

II. AKTUALNA TEMA

MONETARNI FAKTOR U POLITICI RAZVOJA*

UVOD

Monetarni faktor u hrvatskoj razvojnoj politici jeste kritični čimbenik u procesu finansijskog, vlasničkog i proizvodnog restrukturiranja s ciljem obnove proizvodnje i rasta u uvjetima stabilizacije. Pod obnovom proizvodnje treba razumjeti reaktiviranje proizvodnih potencijala zemlje i radne snage približno do već jednom dosegnute razine, a da bi se nakon tako dosegnutog stanja "pune zaposlenosti" nastavio proces ravnotežnog i stabilnog rasta. Tranzicijski karakter hrvatskog gospodarstva nameće restrukturiranje i osobito izgradnju tržišnih mehanizama i institucija kao nužnu pretpostavku podizanja globalne efikasnosti i konkurentnosti u procesima globalizacije i europeizacije našeg gospodarstva i razvoja. To znači da hrvatska razvojna strategija mora prihvatiti načelo obnove proizvodnje i rasta kao i načelo restrukturiranja. Stoga najavljena stopa rasta bruto domaćeg proizvoda od oko 10% u ovoj i slijedećoj godini znači ozbiljno restrukturiranje njenog razvojnog cilja, čime taj cilj prestaje biti jednodimenzionalan. Riječ je o spoznaji da valja pronaći stanoviti "trade off" između dinamičnog rasta, restrukturiranja i stabilnosti na dulji rok. To će reći da dosadašnje

* Studija je izrađena uz finansijsku potporu Hrvatske gospodarske komore. Autori zahvaljuju Zvonimiru Baletiću, Ljubinku Jankovu, Mirku Grubišiću, Žarku Miljenoviću i Dubravku Radoševiću na korisnim sugestijama i kritičkim primjedbama, kao i na davanju na uvid analitičkih priloga kojima su se autori ove studije služili u razmatranju pojedinih pitanja.

Napomena urednika: Drugo poglavlje Studije ("Politika obnove rasta i tranzicijski karakter monetarnih mehanizama") objavljujemo u znatno skraćenom obliku s odgovarajućim redakcijskim zahvatima u samom tekstu. Skraćivanje se odnosi na neke kvantitativne razrade i ocjene koje mogu biti sporne, a nisu presudne za identifikaciju problema na koje autori studije nastoje ukazati.

shvaćanje stabilnosti u obliku čvrstog nominalnog tečaja kune i deflacije, bez obzira na posljedice po rast, mora biti redefinirano uključivanjem rasta bruto proizvoda i zaposlenosti u razvojne kriterije i ciljeve hrvatskog gospodarstva.

Ukratko, riječ je o izlasku iz stanja ravnoteže podzaposlenosti, koje je socijalno i politički nestabilno, na stazu ravnotežnog stabilnog i dinamičnog gospodarskog rasta, koji osigurava i socijalnu i političku stabilnost hrvatskog društva.

Takva motivacija istraživanja nametnula je odgovarajuću strukturu studije, koja se sastoji u slijedećem:

- prvo poglavlje analizira politiku pune zaposlenosti i pitanja konkurentnosti hrvatskog gospodarstva na svjetskom i europskom tržištu i sadrži teme: makroekonomska politika u uspostavi vanjske i unutarnje ravnoteže; zaštitna politika i liberalizacija vanjske trgovine; efektivna carinska i necarinska zaštita i konkurentnost privrede u strategiji razvoja; intervalutarni tečaj po paritetu kupovne snage i konkurentnost privrede; europske integracije, monetarne unije i konkurentnost hrvatskog gospodarstva;
- drugo poglavlje analizira politiku obnove rasta i tranzicijski karakter monetarnih mehanizama sa naglaskom na slijedeće aspekte: glavno obilježje razvojnog momenta; financijski program u projekciji rasta bruto domaćeg proizvoda; monetarna politika i transmisijski mehanizmi;
- treće poglavlje se bavi širim aspektima liberalizacije kapitalnih transakcija i pitanjima redoslijeda reformi u uvjetima tranzicije i tu su glavne teme: redoslijed reformi i stabilizacije u uvjetima tranzicije; liberalizacija kapitalnih transakcija u hrvatskoj politici globalizacije s podtemama: režim kapitalnih transakcija s inozemstvom te stanje i pretpostavke uvođenja konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama;

Na kraju studije navedena je korištena i šira literatura, razvrstana prema poglavljima iz studije.

1. POLITIKA PUNE ZAPOSLENOSTI I GLOBALNE KONKURENTNOSTI

1. Makroekonomska politika u uspostavi vanjske i unutarnje ravnoteže

1. Kriterij vanjske i unutarnje ravnoteže označuje takvo stanje narodnog gospodarstva, kada je tekuća i kapitalna bilanca plaćanja uzevši skupno uravnotežena, te kada u domaćem gospodarstvu uz ravnotežne tržišne cijene postoji primjereno korištenje potencijala privrede, odnosno stanje pune zaposlenosti faktora proizvodnje. Ravnotežno stanje označuje odsustvo inflacije, uravnotežen državni proračun, ravnotežnu kamatnu stopu (realnu), te posebno ravnotežan intervalutarni tečaj (realan), koji je u tome stožerna varijabla. U okviru makroekonomske politike mora biti konzistentna monetarna i fiskalna politika, djelovanje kojih rezultira ravnotežnim realnim tečajem i ravnotežnom realnom agregatnom domaćom potražnjom. Realni tečaj osigurava ravnotežu tekuće i kapitalne bilance plaćanja, a realna agregatna domaća i izvozna potražnja osiguravaju puno korištenje kapaciteta narodnog gospodarstva. Teoretski gledano, riječ je o poznatom Swanovom diagramu odnosno teoremu,¹ kojim se na takav način definira ravnotežno stanje. Smisao i cilj makroekonomske politike je u tome, da eventualno poremećeno ravnotežno stanje ponovno uspostavi, odnosno utvrdi njegovu stabilnost. Stanje narodnog gospodarstva, prema tome, treba biti i ravnotežno i stabilno. Pod stabilnošću ravnotežnog stanja valja razumjeti sposobnost tržišnog mehanizma da gospodarstvo vrati u ravnotežno stanje, kad god iz njega zbog vanjskog "šoka" ispadne.

Makroekonomska politika svojim instrumentima tome treba da pripomaže. Stožernu ulogu u maloj tržišnoj i otvorenoj privredi pri tome ima realni ravnotežni tečaj, na održanje kojeg se djeluje ekspanzivnom ili restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom. Cilj politike ravnotežnog realnog tečaja jeste suzbijanje inflatornih tendencija u privredi, ali i puna zaposlenost svih njenih potencijala. Ti ciljevi, pak,

¹ Vidjeti [2.], [3.] te [11.].

moraju biti suglasni s kriterijem ravnoteže u bilanci plaćanja, tekućoj i kapitalnoj uzevši skupno.

Odstupanja aktualnog intervalutarnog tečaja od ravnotežnog realnog tečaja su česta, časovita ili dugotrajna. Razlozi tom odstupanju mogu biti temeljni ekonomski faktori ili tekući "šokovi". Temeljni ekonomski faktori koji određuju ravnotežni tečaj jesu: odnosi cijena izvoznih roba i usluga na svjetskom tržištu ("terms of trade"), realna kamatna stopa na domaćem i vanjskom financijskom tržištu, međunarodni transferi kapitala ili pomoći, tehnički napredak i kretanje produktivnosti unutar i izvan zemlje. Osobito je u tome važna ekonomska politika zemlje, kao što su zaštitna politika, devizni i trgovinski režim općenito, te ekspanzivna ili restriktivna fiskalna politika.²

Pitanje vremena u kojem se ravnotežni tečaj održava, u stvari je pitanje njegove stabilnosti. Sa aktualnog gledišta vanjska ravnoteža može biti postignuta zahvaljujući nekom časovitom deviznom prihodu, koji udovoljava potrebi vanjskih plaćanja tekućeg kratkoročnog razdoblja (to mogu biti transferi, privatni ili službeni, na pr.). Stoga je važno ustanoviti neki dulji rok za koji se može očekivati da će se aktualni intervalutarni tečaj održati, te utvrditi varijable koje tečaj formiraju i održavaju, iz čega će se tek moći zaključiti o stabilnosti, a time i realnosti tečaja u barem srednjem roku. Najvažnije dvije temeljne varijable, koje se moraju uzeti u obzir, pri ocjeni stabilnosti tečaja su: prvo, zaštita domaće privrede i poticaj izvoznih sektora privrede, te drugo, razina zaposlenosti potencijala nacionalnog gospodarstva uz stabilnost cijena.

Da bi kriterij stabilnosti tečaja bio ispunjen, moraju se, dakle, uzeti u obzir faktori koji ga određuju na srednji i dulji rok. Intervalutarni tečaj je ustvari uvijek ravnotežan, ali uz neke postavljene faktore odnosno politiku, koji ga osiguravaju. To je u prvom redu politika zaštite (carine, količinska uvozna ograničenja, carinski kontingenti, uvozne ili izvozne dozvole, porezne izvozne olakšice i sl.), a zatim devizni režim koji utvrđuje uvjete pristupa privrednih subjekata na devizno tržište. To znači

² Vidjeti [4] i [5].

da su važna pitanja: da li je valuta konvertibilna za potrebe tekućih transakcija za domaće i strane rezidente, te da li i do koje mjere za kapitalne transakcije. U slučaju poremećaja ravnoteže tekuće bilance plaćanja, tj. njenog dijela autonomnih transakcija, ekonomska politika uvodi niz mjera iz oblasti zaštite i poticaja, te deviznog režima, kako bi ravnotežu povratila i održala. Poremećajem ravnoteže se smatra, kako deficit tekuće bilance plaćanja, tako i pretjerani suficit odnosno pretjerane devizne rezerve. To se definira kao poremećaj "vanjske ravnoteže", dok se poremećajem unutarnje ravnoteže smatra povećana razina nezaposlenosti i osjetna inflacija, prije svega.

2. Politika uspostave vanjske ravnoteže ima dva aspekta:

- prvo, uspostava vanjske ravnoteže odnosno likvidnosti putem financijskih intervencija središnje banke, kao što je intervencija na deviznom tržištu iz ili u korist deviznih rezervi; ulazak ili izlazak privatnog kratkoročnog kapitala radi financiranja tekućeg deficita odnosno eliminiranja suficita; zaduživanje središnje banke na svjetskom tržištu kratkoročnog kapitala radi jačanja deviznih rezervi sa svrhom intervencija na deviznom tržištu. Konačnu uspostavu ravnoteže na deviznom tržištu, odnosno politiku eliminiranja negativnog ili pozitivnog salda u bilanci tekućih transakcija obavlja središnja banka, i to je službena uspostava ravnoteže (official-settlements balance). Takva uspostava vanjske ravnoteže u osnovi ne izaziva promjene tečaja, domaćih cijena i dohodaka, niti profita, odnosno ne utječe na realokaciju resursa (faktora) u domaćoj privredi, a njena svrha je održavanje vanjske likvidnosti zemlje;
- drugo, nasuprot politici održanja likvidnosti (vanjske ravnoteže) putem financijskih instrumenata središnje banke za kratkoročne poremećaje, ekonomska politika strukturnog prilagođavanja radi srednjoročne uspostave ravnoteže bilance plaćanja implicira "realokaciju proizvodnih faktora, restrukturiranje razmjene dobara, usluga i investicija pod utjecajem promjena relativnih cijena, dohodaka i intervalutarnih tečajeva".³

³ Vidjeti [10, str. 80].

