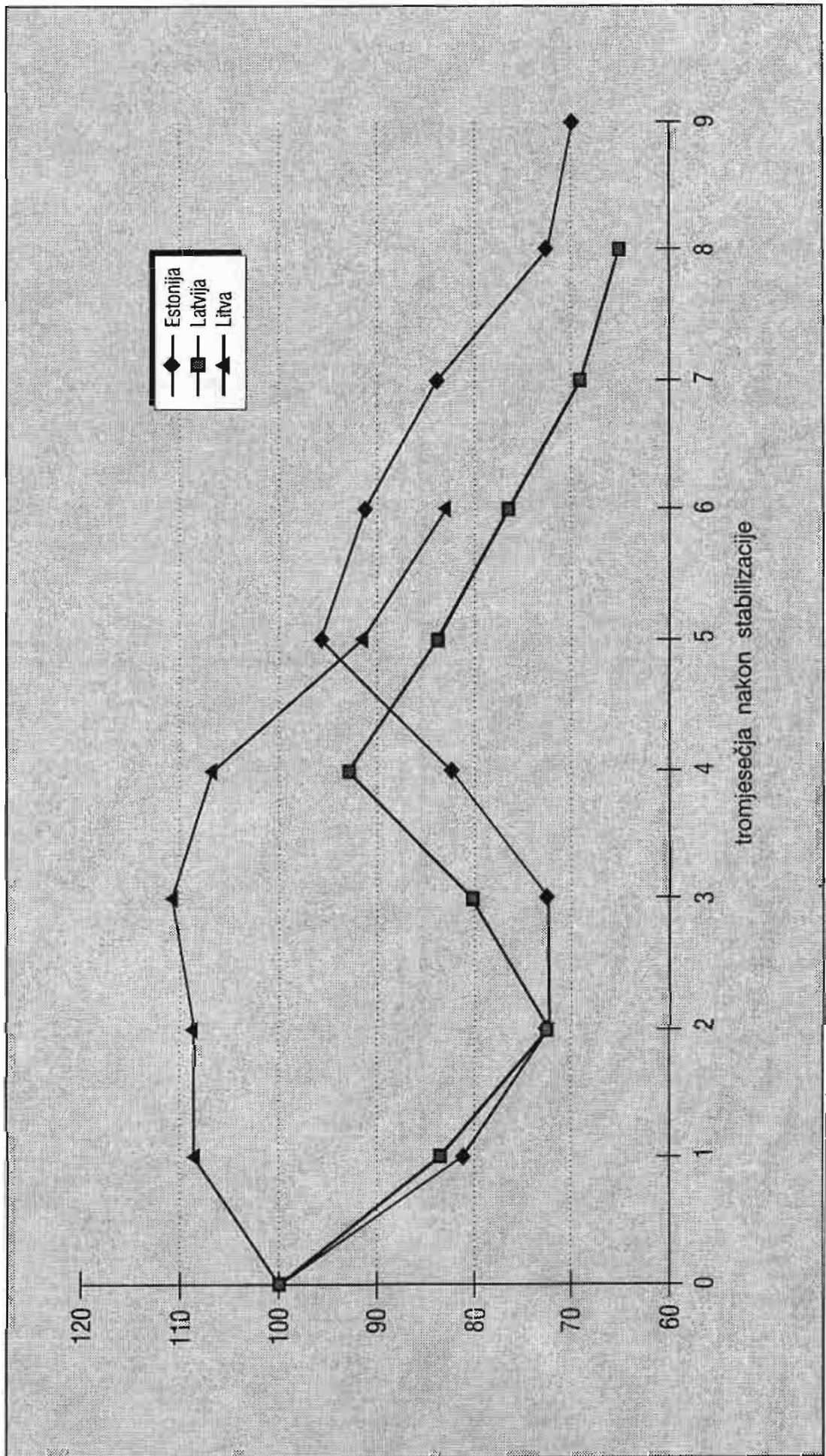
Wellisz Stanislaw, (1995): "Inflation and Stabilization in Poland", rukopis, Columbia University.

Wicker, Elmus, (lipanj 1986): "Terminating Inflation in the Dismembered Hapsburg Empire", *American Economic Review*, vol. 76, br. 3: str. 350-364.