Kako poremećaj ravnoteže može biti i u obliku pretjeranog viška deviznih rezervi ili u obliku njihova pretjeranog smanjenja, odnosno deficita tekuće bilance plaćanja, za svaki od tih slučajeva prikladan je drugi skup ekonomskih instrumenata. U slučaju deficita bilance plaćanja prikladne su slijedeće politike:

- peglajući devizni tečaj, te promjena cijena i dohodaka pomoću monetarne i fiskalne deflacijske politike;
- ubrzane promjene tečaja putem devalvacije domaće valute;
- uvođenje restrikcija i poticaja raznih vrsta u vanjskotrgovinskom i deviznom režimu;
- suspenzija konvertibilnosti domaće valute, dok se ne stvore uvjeti za njeno vraćanje;
- inozemno kratkoročno zaduživanje na financijskom tržištu, kao i u slučaju intervencija u održanju kratkoročne ravnoteže.

U slučaju pretjeranog rasta deviznih rezervi odnosno viška primanja nad plaćanjima u tekućim transakcijama s inozemstvom uobičajene su slijedeće vrste politika:⁴

- ekspanzivna financijska politika (monetarna i fiskalna); revalorizacija domaće valute; ukidanje svakovrsnih restrikcija i subvencija u režimu vanjske trgovine; ukidanje ili ublažavanje devizne kontrole; poticanje odlaska kratkoročnog kapitala.

Povezanost domaće i vanjske ravnoteže je očigledna. Instrumenti navedenih politika često djeluju na oba cilja: unutarnju i vanjsku ravnotežu kao ciljne varijable. Odgovarajućom kombinacijom instrumentalnih varijabli (politika) različito se može utjecati na obje ciljne varijable. U principu, u čistom teoretskom smislu, broju ciljnih varijabli trebao bi odgovarati broj instrumentalnih varijabli. U našem slučaju moguće je da jedna instrumentalna varijabla povoljno djeluje na obje

⁴ Prema [10, str. 91].

ciljne varijable, tj. na unutarnju i vanjsku ravnotežu.⁵ Uzmimo kao unutarnju ravnotežu odgovarajuću razinu dohotka i stabilnost cijena (ekvivalent za punu zaposlenost). Pri tome je stabilnost cijena povezana sa stabilnošću deviznog tečaja odnosno ravnotežom ponude i potražnje na deviznom tržištu. Politika prilagođavanja, koja želi osigurati odgovarajuću razinu dohotka, jeste ekspanzivna (odnosno restriktivna) fiskalna, ali i monetarna (odnosno kreditna) politika. Politika tečaja, ali i politika dohodaka u formi politike nadnica, djelovat će na razinu domaćih cijena, odnosno na njihovu stabilnost. Isto tako će politika tečaja zajedno sa financijskim politikama, djelovati (preko utjecaja na tečaj i potražnju deviza) na vanjsku ravnotežu, tj. na usklađenost devizne ponude i potražnje.

3. Devizni sistem u pogledu politike intervalutarnog tečaja može biti:

- prvo, sistem sa fiksnim tečajem i podvrstama: više ili manje učestali peglajući fiksni tečaj, fiksni i povremeno prilagođavajući tečaj;
- drugo, sistemi sa plivajućim i fleksibilnim tečajevima.⁶

Izbor deviznog sistema ovisi o konkretnim okolnostima zemlje, međunarodnim aranžmanima, regionalnim trgovinskim zonama i integracijama, a uvijek mu je cilj dosizanje i održanje vanjske i unutarnje ravnoteže, odnosno konkurentnosti privrede.

Svrha uvođenja slobodno plivajućih deviznih sistema jeste lakše održavanje konkurentnosti domaćih privreda na svjetskom tržištu, a zatim održavanje ravnoteže tekuće bilance plaćanja. Smatra se, da se tom politikom domaća privreda štiti od šokova koji dolaze sa svjetskog tržišta (inflacija, deprecijacija stranih valuta, a i aprecijacije domaće valute).

⁵ Vidjeti [11, pogl. 9 i 10]. O tome je pisao J. Tinbergen [38], a kod nas su prvi pisali P. Jurković i Z. Jašić, vidjeti [36].

⁶ To je takozvani Bretton Woods-sistem, koji je usvojen na UN konferenciji o monetarnom i financijskom sistemu 22. srpnja 1944. sa važenjem od 27. prosinca 1945. godine.

Monetarna politika središnje banke, u tom sistemu, posjeduje veću autonomiju (suverenitet) djelovanja sa svrhom poticanja razvoja odnosno pune zaposlenosti, kao i eventualnog financiranja proračunskog deficita. Europska zajednica je takav suverenitet ograničila međusobnom koordinacijom makroekonomskih politika. U tu vrstu koordinacije spada, prije svega, politika tečaja u prihvaćenim rasponima, kao i politika kamatnih stopa. Ekspanzivna ili restriktivna monetarna i fiskalna politika, povezano sa politikom kamata i tečaja odnosno platno bilančnom ravnotežom, stožerni su instrumenti unutar makroekonomske koordinacije politika među svjetskim ekonomskim velesilama. Takva koordinacija na svjetskom planu odvija se između članica Međunarodnog monetarnog fonda, koji danas naglašeno razvija svoju funkciju "nadzora" politika tečaja zemalja članica, isto tako razvijenih zemalja kao i zemalja u razvoju.⁷ Program stabilizacije hrvatske Vlade u obliku Memoranduma o gospodarskoj politici, upućenog Međunarodnom monetarnom fondu, uključuje odgovarajući "nadzor" izvršenja kriterija postavljenih memorandumom. "Nadzor" osobito obuhvaća monetarnu i fiskalnu politiku, povezano sa politikom tečaja, ali i sa kretanjem konkurentnosti domaće privrede na svjetskom tržištu.⁸

4. U razvojnoj strategiji najčešći je cilj politike tečaja:

- realnom depreciacijom tečaja povećati konkurentnost domaćih izvoznika na vanjskom tržištu sa svrhom uravnotežnja tekuće bilance plaćanja;
- posljedica takovrsne depreciacije jeste smanjenje domaće agregatne potražnje i njeno usmjeravanje prema domaćim robama; time bi se trebala potaknuti proizvodnja i izvoz, odnosno stopa rasta društvenog proizvoda izvoznih sektora privrede, a i sektora koji substituiraju uvoz zbog povoljnijih cijena na domaćem tržištu; efekti se trebaju odviti u roku od godinu do dvije; efekti uspješnih realnih depreciacija, prema

⁷ Vidjeti [7].

⁸ Vidjeti [8, točka 25].

nekim analizama, proizvedenih nominalnom devalvacijom, trajali su od jedan do 12 godišnjih kvartala, tj. do 3 godine.

To znači da se pozitivni efekti nominalne devalvacije, čiji je cilj realna devalvacija odnosno deprecijacija, iscrpe u kraćem ili duljem roku ovisno o pratećim monetarnim, fikskalnim i politikama plaća.⁹

Apresiasija domaće valute, međutim, obično je povezana sa neodmjerenom liberalizacijom podbilance kapitala u cjelini bilance plaćanja neke zemlje. To su obično povoljni uvjeti za kratkoročno zaduživanje domaćih poduzetnika u inozemstvu na osnovi visokih domaćih kamatnih stopa i pogodnog tečaja prilikom povrata duga. U prvoj fazi to proizvodi veliku ponudu kratkoročnog kapitala na domaćem tržištu, ali i rast deviznih rezervi zemlje. To izaziva naglu ekspanziju monetarnog agregata M_1 , što povlači ekspanziju kredita, a ona opet postupno sniženje kamatne stope sve do "ravnotežne razine", ako se proces dulje održi.

U hrvatskim tekućim prilikama, politika Vlade i središnje banke usmjerena je na rješavanje problema inflacije monetarnom odnosno kreditnom restrikcijom, ali i politikom stabiliziranja tečaja, koji praktički postaje fiksiran u vrlo uskim granicama, koje se "brane" intervencijama na deviznom tržištu. To je donedavno išlo sve do razine otkupa ponuđenih deviznih sredstava, uključivo građane i privredu, u ograničenim iznosima, kako bi se novčana masa držala u zadanim antiinflacijskim okvirima. Drugim riječima, središnja banka samo u tako zadanim okvirima pristaje povećavati devizne rezerve, dok su poslovne banke u tome ograničene svojim kreditnim potencijalom. Tako zacrtanom monetarnom politikom mogu se cijene držati pod kontrolom, razumljivo, uz eliminiranje monetizacije proračunskog deficita.

Pri tome, međutim, ostaje otvoreno pitanje pokretanja razvojnog ciklusa na osnovama realnih izvora štednje. S tim je povezana struktura izvora formiranja ponude deviznih sredstava, te njihova monetizacija.

⁹ Vidjeti [5, str. 60-62].

Ako je, primjerice ukupan uvoz robe i usluga u odnosu na bruto domaći proizvod 50%, tj. na razini bruto proizvoda iz 1993. godine oko 6 mlrd. USD, onda za razinu bruto proizvoda oko 2000. godine, ako bude rastao stopom oko 7%, ukupan uvoz bi trebao biti barem oko 10 mlrd. USD. Taj uvoz moguće je financirati izvozom roba i usluga (sa turizmom), transferima (radničke doznake, uglavnom), ulaskom stranog kapitala, te neto deviznom štednjom. Važnost izvoza usluga i roba svakako će biti veća po svom udjelu u ukupnoj ponudi od današnjeg tog udjela. Bruto domaći proizvod ovisit će o vanjskom konvertibilnom tržištu daleko više nego u predratnom razdoblju, te će doći do substitucije izvoznog područja (istočnih i područja bivše Jugoslavije) sa tržištima Srednje i Zapadne Europe, barem dobrim dijelom. To će reći, da će priljev deviza daleko više ovisiti o izvozu robe i usluga realnog sektora, jer će raznovrsni jednosmjerni transferi (uključivo devizne doznake radnika) izgubiti ponder koji danas imaju. Priljev kapitala, međutim, na osnovi direktnih investicija valja staviti u realne okvire, a također i ulazak financijskog kapitala, eventualnim mehanizmom financijskog tržišta. Bilanciranjem raznih mogućih izvora ponude deviza u okviru tekuće i kapitalne bilance, lako se može zaključiti, da politika izvoza mora računati sa srednjoročnim realnim ravnotežnim tečajem, koji će poticajno djelovati na povećanje današnjeg izvoza robe i usluga za barem 60-80% na kraju približno šestogodišnjeg razdoblja. Takvo povećanje izvoza, s obzirom na rok i opseg omogućio bi minimalno, još uvijek nedovoljno, povećanje bruto domaćeg proizvoda u odnosu na predratnu razinu. U tom razdoblju trebalo bi računati s politikom realnog ravnotežnog tečaja kune, koji bi odgovarao globalnoj produktivnosti hrvatske privrede.