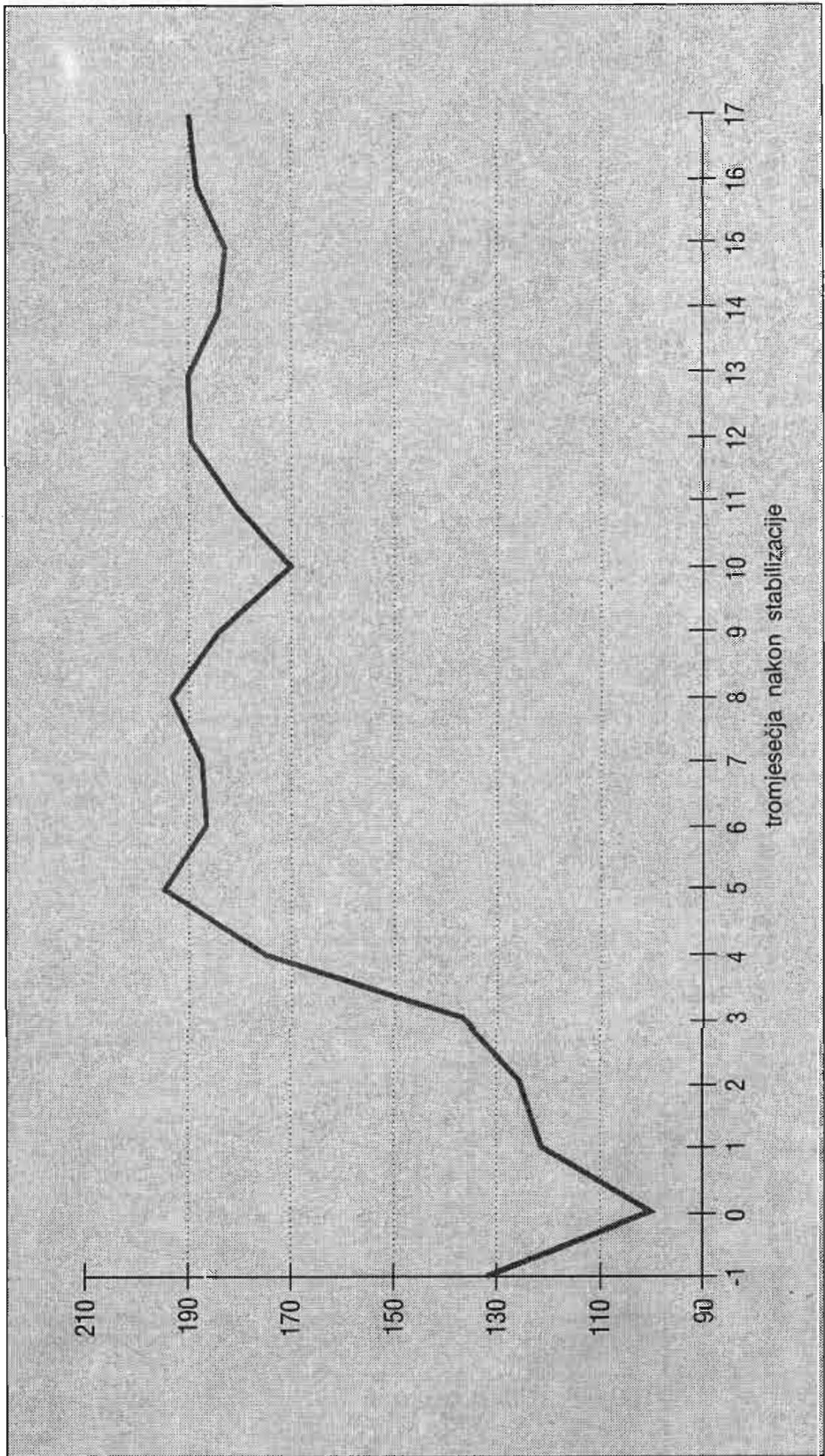
Slika 1.