Iz prethodnog valja zaključiti da je današnja "obilna" ponuda deviza, te obilno pokriće realnog novca deviznim rezervama časovitog karaktera, te da će se monetarni pokazatelji znatno promijeniti pri većem stupnju korištenja raspoloživih privrednih potencijala.

2. Zaštitna politika i liberalizacija vanjske trgovine

1. Zaštitna politika, kao sastavnica gospodarske politike, ima za cilj da pomoću raznih mjera (instrumenata) ograničava vanjsku trgovinu, kako bi zaštitila gospodarstvo od utjecaja inozemne konkurencije, a posredno utjecala na ostvarenje dugoročnih ciljeva gospodarskog razvoja. Ukoliko se radi o zaštitnoj politici, koja ima autonomno određene ciljeve zaštite i koji se uklapaju u dugoročnu politiku gospodarskog razvoja, tada možemo govoriti o aktivnoj zaštitnoj politici, kao konzistentnom sustavu zaštite i dijelu industrijske i ukupne gospodarske politike. Ukoliko je zaštitna politika usmjerena samo tome da pomoću raznih mjera isključi djelovanje vanjske konkurencije i spriječi uvoz robe i usluga, tada govorimo o pasivnoj zaštitnoj politici.

Zaštitna politika polazi od nacionalnih i vanjskih uvjeta u gospodarstvu te je determinirana njihovim razlikama (sadašnjim i budućim), kao što su: 1) razlike u razini proizvodnosti; 2) razlike u razini razvijenosti, te dinamici i strukturi privrednog razvoja, 3) razlike u monopolno-konkurentnom ponašanju sudionika u vanjskoj trgovini, 4) razlike u deviznim sistemima i politikama deviznih tečajeva i dr. Zaštitna politika teži da osigura optimalnu zaštitu interesa i ciljeva ukupnog gospodarskog razvoja. Kako bi ispunila svoje ciljeve, zaštitna politika se mora odrediti prema slijedećim kriterijima: što štiti (kvalitativni kriterij), koliko visoku zaštitu uvesti (kvantitativni kriterij), koliko dugo štiti (vremenski kriterij), te čime ili kako štiti (instrumentalni kriterij).

Nositelji gospodarske politike mogu utjecati na ograničavanje vanjske trgovine i zaštitu domaće proizvodnje putem: mehanizma cijena (carine, porezi, subvencije); količinskih ograničenja (kvote, kontingenti); i deviznih ograničenja (devizni režim, pristup deviznom tržištu, devizne kontrole).

Povjesno iskustvo pokazuje da su se smjenjivala razdoblja jačeg protekcionizma s razdobljima jače liberalizacije. Naročito je došlo do porasta protekcionizma nakon recesije 1974/75. godine, tako da se govorilo o novoj formi protekcionizma - "neoprotekcionizmu" i

"neomerkantilizmu".¹⁰ U svim zemljama je došlo do porasta protekcionizma i upotrebe vrlo razgranatog sustava carinske i necarinske zaštite.

Mnoga empirijska istraživanja strukture zaštite u razvijenim zemljama pokazuju da je zaštita privrede bila u porastu, iako je eksplicitna nominalna carinska stopa opadala. Naime, necarinska zaštita pomoću gore navedenih instrumenata ima slične efekte na međunarodnu razmjenu kao i carinska zaštita.

2. Paralelno s procesom pojačavanja i smanjivanja protekcionizma (neoprotekcionizma) u svijetu, tekao je i proces sve jače regionalizacije, ali i težnje ka multilateralizmu, a koje su trebale dovesti do uklanjanja ograničenja u međunarodnoj trgovini i do sve veće liberalizacije trgovine. U tu svrhu je 30.10.1947. potpisan Opći sporazum o carinama i trgovini (GATT - General Agreement on Tariffs and Trade), kojeg su tada potpisale 23 zemlje - članice. Od tada GATT djeluje u tri pravca:¹¹

- stvaranje multilateralno-usklađenih i prihvaćenih pravila kojima se utječe na ponašanje vlada pojedinih zemalja na području vanjske trgovine;
- forum za trgovinske pregovore o liberalizaciji i otvaranju nacionalnih tržišta;
- međunarodni "sud" u kojem vlade mogu rješavati sporove s ostalim članicama GATT-a.

U okviru GATT-a krugovi multilateralnih trgovinskih pregovora uvijek imaju za cilj smanjenje ograničenja u trgovini između zemalja članica. Broj zemalja-članica se stalno povećava, tako da je od 23 članice (1947.) povećan na 116 zemalja-članica 1993. godine. Danas na zemlje-članice GATT-a otpada preko 90% ukupne svjetske robne razmjene, tako da se može reći da multilateralni trgovinski sustav djeluje u

¹⁰ Vidjeti [19].

¹¹ Vidjeti: [20].

promijenjenim ekonomskim i političkim uvjetima sa većim brojem diverzificiranih članica i ima utjecaj na ekonomski rast i razvoj u cijelom svijetu. U dosadašnjim krugovima multilateralnih pregovora prvenstveno se smanjuje carinska zaštita, tako da je došlo do znatnog smanjenja prosječnih carinskih stopa.

Do značajnijeg proširenja utjecaja GATT-a na necarinsku zaštitu i neka druga područja liberalizacije došlo je tek prilikom posljednjeg kruga multilateralnih pregovora, u okviru tzv. Urugvajskog kruga pregovora, koji je počeo 1986. godine i završio 1993. godine.

Konačni akt Urugvajskog kruga¹² potpisalo je u travnju 1994. 116 zemalja-sudionica pregovora, a nakon unutardržavnih ratifikacija stupio je na snagu u 1995. godini. Primjena mjera dati će rezultate tek početkom slijedećeg stoljeća.

Rezultati Urugvajskog kruga mogli bi se svrstati u četiri kategorije: a) olakšavanje pristupa tržištu, b) uključivanje "starih" osjetljivih sektora u disciplinu GATT-a, c) proširenje pravila GATT-a na nova područja, kao što su usluge i intelektualno vlasništvo; d) osnivanje Svjetske trgovinske organizacije (WTO - World Trade Organization).

Kao rezultat Urugvajskog kruga pregovora je **osnivanje Svjetske trgovinske organizacije** (World Trade Organisation - WTO), koja treba integrirati sve postignute sporazume u okviru GATT-a uključujući sve rezultate pregovaranja u okviru Urugvajskog kruga. Budući članovi WTO moraju prihvatiti sve pojedinačne sporazume u paketu, a ne kao u vrijeme Tokijskog kruga, da vrše izbor sporazuma "a la carte" i prihvaćaju samo one koji im odgovaraju. Prije prihvaćanja Sporazuma o osnivanju WTO zemlje-sudionice u pregovorima koje nisu ugovorne strane GATT-a moraju prije zaključiti pregovore za pristup GATT-u. WTO će nadgledati implementaciju sporazuma Urugvajskog kruga, vršiti nadzor nad trgovinskim politikama i postati forum za buduće multilateralne trgovinske pregovore.

¹² Vidjeti [21].

Obveznim prihvaćanjem svih sporazuma sklopljenih u okviru GATT-a može se očekivati veća disciplina i bolji rezultati na planu multilateralne trgovačke liberalizacije.

3. Pristupanje Republike Hrvatske GATT-u i regionalnim integracijama.

U svibnju 1993. godine Republika Hrvatska je dobila status promatrača u GATT-u. Na temelju pisma Vlade RH o želji da postane punopravnom ugovornom stranom GATT-a, u listopadu 1993. godine Vijeće GATT-a donijelo je Odluku o osnivanju Radne grupe za prijem Republike Hrvatske u GATT. Od tada je počeo teći postupak pristupanja Republike Hrvatske GATT-u. S obzirom na vrlo razgranat sustav necarinske zaštite u Republici Hrvatskoj, mogu se očekivati znatne primjedbe u pogledu uvjeta za prijem. Trebat će učiniti znatne napore da se naš sustav vanjske trgovine uskladi sa zahtjevima i kriterijima GATT-a, koji proizlaze iz Urugvajskog kruga pregovora. Prema GATT-u zemlje u razvoju imaju posebne povlastice koje znače stanovita odstupanja od temeljnih načela. To je zbog potreba tih zemalja da rješavaju razvojne probleme, s obzirom na bilancu plaćanja i zaštitu domaće proizvodnje.

Pristupanjem GATT-u, a potom Svjetskoj trgovinskoj organizaciji, Hrvatska će morati prihvatiti dogovorena pravila i u svojoj vanjskotrgovinskoj politici prihvatiti načela liberalizacije vanjske trgovine, a to znači smanjivanje carinske i necarinske zaštite.

Priključenje Republike Hrvatske GATT-u sa stajališta eventualnog njenog priključenja nekoj regionalnoj integraciji u Europi, proizvesti će dodatna pitanja. Samostalnim pristupom GATT-u preuzimaju se odgovarajuće obveze prema svim sudionicima pregovora, pa tako i prema pojedinim regionalnim integracijama. Učlanjenjem u neku regionalnu integraciju, Republika Hrvatska bi prenijela svoje nacionalne kompetencije vanjskotrgovinske politike na tu integraciju. Hrvatska pokazuje interes povezivanja s već postojećim europskim integracijama. Tako se ona paralelno s multilateralizmom kojeg promovira GATT nastoji uključiti u regionalne trgovinske integracije. Ta dva procesa teku paralelno, iako su

kontradiktorna.¹³ Može se, ipak, očekivati postupno uključivanje regionalizma u sustav GATT-ovog multilateralizma. Uključivanjem Hrvatske u taj proces nužno joj se nameću slijedeća pitanja:

- može li ispuniti uvjete za uključenje u te integracijske procese;
- pitanje izbora integracijske skupine kojoj da se priključi;
- pitanje koristi i posljedica ekonomske i neekonomske naravi, te vrijeme pristupanja odabranoj integracijskoj skupini.

S tog gledišta zanimljiva je Srednjoeuropska slobodna trgovinska zona, ("Central European Free Trade Agreement"), koju su formirale 1992. godine Češka, Mađarska, Poljska i Slovačka, pod nazivom "Višegradski sporazum". Osnovni cilj sporazuma je liberalizacija međusobne trgovine za razne grupe proizvoda, uključivo i tzv. "osjetljive proizvode" kao što su čelik, tekstil i poljoprivredni proizvodi. Polazi se od rezultata Urugvajskog kruga pregovora, koje nastoje uključiti u svoj sporazum. Europska unija podupire ovu integraciju i nastoji s njom utvrditi odnose kao sa cjelinom i na taj način stvoriti osnov povezivanja. Već do sada je Europska unija s tim zemljama sklopila bilateralne sporazume o pristupu njenom tržištu. Predviđa se postupna liberalizacija tj. uklanjanje ograničenja za "neosjetljive" i "osjetljive" proizvode. Cilj je stvaranje slobodnog trgovinskog prostora.

Bilateralno povezivanje Republike Hrvatske s pojedinim srednjoeuropskim zemljama i njeno uključivanje u zonu slobodne trgovine mogao bi biti također posredan put za integriranje u Europsku uniju.

Vijeće Europske zajednice je 1991. godine suspendiralo sporazum o suradnji sa bivšom Jugoslavijom iz 1980. godine. Na osnovi tog sporazuma je bivša Jugoslavija koristila trgovinske povlastice na temelju nereciprocity, koje su bile povoljnije od onih koje bi ostvarila na osnovi opće sheme preferencijala (GSP - Generalized System of

¹³ Vidjeti [22].

Preferences),¹⁴ koje je Europska zajednica odobravalala zemljama u razvoju. Europska zajednica inače ima različit tretman pojedinih grupa zemalja u svojoj trgovinskoj politici, tako da prema zemljama EFTA primjenjuje princip recipročnog smanjenja carinskih i necarinskih ograničenja, prema "Grupi afričkih, karibskih i pacifičkih zemalja" (Lomé-konvencija) provodi unilateralno smanjenje carina i količinskih ograničenja. Prema "Mediterskim zemljama" (gdje spadaju Turska, Cipar, Malta, Alžir, Maroko, Tunis, Egipat, Jordan, Libanon, Sirija i Izrael) provodi politiku smanjenje carina i količinskih ograničenja (osim tekstila), a prema "Ostalim zemljama u razvoju" primjenjuje unilateralne carinske koncesije GSP i MFA. Nakon raspada Savjeta za uzajamnu ekonomsku pomoć (SEV) Europska zajednica ne tretira na isti način bivše članice SEV-a, tako da Češku, Slovačku, Mađarsku i Poljsku tretira slično kao zemlje članice EFTA, Bugarsku i Rumunjsku tretira kao i Mediteranske zemlje, a Zajednicu nezavisnih država (ZND) kao "Ostale zemlje u razvoju".¹⁵

Povezanost vanjske trgovine Hrvatske s Europskom unijom (gdje posebno mjesto zauzima Njemačka i Italija), upućuje ju na uspostavljanje s njom neposrednih odnosa. Ti odnosi bi se mogli zasnivati na postupnom napuštanju neregiprociteta. U svakom slučaju Hrvatsku očekuje veće otvaranje gospodarstva prema inozemstvu, jača liberalizacija u vanjskotrgovinskom sustavu te smanjenje mogućnosti korištenja razgranatog sustava zaštite domaćih proizvođača. Prihvatanjem međunarodnih trgovinskih sporazuma i uključivanjem u integracijske procese, Hrvatska će morati razraditi strategiju postupnog otvaranja gospodarstva prema svjetskom tržištu (faze liberalizacije).

¹⁴ Vidjeti [23].

¹⁵ Vidjeti [33].

3. Efektivna carinska i necarinska zaštita i konkurentnost privrede u strategiji razvoja

1. Nominalna carinska zaštita (eksplicitna carina), koja se izražava carinskim stopama na uvoz gotovih proizvoda prema carinskoj tarifi, utječe na povećanje cijena proizvoda na domaćem tržištu. Povećanje cijena uvozne robe dovodi do smanjenja potrošnje (pri datom dohotku) i omogućuje domaćem proizvođaču da poveća cijenu svojih proizvoda i tako bude konkurentan na domaćem tržištu. Nominalna carinska zaštita utječe na promjenu strukture potrošnje putem povećanja cijena uvoznih proizvoda i na povećanje rentabilnosti proizvodnje tih proizvoda u zemlji. Međutim, da bi se utvrdio efekat carinske zaštite na pojedine sektore i alokaciju resursa, potrebno je osim nominalne carinske zaštite finalnih proizvoda uzeti u obzir i zaštitu intermedijarnih proizvoda. Carinama na intermedijarne inpute povećava se cijena intermedijarnih proizvoda, a time se smanjuje rentabilnost proizvodnje na domaćem tržištu i utječe na alokaciju resursa. Prema tome, da bi se utvrdio efekat carinske zaštite na pojedine sektore, potrebno je od nominalne carinske zaštite proizvoda tih sektora oduzeti carinsku zaštitu na intermedijarne proizvode koji se troše u proizvodnji tih proizvoda, a koji su predmet međunarodne razmjene. Na taj se način dolazi do efektivne carinske zaštite pojedinih sektora privrede. Efektivna zaštita se odnosi na dodatnu vrijednost, a koja predstavlja razliku između ukupne vrijednosti proizvodnje nekog sektora i vrijednosti reproduksijske potrošnje tog sektora. Da bi se analizirao utjecaj strukture carinske zaštite na alokaciju resursa potrebno je izračunati **stopu efektivne carinske zaštite** pojedinih sektora. Stopa efektivne zaštite je postotni porast dodajne vrijednosti po jedinici proizvodnje nekog sektora koji je uvjetovan carinskom strukturom zaštite u odnosu na stanje bez zaštite, ali uz isti tečaj.¹⁶

Stopa efektivne zaštite nekog sektora ovisi, dakle, o stopi nominalne carine na finalni proizvod tog sektora, o stopi carine na uvozne intermedijarne proizvode (inpute) tog sektora i o udjelu intermedijarne

¹⁶ Vidjeti [24, str. 285-287] i [26].

potrošnje u vrijednosti finalne proizvodnje tog sektora. Stopa efektivne zaštite nam pokazuje kakav utjecaj imaju mjere protekcionizma na domaću proizvodnu strukturu i alokaciju resursa.

Prilikom analize politike zaštite i politike tečaja u strategiji razvoja potrebno je sadržaj efektivne carinske zaštite proširiti uključivanjem necarinske zaštite domaćih inputa, te pokazati kako politika tečaja (apreciacije ili deprecijacije) utječu na zaštitu pojedinih sektora privrede.

2. Prethodno je spomenuto da u mnogim zemljama necarinska zaštita ima veće značenje nego carinska zaštita. Stoga je potrebno u proračun i analizu efektivne zaštite uključiti i necarinsku zaštitu, kao što su kvantitativne uvozne restrikcije, porezi, subvencije i druge zaštitne mjere, kojima se utječe na nivo dodajne vrijednosti kako kod uvozno-substitutivnih, tako i kod izvoznih sektora gospodarstva. Mjerama necarinske zaštite se također, kao i kod carinske zaštite utječe na povećanje cijena u zemlji za stopu zaštitnog djelovanja na uvoznu robu i usluge, uz uvjet neelastične potražnje za uvoznim proizvodima. U slučaju male zemlje, uvozna carina podiže domaću cijenu u odnosu na svjetsku za iznos carine, uz uvjet neelastične potražnje. Ista razlika u cijeni se može postići, ako se **količinskim ograničenjima** (kvote, kontingenti) smanji uvozna ponuda u zemlji. Ova razlika u cijeni, izražena u postocima od svjetske cijene, može se označiti kao **carinski ekvivalent** količinskih ograničenja ili **implicitna carina**.¹⁷

Porezi (direktni i indirektni) imaju djelovanje na neto dodatnu vrijednost poduzeća, tako da je mogu smanjiti ili povećati. Djelovanje poreza na promet, uvedenog na finalne proizvode domaćih proizvođača i to na proizvođačku cijenu ili na dodatnu vrijednost, smanjuje dodatnu vrijednost tih proizvođača i smanjuje zaštitni efekat carine. Uvođenje poreza na uvoznu robu ima zaštitni efekat i djeluje u istom pravcu kao i carina.

¹⁷ Vidjeti [25, str. 246].

Stoga je potrebno u račun uzeti diferencirane poreske stope na uvozne i domaće proizvode, te ih kao implicitnu carinu uključiti u računanje efektivne stope zaštite. Prilikom računanja implicitne carine potrebno je uzeti u račun poreze koji diskriminiraju, tj. gdje postoje različite poreske stope na uvozne i domaće proizvode, a na koji način se dovode u povoljniji položaj neki sektori privrede i gdje porezi mogu imati zaštitni utjecaj.

3. Do sada smo efektivnu zaštitu definirali uz pretpostavku stabilnih i realnih tečajeva valuta. Međutim, ako se u obzir uzmu promjene deviznih tečajeva, stopa zaštite pojedinih sektora će se mijenjati. Tako je aprecijacija tečaja jednaka subvencioniranju uvoza (**negativna tarifa**) i izvoznjoj taksi primijenjenoj na sve izvozne sektore, a deprecijacija domaće valute jednaka je uvođenju carine na sve proizvode za stopu deprecijacije. Promjene tečaja su, stoga, sastavni dio efekata strukture zaštite. Ukoliko je stopa aprecijacije npr. 30%, svi izvozni sektori sa stopom efektivne zaštite manjom od 30% bili bi oporezovani u odnosu na robe koje se prodaju na domaćem tržištu, a samo stopa efektivne zaštite preko 30% bi značila zaštitu u odnosu na domaće robe. Kada bismo od svih stopa efektivne zaštite oduzeli 30 dobili bismo skalu **stopa neto efektivne zaštite**. Samo kada je stopa neto efektivne zaštite pozitivna, kažemo da je taj sektor zaštićen u odnosu na domaći sektor. Prema tome, potrebno je procijeniti stupanj aprecijacije ili deprecijacije nacionalne valute pri određenoj strukturi zaštite, kako bi se mogli pravilno shvatiti efekti takve strukture zaštite na alokaciju resursa.

Iz svega do sada rečenog proizlaze četiri indikatora o tome kada je neki sektor privrede stvarno zaštićen:

1. Sektor je zaštićen ako je **nominalna zaštita pozitivna**. Međutim, nominalna zaštita je relevantna za analizu efekata potrošnje, a ne efekata na proizvodnju.
2. Sektor je zaštićen ako je njegova **efektivna zaštita pozitivna**. To bi bio slučaj kada su date cijene domaćih proizvoda, a tečaj nema utjecaj, te će svaki sektor s pozitivnom zaštitom privlačiti resurse od domaćih sektora.

3. Ukoliko se u obzir uzme efekat tečaja, apreciacije ili depreciacije, sektor će biti zaštićen samo onda, ako je njegova **stopa neto-efektivne zaštite pozitivna.**
4. Sektor privrede je zaštićen, ako zaštita po svim elementima dovede do porasta dodatne vrijednosti tog sektora. To je koncept **ukupne (totalne) zaštite.**

4. Pravni okvir sustava zaštite Republike Hrvatske čini Zakon o vanjskotrgovinskom poslovanju (Narodne novine br. 53/91., 26/93. i 109/93.), Zakon o carinskoj tarifi (NN br. 53/B/91.), Zakon o carinskoj službi, Carinski zakon (NN br. 53/A/91., 33/92., 26/93. i 106/93.), Zakon o slobodnim zonama i drugi pripadajući propisi (odluke, uredbe i naredbe Vlade Republike Hrvatske).

Nominalna zaštita u Republici Hrvatskoj se provodi primjenom različitih instrumenata, koji imaju zaštitni efekat ili se uvode iz fiskalnih razloga, kao izvor državnih prihoda.

Pregledom instrumenata zaštitne politike može se zaključiti da Republika Hrvatska ima vrlo razgranat sustav necarinske zaštite. Postoji ukupno 27 različitih instrumenata pomoću kojih država utječe na zaštitu domaće proizvodnje od vanjske konkurencije. S obzirom na želju Hrvatske da pristupi GATT-u (ili WTO) potrebno je preispitati mjere naše necarinske zaštite i uskladiti ih sa zahtjevima GATT-a, posebno s obzirom na pravila Urugvajskog kruga pregovora. Posebno je potrebno analizirati ulogu necarinske zaštite sa stajališta njene konzistentnosti s politikom tečaja u uvjetima jače liberalizacije vanjskotrgovinskog sustava. Prevođenjem necarinske zaštite u "implicitnu carinu" dobila bi se mjera ukupne nominalne zaštite (eksplicitna plus implicitna carina), a na temelju koje bi se dobila efektivna zaštita hrvatskog gospodarstva.