REALNI EFEKTIVNI TEČAJ NAKON STABILIZACIJE
 /ARGENTINA, BOLIVIJA, PERU, IZRAEL, MEKSIKO, HRVATSKA I SLOVENIJA/



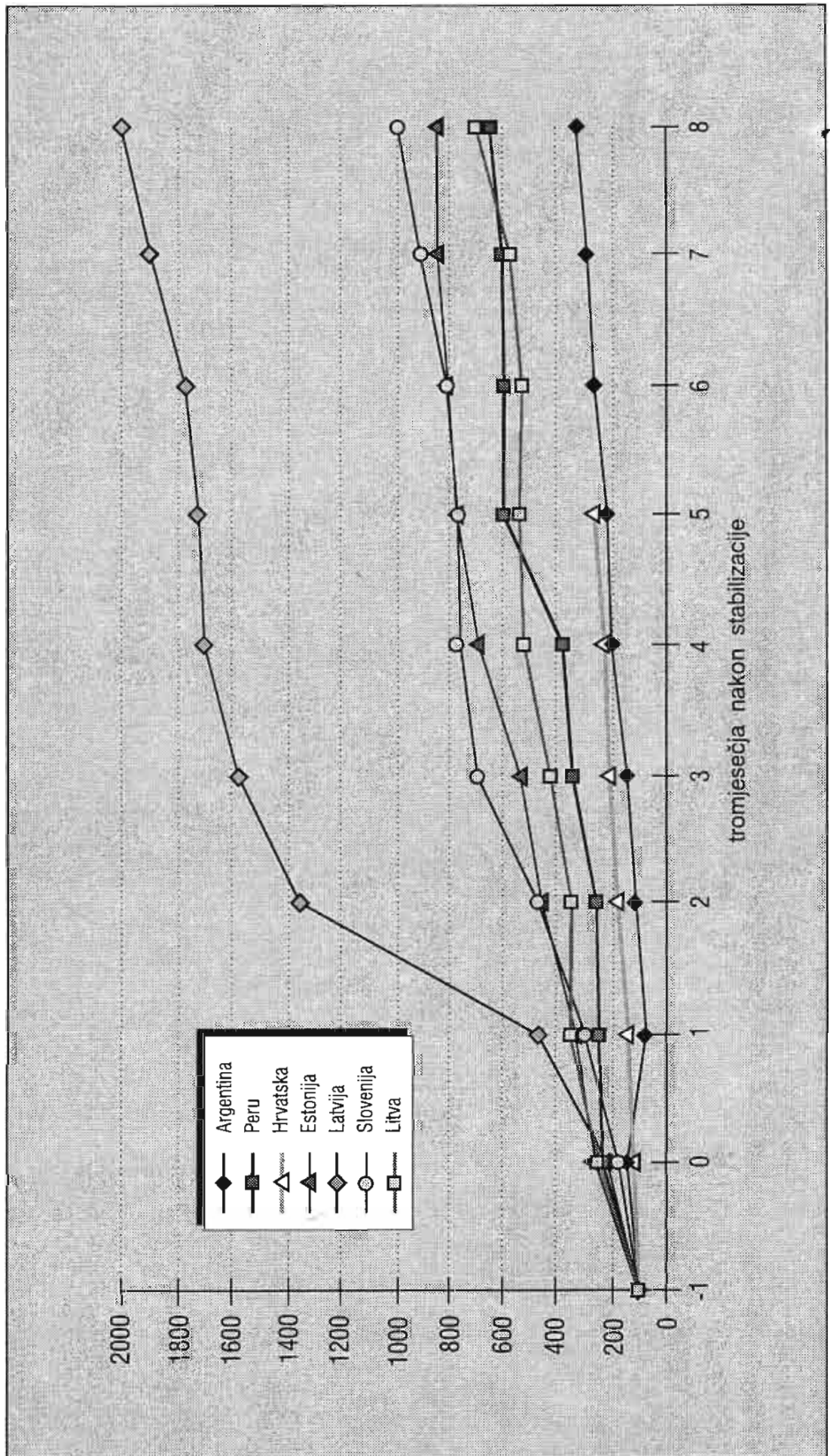
Slika 2.
REALNI EFEKTIVNI TEČAJ NAKON STABILIZACIJE
 /ESTONIJA, LATVIJA I LITVA/



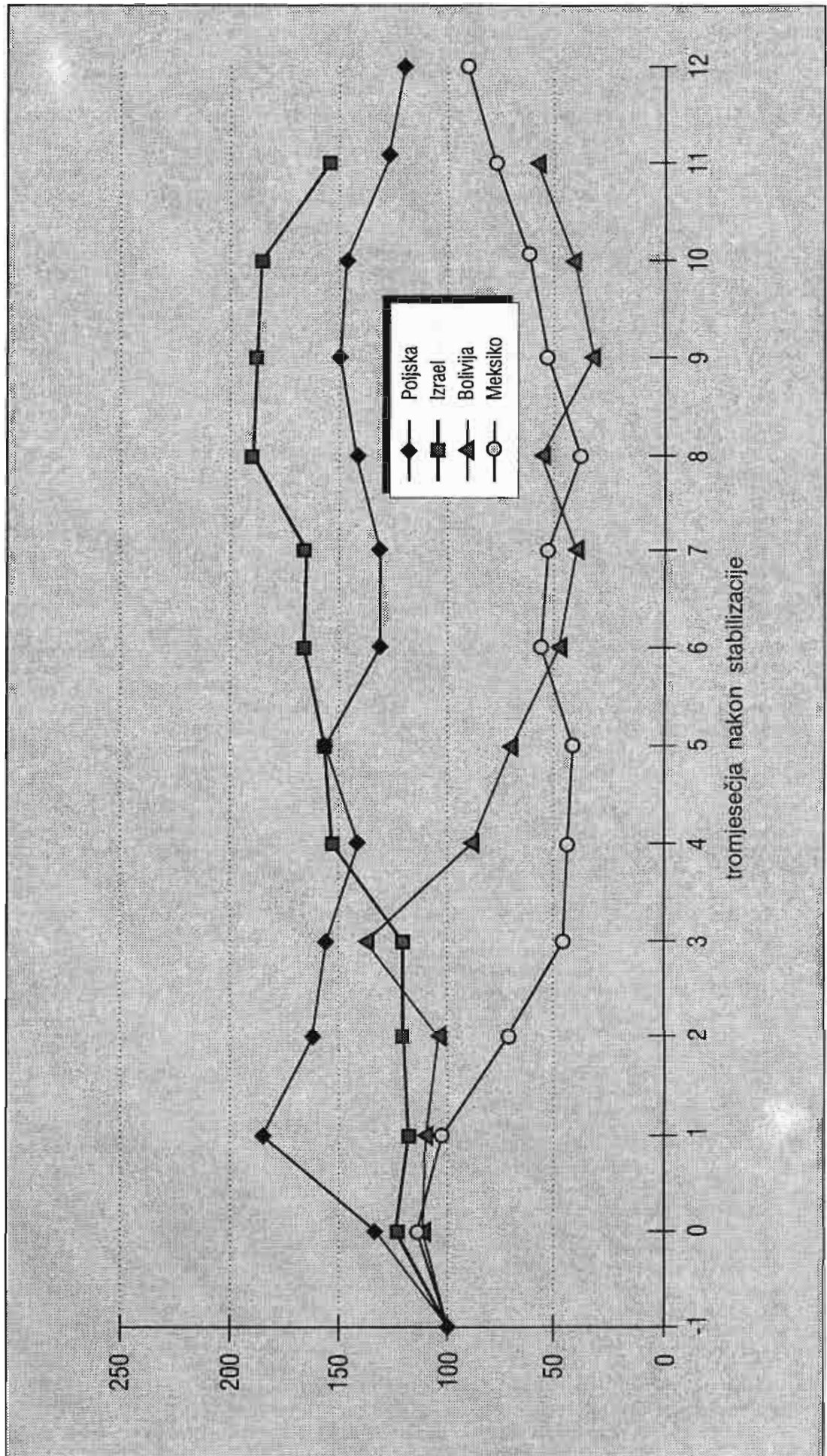
Slika 3.
REALNI EFEKTIVNI TEČAJ NAKON STABILIZACIJE
 /POLJSKA/



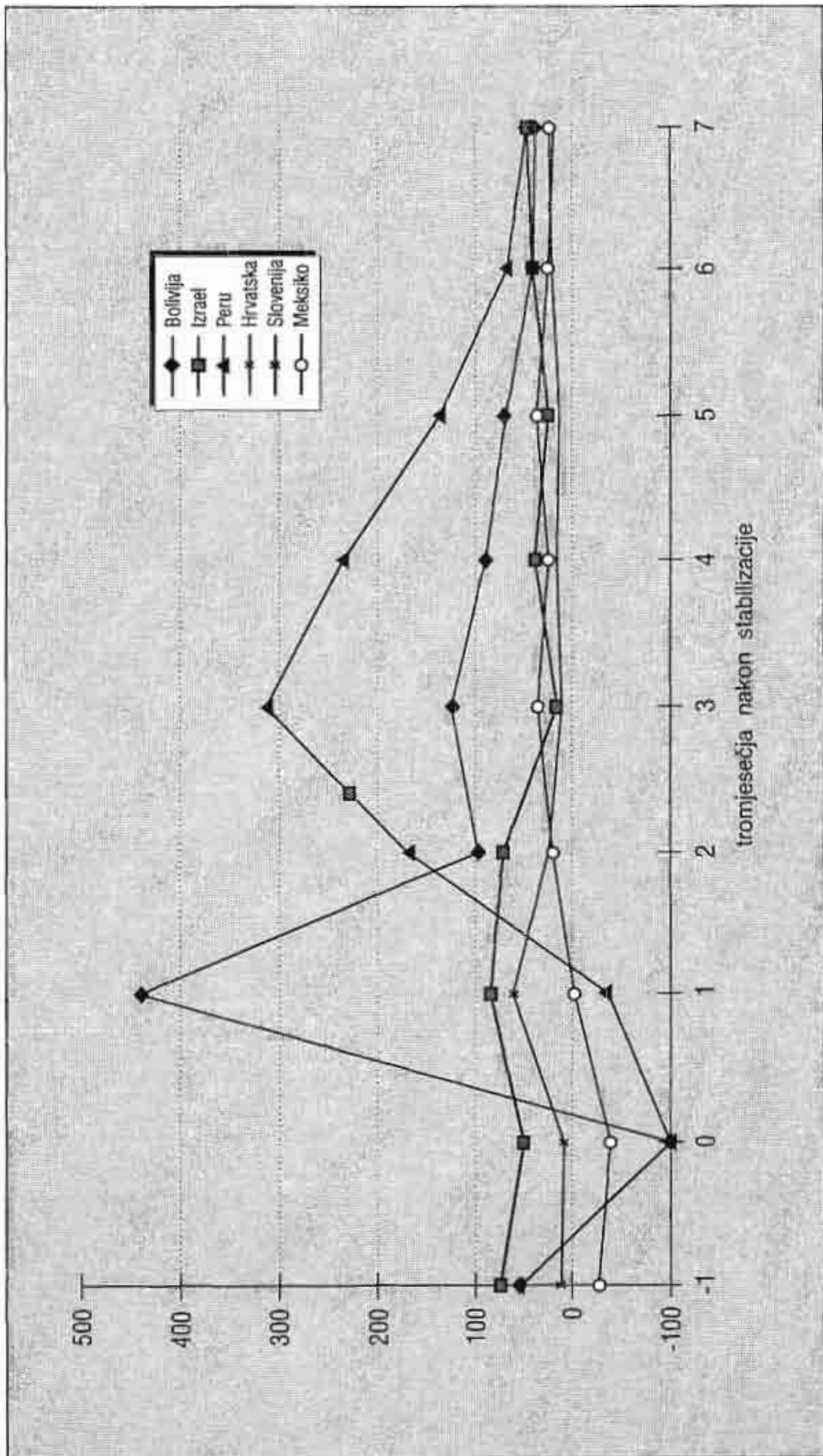