Stope efektivne carinske i necarinske zaštite za Hrvatsku računao je M. Sekulić.¹⁸ Riječ je o eksperimentalnom proračunu indikativnih

¹⁸ Vidjeti [27].

efektivnih stopa carinske zaštite za Hrvatsku. Da bi se došlo do ukupne efektivne zaštite valja dodati 16% za svaki sektor na ime necarinske zaštite. Prilikom proračuna stopa efektivne carinske zaštite hrvatske privrede, korištene su raspoložive input-output tabele za 1987. godinu uz tretiranje međurepubličke razmjene Hrvatske kao vanjske trgovine sa republikama bivše Jugoslavije, i carinska tarifa iz 1991-1992. godine. U proračun nisu uključeni domaći inputi, a nije izvršeno ni "tarifiranje" necarinske zaštite sa svrhom dobivanja efekata vrlo razgranate necarinske zaštite na položaj pojedinih sektora na rang listi ukupne efektivne zaštite.

Zbog svega navedenog, dobivene rezultate proračuna treba koristiti uvjetno, polazeći od navedenih ograničenja. Daleko pouzdanije stope efektivne zaštite bi se dobile kada bi se raspolagalo novijom input-output tabelom Republike Hrvatske, te kada bi se cjelokupna necarinska zaštita prevela u "implicitnu carinu" i izrazila u stopi efektivne zaštite.

5. Prema teoriji pariteta kupovne moći,¹⁹ kretanje tečajeva se objašnjava promjenom unutarnjih i vanjskih cijena.²⁰ Indikatore realnog tečaja dobijemo ako indekse nominalnog tečaja domaće valute prema stranoj (DEM, USD, LIT) podijelimo s pripadajućim indeksom relativnih cijena u zadanom razdoblju, a prema definiranom početnom razdoblju. Ako indikatori realnog tečaja imaju vrijednosti veće od 100, riječ je o realnoj depreciaciji domaće valute, a vrijednosti manje od 100 pokazuju da se radi o realnoj aprecijaciji domaće valute u odnosu na bazno razdoblje. Za proračun realnog tečaja u odnosu na njemačku marku, američki dolar i talijansku liru, za razdoblje I/1985. do X/1995., korišteni su mjesečni podaci o kretanju cijena u industriji Hrvatske i cijena na veliko u Njemačkoj, SAD i Italiji.²¹ Indeksi kretanja cijena na veliko u zemlji i inozemstvu, kao i kretanja nominalnog tečaja, svedeni su na stalnu bazu (lipanj 1992 = 100). Mjesec lipanj 1992. godine je uzet za bazno razdoblje radi toga jer je tada kretanje tečajeva najbolje pratilo kretanje

¹⁹ Vidjeti [4].

²⁰ Vidjeti podpoglavlje 4. prvog poglavlja.

²¹ Izvor: Vidjeti [28].

cijena, tj. indeksi cijena i tečajevi s bazom prosinca 1989. godine, kada je indeks bio jednak 100, u tom mjesecu bili su međusobno najbliži. Osim toga, u to vrijeme nije bilo pritiska za zaštitom i povika na nerealnost tečaja od strane privrednika, a izvoz je bio u ravnoteži sa uvozom robe. Primjenom navedene metodologije dobiveni su indikatori realnog tečaja kune u odnosu na DEM, USD i LIT, a rezultati proračuna su prikazani na slici 1. i tablici 1. (prema DEM).

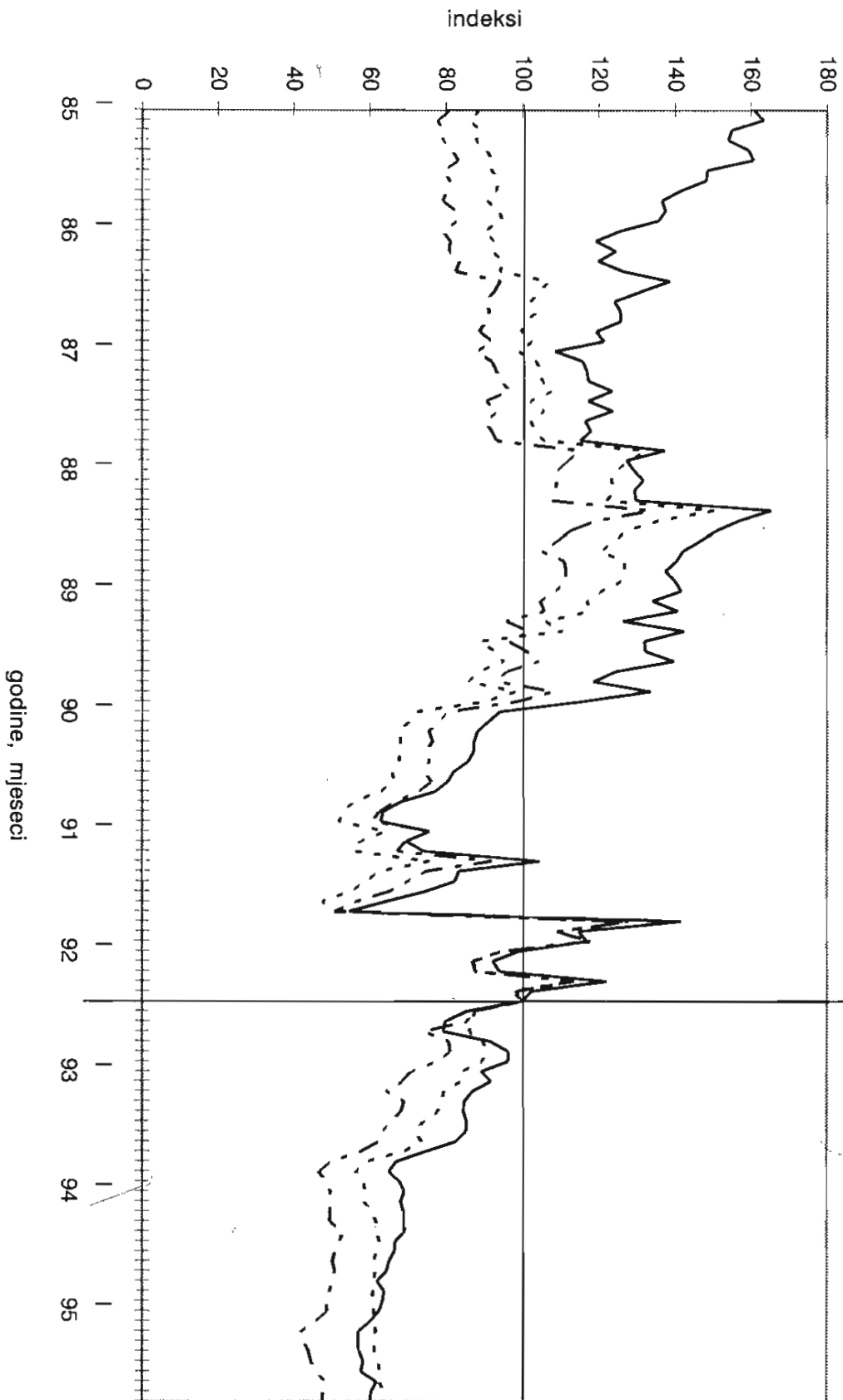
Slika 1. pokazuje kretanje realnog tečaja u razdoblju 1985-1995. godine. U tome je osobito zanimljivo razdoblje 1990-1995. godine. To razdoblje može se podijeliti u tri podrazdoblja: I razdoblje: I/1990. do VIII/1991. predstavlja realnu aprecijaciju kune; II razdoblje: IX/1991. do VI/1992. predstavlja realnu deprecijaciju tečaja kune; III razdoblje: VII/1992. do X/1995. predstavlja ponovnu realnu aprecijaciju kune.

Sve to vrijedi uz pretpostavku da je razdoblje oko lipnja 1992. godine bilo razdoblje sa realno ravnotežnim tečajem. Polazeći od toga, iz slike 1. se vidi da prvo i treće razdoblje karakterizira realna aprecijacija domaće valute. Nakon lipnja 1992. godine postoji stalna aprecijacija domaće valute s tendencijom povećanja realne aprecijacije, tako da je u listopadu 1995. godine u odnosu na lipanj 1992. godine, kuna realno aprecirala za 36,37% u odnosu na DEM, za 39,89% u odnosu na USD i 52,26% u odnosu na LIT. Prema tome, ovisno o primijenjenom načinu ponderiranja, jedinstveni indikator realnog efektivnog tečaja kune bi bio između 36,37 i 52,26%.

Efekti realne aprecijacije na kretanje vanjske trgovine su poznati. Naime, to stvara poticaje za nabavom robe u inozemstvu, a destimulira izvoz i kupovinu vlastite robe na domaćem tržištu, budući da je kupovna snaga novca (dohotka) veća u inozemstvu nego u zemlji. Nasuprot tome, realna deprecijacija stimulira izvoz, a destimulira uvoz, te smanjuje deficit u razmjeni s inozemstvom. Prijašnja istraživanja su pokazala da "realna deprecijacija dinara smanjuje relativne cijene i signifikantno povećava izvoz robe na konvertibilno tržište".²²

²² Vidjeti [29, str. 101].

Slika 1.
 INDIKATORI REALNOG TEČAJA KUNE U ODNOSU NA DEM, USD I LIT
 (lipanj 1992 = 100)



······ DEM
 ——— USD
 - - - - LIT

Tablica 1.
INDIKATORI REALNOG TEČAJA KUNE PREMA DEM
 (lipanj 1992. = 100)

godina	1985.	1986.	1987.	1988.	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.
mjesec											
I	88.67	89.73	98.79	124.36	120.51	72.42	64.29	94.12	84.10	58.81	61.13
II	85.91	92.57	103.67	123.30	116.83	70.39	57.72	87.00	83.90	58.52	61.24
III	88.96	92.01	104.78	123.96	117.51	68.01	55.62	88.32	79.46	60.56	61.56
IV	87.70	95.22	105.15	122.26	105.94	68.01	75.73	112.96	79.08	61.69	61.29
V	90.65	94.17	107.98	150.21	110.41	67.88	62.63	97.68	77.87	62.00	61.28
VI	92.11	106.91	102.04	135.63	88.74	67.75	58.71	100.00	74.26	62.46	62.45
VII	91.93	104.70	105.70	127.11	92.98	65.95	55.02	87.55	72.14	61.64	62.59
VIII	93.71	102.28	102.24	123.87	95.07	66.28	47.51	87.06	73.64	61.25	62.65
IX	93.12	103.72	103.15	120.30	88.56	62.65	50.90	86.06	68.70	61.50	63.73
X	90.72	101.42	105.75	126.67	85.78	55.89	127.50	98.61	59.13	61.12	63.63
XI	94.07	99.72	132.13	126.66	98.26	53.38	108.97	90.77	56.32	60.93	
XII	94.69	102.48	128.03	125.69	89.84	51.96	118.12	89.40	58.45	60.59	

* **Napomene:** - Indikatori realnog tečaja kune prema DEM su izračunati tako da su indeksi nominalnog tečaja kune prema DEM podijeljeni s pripadajućim indeksom relativnih cijena. Indeksi relativnih cijena su izračunati dijeljenjem indeksa cijena na veliko u industriji Hrvatske sa indeksom cijena na veliko u Njemačkoj.