Slika 4.
INDEKS DEVIZNIH REZERVI NAKON STABILIZACIJE
 /ARGENTINA, PERU, HRVATSKA, ESTONIJA, LATVIJA, LITVA I SLOVENIJA/



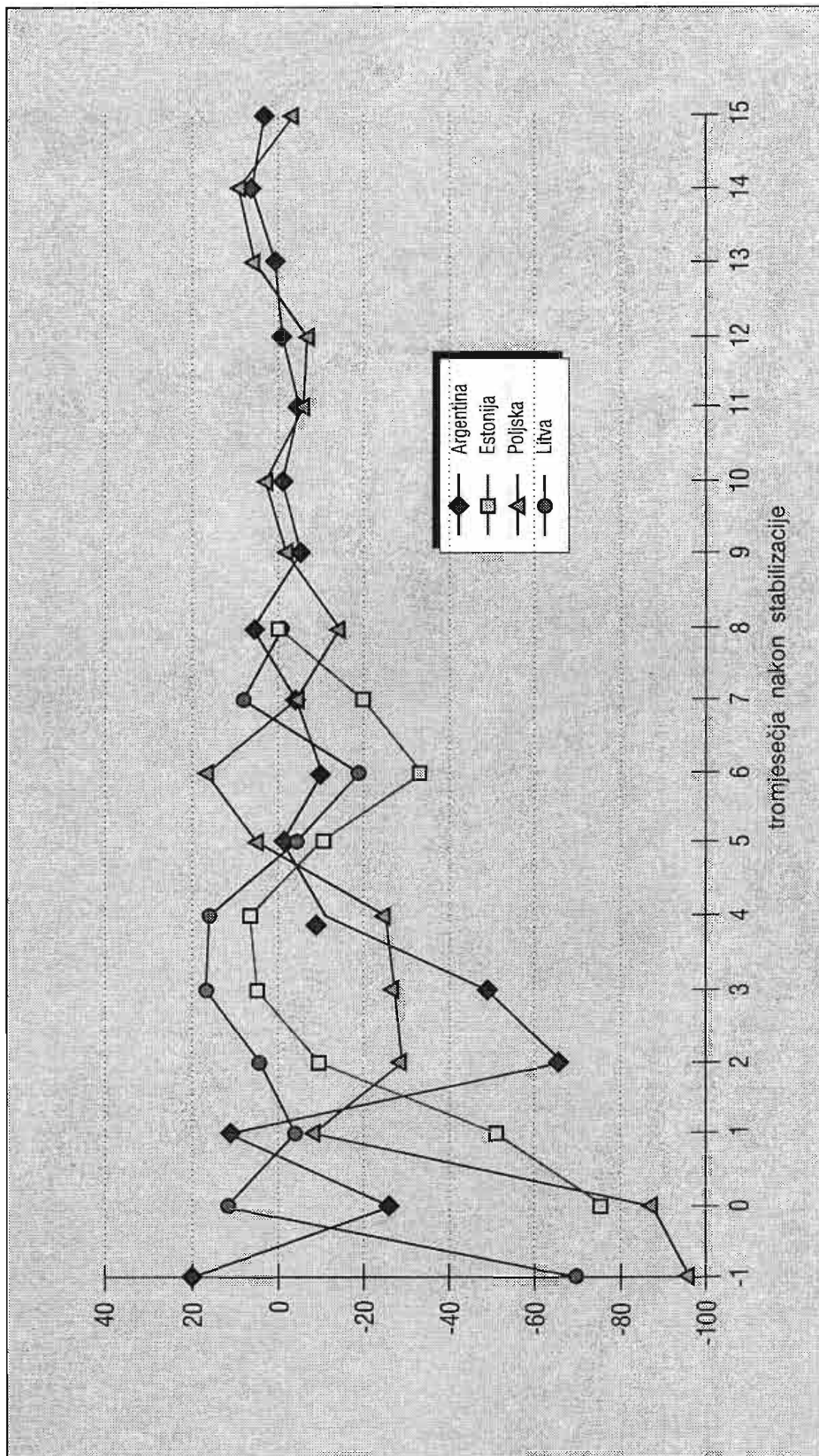
Slika 5.
INDEKS DEVIZNIH REZERVI NAKON STABILIZACIJE
 /POLJSKA, IZRAEL, BOLIVIJA I MEKSIKO/



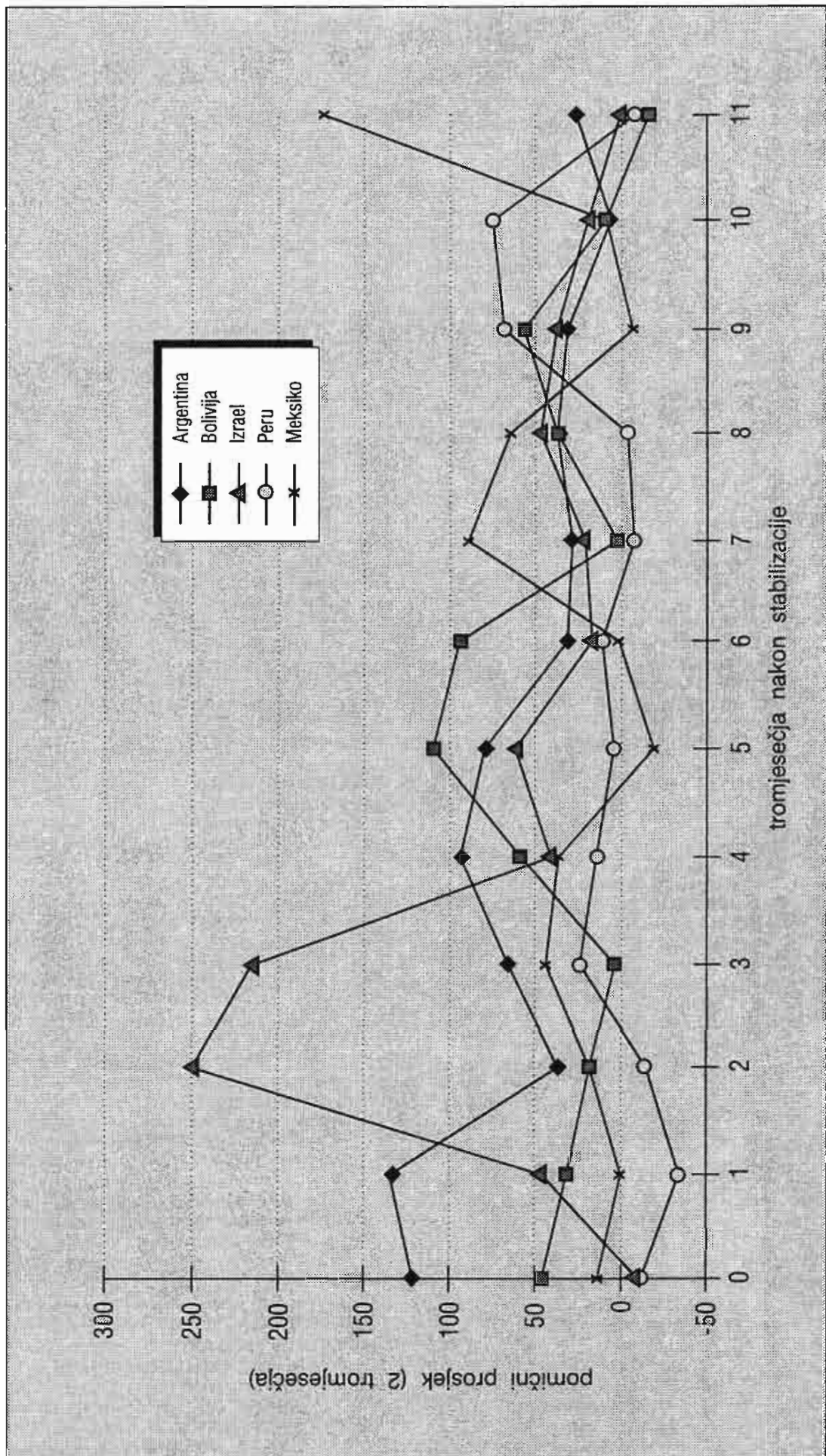
Slika 6.