- Budući da nisu bili dostupni indeksi kretanja cijena na veliko u Njemačkoj za razdoblje Ožujak-listopad 1995. za te mjesece su procijenjeni indeksi cijena, koje se nisu znatno mijenjale.

Kretanje robnog izvoza i uvoza Republike Hrvatske od 1990. do 1995. godine prikazano je u tablici 2.

Iz tablice se vidi da je u vrijeme realne aprecijacije kune nakon 1992. godine došlo do povećanja deficita robne razmjene Hrvatske (bez područja bivše Jugoslavije), tako da je deficit rastao od 303 mil. USD u 1992. godini na 956 mil. USD u 1993. i 1364 mil. USD u 1994. godini te na 3088 mil. USD u 1995. godini. Rast deficita robne razmjene je nastao u uvjetima sporog rasta izvoza i brzog rasta uvoza. Povećanje deficita robne razmjene ukazuje na nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom (bez republika bivše Jugoslavije, s kojima je ostvaren suficit u robnoj razmjeni od 396 mil. USD u 1994. godini i 211 mil. USD u 1995. godini.) To bi moglo biti posljedica realne aprecijacije domaće valute, jer je poznato da se aprecijacijom valute pogoršava položaj eksponiranih sektora koji proizvode izvozna dobra i koji su preuzimači cijena na svjetskom tržištu. U tim uvjetima oni dobivaju sve manju kunsku protuvrijednost za izvezenu robu.

Međutim, politika tečaja je jedan od niza čimbenika koji djeluju na konkurentsku poziciju zemlje, kretanje izvoza i uvoza, te na stanje bilance plaćanja. Budući da je Hrvatska "mala zemlja", ona se ponaša kao preuzimač svjetskih cijena, tako da kretanje hrvatskog izvoza zavisi od unutarnjih faktora izvozne ponude i elastičnosti (neelastičnosti) izvoza. Na kretanje izvoza Hrvatske nisu utjecali samo ekonomski faktori, nego i razni vanekonomske faktori, kao što je uveden embargo (1991, 1992. godine), raspodjela kvota bivše Jugoslavije i sl.

Pored toga, treba imati na umu da s procesom privrednog razvitka i proizvodne diferencijacije sve veće značenje dobivaju necjenovni faktori konkurentnosti, kao što su: diferencija kvalitete proizvoda, razvoj proizvoda, tehnološka konkurentnost, uvjeti prodaje i dr. Realna aprecijacija domaće valute dovodi do povećanja odnosa cijena domaćih ("non-traded") roba u odnosu na cijene izvoznih ("traded") roba, tako da raste interni odnos razmjene (ITOT - Internal Terms of Trade).²³

²³ Interni odnos razmjene predstavlja odnos između indeksa cijena domaće i izvozne robe.

Tablica 2.
**ROBNI IZVOZ I UVOZ REPUBLIKE HRVATSKE
 OD 1990-1995. GODINE**

	1992.				1993.				1994.				1995.	
	1990.	1991.	1992.	1993.	1992.	1993.	1994.	1995.	1992.	1993.	1994.	1995.	1995.	1995.
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Izvoz robe	4020	3292	3127	1470	4597	2938	966	3904	3293	968	4260	3572	1061	4633
Uvoz robe	5188	3828	3430	1031	4461	3894	773	4666	4657	572	5229	6660	850	7510
Saldo	-1168	-536	-303	439	136	-956	193	-762	-1364	396	-969	-3088	211	-2877
Izvoz/Uvoz (%)	77.49	86.00	91.17	142.6	103.05	75.45	124.97	83.67	70.71	169.23	81.47	53.63	124.81	61.69

Napomena: Podaci o robnom izvozu i uvozu Hrvatske za 1990. i 1991. godinu ne sadrže međurepubličku razmjenu kao vanjsku trgovinu Hrvatske, nego se republike bivše Jugoslavije tretiraju kao tuzemstvo. Od 1992. godine robni izvoz i uvoz Hrvatske prikazan je odvojeno sa republikama bivše Jugoslavije i sa ostalim zemljama.

Povećanje internog odnosa razmjene znači da proizvodnja u eksponiranom izvoznom sektoru postaje manje profitabilna od proizvodnje domaćih sektora, tako da realna aprecijacija dovodi kratkoročno do preraspodjele dobiti u korist domaćih sektora i do sektorske realokacije od izvoznih sektora u domaće sektore.²⁴

Analize na primjeru Austrije su također pokazale da je u vrijeme "tvrde" monetarne politike (Hartwährungspolitik), realna efektivna aprecijacija šilinga dovela do:²⁵

- povećanja internih uvjeta razmjene u korist domaćih sektora;
- pada relativne profitabilnosti u izvoznim sektorima.

Na temelju navedenog može se zaključiti da aprecirana domaća valuta može imati nepovoljan utjecaj na izvoznu konkurentnost, te da će biti potrebno uspostaviti jaču vezu između uvoza i izvoza putem politike tečaja u uvjetima jače liberalizacije. Osim toga, potrebno je izgraditi agresivniju strategiju izvozne ekspanzije u uvjetima prostorne realokacije sa "mekog" izvoznog tržišta na "tvrd" tržište, gdje vladaju drugi uvjeti cjenovne i naročito necjenovne konkurentnosti.

Poznato je da hrvatski izvoz ima veći uvozni sadržaj od drugih oblika finalne potrošnje, te će ekspanzija izvoza zahtijevati povećanje uvoza. Politika ograničavanja uvoza imala bi za posljedicu smanjenje proizvodnje i izvoza zbog međusobne povezanosti. Stavljanjem uvoza u funkciju rasta izvoza u uvjetima jače liberalizacije vanjske trgovine stvorili bi se uvjeti za brži gospodarski rast i vanjsku ravnotežu.

Treba očekivati da će izvozni dohodovni multiplikator biti svakako niži od predratnog, ako se bivše jugoslavensko tržište izvan Hrvatske tetira kao inozemstvo. To zbog dvosmjerne substitucije uvoza: pretežni dio inputa dolazit će iz inozemstva (bez bivših republika Jugoslavije), ali za manji dio se može očekivati substitucija ponude iz bivših republika

²⁴ Vidjeti [30, str. 863].

²⁵ Vidjeti [31, str. 334-339].

domaćom ponudom. To su veoma važni faktori pri projiciranju stope rasta bruto domaće proizvodnje, tj. niži izvozni multiplikator implicira nižu stopu rasta.

Postoje indicije da bi na djelu mogla biti substitucija domaćih reprodukcijских materijala onima iz inozemstva, a što pokazuju podaci o kretanju zaliha sirovina i materijala u Hrvatskoj. Iako je potrebno posebno istraživati problem uvozne substitucije indeksi zaliha sirovina i materijala u industriji i rudarstvu Hrvatske u siječnju 1996. godine u odnosu na siječanj 1995. godine pokazuju da je došlo do povećanja ukupnih zaliha (indeks 115,7), s tim da je došlo do smanjenja domaćih sirovina (indeks 98,5), a povećanja uvoznih sirovina (indeks 127,3). Povećanje zaliha sirovina iz uvoza naročito je izraženo u sektoru strojogradnje, gdje su u siječnju 1996. u odnosu na siječanj 1995. smanjene zalihe sirovina iz domaćih izvora (indeks 44,7), a povećane zalihe uvoznih sirovina (indeks 897,3). To treba povezati sa povećanom sklonošću kratkoročnog kreditiranja uvoznika na osnovi pogodnosti koje pruža tečaj i kamata.

Ako je stopa realne aprecijacije kune u odnosu na odabrano bazno razdoblje prema njemačkoj marki u listopadu 1995. godine iznosila 36,37% (u odnosu na lipanj 1992.), može se zaključiti da svaki sektor koji ima stopu efektivne zaštite manju od 36,37%, ima negativnu stopu neto-efektivne zaštite. Prema tome, takva djelatnost nije stvarno zaštićena pri datoj strukturi carinske i necarinske zaštite. Ukoliko bi se za ilustraciju uzeli indikativni podaci o efektivnoj carinskoj i necarinskoj zaštiti hrvatske privrede²⁶, tada se može vidjeti da nijedan sektor privrede ne bi bio stvarno zaštićen, jer se sve stope efektivne carinske i necarinske zaštite kreću između 16,01 i 35,84% i manje su od 36,37% (negativna neto-efektivna zaštita). Razlika između stope realne aprecijacije kune i pojedine stope efektivne carinske i necarinske zaštite pokazuje stupanj oporezivanja pojedine djelatnosti, a ne njenu zaštitu.

Međutim, stupanj izdržljivosti privrede u uvjetima aprecirane kune je povećan zbog povećanja uvoznog sadržaja iz inozemstva (izvan bišeg

²⁶ Vidjeti [27, str. 34].

jugoslavenskog područja) i smanjenja stupnja carinske i necarinske zaštite na uvozne inpute, te su time povećane mogućnosti ušteda na troškovnoj strani. Naime, 1987. godine je udio domaćih inputa u intermedijarnoj potrošnji iznosio 59,4%, uvoza iz bivših jugoslavenskih republika 25,5%, a iz ostalih zemalja 15,1%.²⁷ Budući da je uvoz intermedijarnih inputa danas pretežno orijentiran na konvertibilno područje stvaraju se mogućnosti troškovnih ušteda putem apreciacije domaće valute. Ukoliko pretpostavimo da je udio domaćih inputa ostao 59,4%, a ostalo (40,6%) da je uvoz inputa iz konvertibilnog područja, tada apreciranost kune od 36,37% prema DEM znači troškovnu uštedu od 14,8% u prosjeku za cijelu privredu, a zbog jeftinijeg uvoza inputa za reproduksijsku potrošnju. Budući da pojedini sektori privrede imaju različitu uvoznu zavisnost zbog toga su različiti sektorski efekti apreciacije kune na troškovnoj strani.

Povećanje realne apreciacije kune stvara sve veće napetosti u privredi i djeluje na povećanje pritisaka za većom zaštitom domaće privrede.

Stoga, postaje nužnim prilagođavanje tečaja kako bi se uklonile napetosti i pritisci koji se očigledno povećavaju. Naime, u toč. 25 Memoranduma stoji da će se "primjerenost ovakve politike deviznog tečaja ocijeniti u sklopu revizija programa koje će uzeti u obzir kretanja u izvozu, te konkurentnosti na međunarodnom tržištu".²⁸

Način prilagođavanja tečaja je predmet utvrđivanja cjeline makroekonomske politike i politike zaštite. Valja upozoriti da se važnost politike tečaja povećava s procesom liberalizacije vanjske trgovine, koja će se odvijati pristupanjem Republike Hrvatske GATT-u i Svjetskoj trgovinskoj organizaciji, odnosno primjenom pravila Urugvajskog kruga pregovora.

Politika intervalutarnog tečaja mora biti razvojno poticajna, a odstupanja su moguća samo privremeno u antiinflacijskoj politici, kada "fiksni" tečaj

²⁷ Vidjeti [39, str. 86].

²⁸ Vidjeti [8, str. 33].

dovodi do aprecijacije domaće valute. Međutim, na duži rok to može dovesti do slabljenja pozicije privrede na svjetskom tržištu, smanjivanja konkurentnosti i ugrožavanja razvoja.²⁹ To znači da je potrebno povezati politiku tečaja, vanjskotrgovinsku politiku, emisiju politiku i politiku kamatnih stopa u konzistentnu politiku stabilizacije i razvoja hrvatskog gospodarstva.

4. Intervalutarni tečaj po paritetu kupovnih snaga i konkurentnost privrede

1. Polazeći od unutarnje i vanjske ravnoteže kao razvojnih kriterija narodnog gospodarstva važna je politika intervalutarnog tečaja po tzv. paritetu kupovnih snaga pojedinih valuta. Tečaj po paritetu kupovnih snaga se smatra dugoročnim realnim ravnotežnim tečajem, kojemu aktualni tržišni ravnotežni tečaj konvergira.

Obično postoji znatno odstupanje aktualnog tržišnog tečaja od dugoročnog tečaja po paritetu kupovnih snaga valute. Paritet kupovne snage neke valute definira se kao vrijednost te valute, koja znači "da se zadanom sumom novca, kada se konvertira u različite valute po tečaju pariteta kupovne snage, može kupiti ista košarica dobara i usluga u svim zemljama. Drugim riječima, paritet kupovne snage je onaj tečaj konvertiranja valute koji uklanja razlike u razinama cijena među zemljama"³⁰. Aktualni tržišni ravnotežni tečaj se od tečaja po paritetu kupovne snage očigledno bitno razlikuje.

Izrečena definicija utvrđuje tzv. apsolutni paritet kupovne snage. Relativni paritet kupovne snage označuje promjene apsolutnog pariteta u odnosu na bazno razdoblje. Idealno bazno razdoblje bilo bi ono, kada bi aktualni (tržišni) tečaj bio jednak tečaju pariteta kupovnih snaga. Tada bi postojao čvrst oslonac za mjerenje suglasnosti odnosno odstupanja budućih promjena aktualnog tečaja (tržišnog) od tečaja pariteta kupovne

²⁹ Vidjeti [32].

³⁰ Vidjeti [6, str. 3].

snage. Pojednostavljenje postupka tog mjerenja svodi se na odabir baznog razdoblja, za koje se "pretpostavi" da je postojala jednakost tečajeva, te se daljnja suglasnost odnosno njihovo odstupanje mjeri deflacioniranjem aktualnog tržišnog tečaja indeksima cijena (na malo ili proizvođača, na pr.), indeksima rasta (ili pada) nominalnih plaća zaposlenih, odnosno troškova rada.

Statistička istraživanja dosta vjerodostojno potvrđuju da je aktualni tržišni intervalutarni tečaj u pravilu niži od tečaja po paritetu kupovnih snaga za razvijene zemlje, a za zemlje u razvoju vrijedi obrnuto pravilo, tj. aktualni tržišni (ravnotežni) tečaj je veći od tečaja po paritetu kupovnih snaga. Tablica br. 3. to nedvojbeno potvrđuje.

Tablica 3.

INTERVALUTARNI TEČAJEVI NA OSNOVI PARITETA KUPOVNE SNAGE UPOREDNO SA AKTUALNIM (RAVNOTEŽNIM) TRŽIŠNIM TEČAJEVIMA, U JEDINICAMA NACIONALNE VALUTE PREMA USD U 1990. GODINI³¹

Zemlja	Tečaj po paritetu kupovne snage	Aktualni tržišni tečaj
	1	2
Njemačka	1.840	1.610
Italija	1 251.000	1 195.000
Austrija	12.400	11.300
Švedska	8.220	5.920
Norveška	8.570	6.260
Japan	172.000	145.000
Francuska	5.820	5.430
Irska	0.608	0.603
USA	0.880	1.000
Turska	1 313.000	2 613.000
Portugal	91.300	142.200
španjolska	96.400	101.600
Grčka	124.000	158.000
Bivša YU ³² 1985.	131.000	310.000 225.000

³¹ Vidjeti [6] tabela 2.5. i 3.1.

³² Tečaj po paritetu kupovne snage vrijedi kao "prosjek" za 1985. godinu; tržišni tečaj se daje za konac prosinca (310 DIN) i za konac siječnja (225 DIN). Komercijalni tečaj je u prosjeku 2.36 puta veći od tečaja po paritetu kupovne snage.

Ekonomska objašnjenja navedenog i ilustriranog pravila može se naći u starijoj i novijoj literaturi,³³ a svodi se na slijedeće:

- rast proizvodnosti rada u izvoznim sektorima privrede je brži od rasta u lokalnim (domaćim) sektorima;
- razlike u rastu proizvodnosti rada među zemljama u lokalnim (domaćim) sektorima gospodarstva su manje od razlika u izvoznim sektorima privrede.

Posljedica bržeg rasta proizvodnosti rada u izvoznim sektorima razvijenih zemalja, povlači brži rast nadnica u lokalnim sektorima privrede od njihovih proizvodnosti, zbog postupnog odlaska radne snage u izvozne sektore, koji zbog veće proizvodnosti mogu privlačiti rad većim nadnicama. Izvozni sektori razvijenih zemalja zbog veće proizvodnosti rada, kako naspram lokalnim domaćim sektorima privrede, tako i zbog relativno veće proizvodnosti na konkurentnom svjetskom tržištu, uvjetuju aprecijaciju svojih valuta naspram inozemstva, ali i rast troškova rada u lokalnim i izvoznim sektorima privrede. Veća proizvodnost rada i mogućnost većih nadnica izvoznih sektora privrede kompenziraju relativno sporiji rast proizvodnosti i brži rast nadnica (u odnosu na zemlje u razvoju) lokalnih sektora privrede. Posljedica tih relativnih kretanja jeste da su relativne cijene lokalnih sektora privrede nerazvijenih zemalja niže naspram tih cijena u razvijenim zemljama. Cijene proizvoda izvoznih sektora u razvijenim zemljama su, naprotiv, relativno niže od relativnih cijena tih proizvoda u nerazvijenim, odnosno zemljama u razvoju. Lokalni sektor privrede čini gotovo čitav tercijalni (servisni) sektor sa turizmom. Otuda turistički sektor nerazvijenih zemalja lako konkurira razvijenim zemljama, tj. cijena rada u njima je znatno niža od te cijene u razvijenim zemljama, a rad je osnovni input u toj djelatnosti.

Pored toga, građevinarstvo kao proizvodnja fiksnog kapitala u turizmu je također lokalna djelatnost, što nadalje predstavlja troškovnu i cjenovnu prednost. Sa stajališta izvoznog turizma i formiranja cijena turističkog "proizvoda" Hrvatska bi se mogla tretirati kao "velika zemlja". Tržišni

³³ Vidjeti: [16], [4] i [14, str. 95-102].

mehanizam, prema svemu, daje relativno više cijene izvoznih sektora u zemljama u razvoju naspram njihovih lokalnih sektora (uključivo turizam) pa je otuda aktualni tržišni ravnotežni tečaj u zemljama u razvoju viši od realnog tečaja po paritetu kupovne snage. Vanjske cijene izvoznih sektora u svjetskim valutama su, zbog mehanizma konkurencije, za sve zemlje jednake. Stoga su relativno niže domaće cijene lokalnih roba i usluga zemalja u razvoju svojevrsna troškovna ušteda (na radnoj snazi, prije svega) za izvozne sektore. U razvijenim zemljama je upravo obrnuto, izvozni sektori "alimentiraju" lokalne sektore mehanizmom tržišta rada.

Za razvijene zemlje je karakteristično da im valute imaju tendenciju blage apreciacije odnosno mala su odstupanja između tečaja po paritetu kupovne snage i tekućeg komercijalnog tečaja. Nasuprot tome, nerazvijene zemlje i zemlje u tranziciji iskazuju deprecijaciju svojih valuta po apsolutnom paritetu kupovnih moći valuta. U tablici 4. je prikazan bruto domaći proizvod po stanovniku u 18 europskih zemalja i to po tekućem tečaju valuta i po paritetu kupovne moći valuta za 1993. godinu, a u odnosu na SAD. Podaci pokazuju da je u prosjeku za sve zemlje članice EFTA i EU vrijednost bruto domaćeg proizvoda po tekućem tečaju bila veća od vrijednosti bruto domaćeg proizvoda izračunatog po paritetu kupovne moći valuta, a što znači da je većina valuta ovih zemalja imala apreciaciju u odnosu na USD. Samo su valute šest zemalja imale deprecijaciju valuta (Italija 2,64%, Irska 3,46%, Velika Britanija 4,65%, Španjolska 8,87%, Grčka 24,41% i Portugal 37,58%), a što se može vidjeti u posljednjoj koloni tablice 4., gdje su dati indeksi odstupanja tekućeg intervalutarnog tečaja od tečaja po paritetu kupovne snage valuta (ERDI - exchange rate deviation index).

2. Znatno viši stupanj deprecijacije valuta u 1993. godini imale su zemlje Srednje Europe (tablica 5.), a naročito zemlje Istočne Europe.³⁴ Indeksi

³⁴ Prema: European Comparison Programme, Report on the Central and Eastern European Comparison, Vienna 1995.

Napomena: U taj program je uključen i Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske, što koordinira Mr. Mirko Grubišić. Ovdje se koriste prethodni rezultati programa, gdje je Austrija uzeta kao baza usporedbe.

depreciacije valuta pokazuju da je hrvatski BDP obračunat po tekućem intervalutarnom tečaju u 1993.godini realno vrijedio 84% više po volumenu (tj. prema dugoročnom realnom ravnotežnom tečaju, tzv. paritetu kupovne snage valuta) od iskazanog. Od srednjoeuropskih zemalja samo je Slovenija imala niži stupanj depreciacije valute od Hrvatske, a iznosio je 73% u odnosu na austrijski šiling. Ostale zemlje članice CEFTA imale su viši stupanj depreciacije valute u odnosu na austrijski šiling (Mađarska 93%, Poljska 151%, Slovačka 223% i Češka 232%), a što se vidi iz posljednje kolone tablice 5., gdje su prikazani indeksi odstupanja tekućeg intervalutarnog tečaja od tečaja po paritetu kupovne snage valuta (ERDI).

Tablica 4.

BRUTO DOMAĆI PROIZVOD PO STANOVNIKU 1993. GODINE U USD (U TEKUĆIM CIJENAMA PO TEKUĆEM TEČAJU I PO PARITETU KUPOVNE MOĆI VALUTA)

Zemlja (regija)	BDP po stanovniku		Indeksi nivoa cijena	Indeksi aprecijacije - depreciacije (ERDI)
	Po tekućem tečaju	Po paritetu kupovne moći valuta		
	1	2	3	4
Austrija	22872	19128	119.10	83.96
Finska	16540	15530	106.50	93.89
Island	23369	19212	121.64	82.21
Norveška	23995	19476	123.20	81.17
Švedska	21254	16831	126.28	79.19
Švicarska	33453	23195	144.23	69.34
EFTA	23863	18906	126.22	79.23
Belgija	21037	19517	107.79	92.77
Danska	26204	19335	135.53	73.79
Njemačka	23537	18510	127.16	78.64
Francuska	21706	18709	116.02	86.19
Grčka	7071	8797	80.38	124.41
Irska	13392	13856	96.65	103.46
Italija	17371	17830	97.43	102.64
Luksemburg	32477	28368	114.48	87.34
Nizozemska	20211	17593	114.88	87.05
Portugal	8688	11953	72.68	137.58
Španjolska	12227	13311	91.86	108.87
V. Britanija	16279	17036	85.56	104.65
EU 12	18555	17089	108.58	92.10
SAD	24302	24302	100.00	100.00

Izvor: WIFO - Monatsberichte, Statistische Übersichten 10/1995.