REALNE AKTIVNE KAMATNE STOPE NAKON STABILIZACIJE
 /BOLIVIJA, IZRAEL, PERU, MEKSIKO, HRVATSKA I SLOVENIJA/



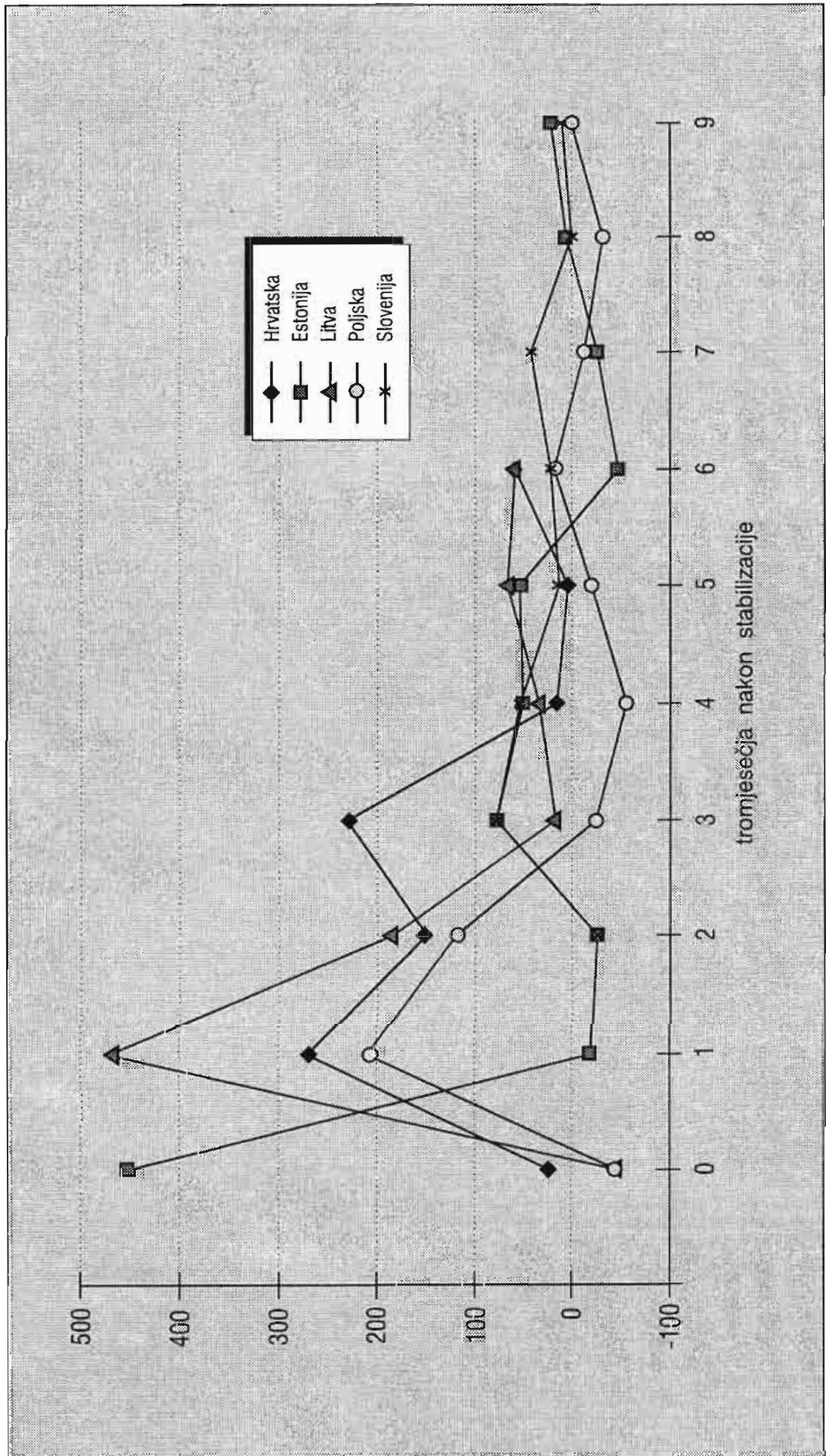
Slika 7.
REALNE AKTIVNE KAMATNE STOPE NAKON STABILIZACIJE
 /ARGENTINA, ESTONIJA, LITVA I POLJSKA/



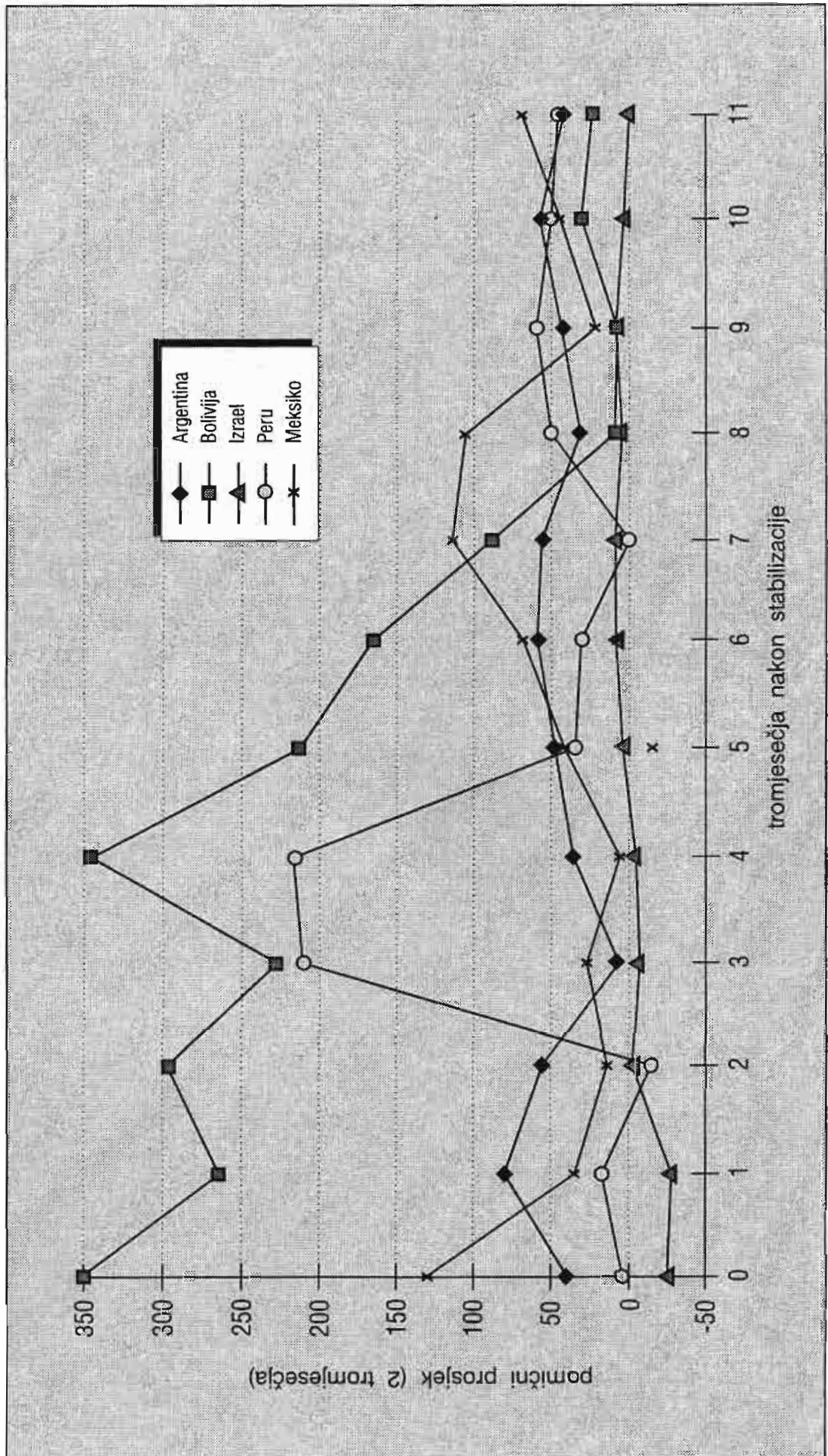
Slika 8.
REALNI RAST NOVČANE MASE NAKON STABILIZACIJE
 TRŽIŠNE PRIVREDE



Slika 9.
REALNI RAST NOVČANE MASE NAKON STABILIZACIJE
 TRANZIČIJSKE PRIVREDE



Slika 10.
REALNI RAST KVAZI-NOVCA NAKON STABILIZACIJE
TRŽIŠNE PRIVREDE



Slika 11.
REALNI RAST KVAZI-NOVCA NAKON STABILIZACIJE
 TRANZICIJSKE PRIVREDE