Tablica 5.
**BRUTO DOMAĆI PROIZVOD PO STANOVNIKU
 ZEMALJA ČLANICA CEFTA I HRVATSKE
 ISKAZAN PO TEKUĆEM TEČAJU I PO PARITETU
 KUPOVNE SNAGE VALUTA 1993. GODINE (AUSTRIJA = 100)**

Zemlja	BDP po tekućem tečaju	BDP po paritetu kupovne snage	Indeksi deprecijacije valuta (ERDI)
	1	2	3
Češka	13.3	44.1	332
Slovačka	9.1	29.4	323
Mađarska	16.4	31.7	193
Slovenija	27.9	48.3	173
Poljska	9.8	24.6	251
Hrvatska	11.0	20.2	184

Izvor: European Comparison Programme, Report on the Central and Eastern European Countries, Vienna, 1995.

Hrvatska je u 1994. i 1995. godini još smanjila indeks deprecijacije kune, približno za iznos daljnje aprecijacije kune prema indeksu realnog tečaja kune u odnosu na DEM, kao relativnom paritetu kupovne snage. Na temelju kretanja cijena u industriji, pokazuje se da je krajem 1995. godine indeks deprecijacije kune po apsolutnom paritetu na nivou globala smanjen sa 184 na približno 157.

To je približavanje takovrsnim odnosima razvijenih zemalja, kod kojih se razlika između domaćeg bruto proizvoda obračunatog po tečaju pariteta kupovnih snaga i po aktualnom tržišnom tečaju svodi na malu mjeru, ali tako da je bruto proizvod obračunat po paritetu kupovne snage manji ili oko obračunatog po tržišnom tečaju. Dakle, obrnuto od zemalja u razvoju i tranzicijskih zemalja. Važno je uočiti da ti indeksi za Sloveniju i Hrvatsku unutar skupine tranzicijskih zemalja pokazuju najmanju distancu tekućeg intervalutarnog tečaja naspram "dugoročnog realnog ravnotežnog tečaja" koji bi proizlazio iz teorije pariteta kupovnih snaga, ali je on na razini globala još uvijek depreciran. Problem je u tome, što sve ostale tranzicijske zemlje imaju još veću takovrsnu distancu odnosno deprecijaciju, što će reći da još jače potiču vanjsku konkurentnost svojih privreda. Ti relativni odnosi ilustriraju moguću (ne)konkurentnost hrvatske privrede unutar Srednjoeuropske trgovinske

zone (CEFTA). To je osobito uočljivo kada se slični indeksi izračunaju za robe koje su predmet međunarodne razmjene, kao što su strojevi i oprema. Za tu skupinu roba ti iznosi su 1993. godine oko 100, što znači da na domaćem tržištu vrijede kao i na svjetskom, ali da su skupe sa gledišta kupovnih pariteta domaćih valuta. Zemlje sa indeksom većim od 100 može se uzeti da su najmanje za toliko jeftinije na domaćem, ali mogu biti i na vanjskom tržištu, a zemlje sa indeksom ispod 100 su za toliko skuplje. To je najvećim dijelom rezultat politike podešavanja tečaja, zaštite i poticaja izvozu, ali je i posljedica globalnih proizvodnosti tih zemalja. "Rezerve" za to podešavanje su u lokalnim robama i uslugama, čije cijene su znatno niže od svjetskih (u ovom slučaju od austrijskih), što utječe na veličinu odstupanja navedenih indeksa iznad 100. Budući da je proizvodnost u sektoru roba koje su predmet međunarodne razmjene viša u razvijenim zemljama nego u nerazvijenim zemljama, nivo nominalnih plaća u ovom sektoru je viši u razvijenim zemljama nego u zemljama u razvoju, a u uvjetima nacionalne mobilnosti rada ne odstupa značajnije nivo plaća u proizvodnji lokalnih roba. Kako su cijene domaćih roba primarno određene troškovima rada, to su cijene lokalnih roba razvijenih zemalja više nego cijene lokalnih roba nerazvijenih zemalja. Stoga je kupovna moć novca razvijenih zemalja viša u zemljama u razvoju nego u razvijenim zemljama, a tečaj valuta zemalja u razvoju izračunat na temelju pariteta kupovne moći iskazuje podcijenjenost valuta zemalja u razvoju³⁵, odnosno niži nivo cijena.

Hrvatska i zemlje članice CEFTA imale su 1993. godine niži nivo cijena od onog u Austriji, što je samo drugi izraz za podcijenjenost njihovih valuta u odnosu na austrijski šiling. Nivo cijena ovih zemalja na nivou BDP se kreće od 30-58% od onog u Austriji (Češka 30,1%, Slovačka 30,9%, Poljska 39,8%, Mađarska 51,8%, Hrvatska 54,3% i Slovenija 57,7%). Hrvatska i Slovenija imaju najviši nivo cijena i predstavljaju "skuplje" zemlje u ovoj grupi zemalja. Kod svih zemalja finalna potrošnja stanovništva iskazuje ispodprosječni nivo cijena, dok javna potrošnja

³⁵ O tome vidjeti [16].

(osim u Poljskoj i Hrvatskoj) i investicijska potrošnja iskazuju nadprosječni nivo cijena (vidjeti tablicu 6.).

Tablica 6.
**INDEKSI NIVOA CIJENA ZA BDP I RAZNE OBLIKE
FINALNE POTROŠNJE (AUSTRIJA = 100)**

Zemlja	BDP	Finalna potrošnja stanovništva	Javna potrošnja	Investicijska potrošnja
	1	2	3	4
Češka	30.1	26.0	32.5	42.6
Slovačka	30.9	28.2	31.3	42.9
Mađarska	51.8	43.6	72.7	81.0
Slovenija	57.7	54.9	52.0	68.3
Poljska	39.8	36.9	36.4	54.1
Hrvatska	54.3	46.6	47.8	97.7

Izvor: European Comparison Programme, Vienna, 1995.

Rezerve za deprecijaciju domaćih valuta nalaze se prvenstveno u lokalnim sektorima, s tim da u lokalnu skupinu dobara i usluga spadaju primjerice usluge obrazovanja, rekreacije, medicinske skrbi, stanovanja, građevinarstva, ugostiteljstva i energije. (vidjeti tablicu 7.). Pored toga, radna snaga kao svekolika posljedica toga je jeftinija na svjetskom tržištu, čija se realna potrošnja kod kuće može ispravno ocijeniti tek putem njenog obračuna po paritetu kupovnih snaga domicilnih valuta. Nasuprot tome, nivo cijena u sektoru proizvodnje strojeva i transportnih sredstava je na nivou onog u Austriji ili iznad tog nivoa. Hrvatska je 1993. godine ostvarila nivo cijena iznad onog u Austriji u slijedećim sektorima: neelektrični strojevi-indeks 110,4, električni strojevi 121,9, transportna sredstva 133,7. Indeksi nivoa cijena po raznim oblicima investicijske potrošnje po zemljama članicama CEFTA prikazani su u tablici 8.

U duljem roku sve ovo valja povezati sa očekivanim politikama liberalizacije vanjskotrgovinskih sistema i uključivanja hrvatske privrede u trgovinske integracije (CEFTA, EU). Slobodne trgovinske zone i carinske unije već su sada aktuelne za Hrvatsku i Federaciju Bosne i Hercegovine. Ta stanja, razvojni ciljevi i procesi pojačat će konkurentni ambijent za

sve te privrede, kako međusobno tako i naspram ostaloj Europi, prije svega EU. U tome će veći stupanj trgovinske liberalizacije pojačati važnost tečajne politike, a i s njom povezane monetarno-kreditne politike. Rezerve iz osnova veće interne kupovne snage domaćih valuta zasnovane na lokalnim ekonomskim sektorima uslužnog karaktera ("non-tradable" sektori) postupno će se iscrpiti. Što je zemlja manja i otvorenija proces će brže teći, a privreda će se izložiti jače konkurenciji od strane onih zemalja koje vode politiku deprecijacije svojih valuta. Aprecijacija kune nakon 1992. godine je smanjivala izvoznu konkurentnost privrede i povećavala sklonost uvoznoj ekspanziji. Eventualnim ulaskom Hrvatske u Srednjoeuropsku zonu slobodne trgovine, hrvatska privreda bi bila izložena jakoj konkurenciji privreda tih zemalja, jer podaci o nivou cijena pokazuju da se radi o "jeftinijim" zemljama, tj. one pokazuju veću distancu tekućeg intervalutarnog tečaja naspram dugoročnog realnog ravnotežnog tečaja.

Time se pokazuje da je moguće pokrivati aprecijaciju kune (gubitak deprecijacije) globalnom proizvodnosti, odnosno poboljšanjem "terms of trade" tehničko-tehnološkim napretkom. Budući da nam je globalna proizvodnost niska, plaće se pojavljuju kao jedina rezerva za održanje konkurentnosti. Kako je plaća funkcija globalne proizvodnosti to znači da naše plaće mogu biti na određenom proporcionalnom nivou od europskih, a time se ne može spriječiti ekonomska emigracija stanovništva.

Tablica 7.
**INDEKSI NIVOVA CIJENA RAZNIH OBLIKA FINALNE POTROŠNJE
 STANOVNIŠTVA 1993. GODINE PO ZEMLJAMA U USPOREDBI
 S NIVOOM CIJENA U AUSTRIJI (AUSTRIJA = 100)**

Zemlja	Hrana, piće i duhan	Odjeća i obuća	Stanarina	Oprema za domaćinstva	Transport i komunikacije	Odmor i obrazovanje	Energija	Medicinska skrb	Restorani, kavane i hoteli
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Češka	35.6	36.3	9.9	40.4	43.6	22.2	25.3	20.0	28.4
Slovačka	34.1	36.6	7.3	47.0	40.4	20.4	26.6	20.6	26.9
Mađarska	51.8	51.8	28.2	60.6	69.1	32.1	36.7	40.9	49.0
Slovenija	61.5	83.4	42.0	74.4	58.5	52.6	49.1	46.5	47.0
Poljska	46.7	47.1	14.2	49.7	55.5	27.7	37.7	22.8	58.9
Hrvatska	61.7	56.6	19.3	77.2	55.5	35.5	50.2	56.9	39.1

Izvor: European Comparison Programme, Report on the Central and Eastern European Countries, Vienna, 1995.

Tablica 8.
**INDEKSI NIVOVA CIJENA RAZNIH OBLIKA INVESTICIJSKE
 POTROŠNJE 1993. GODINE PO ZEMLJAMA U USPOREDBI
 S AUSTRIJOM (AUSTRIJA = 100)**

Zemlja	Stanogradnja	Ostala visokogradnja	Niskogradnja	Transportna sredstva	Neelektrični strojevi	Električni strojevi
	1	2	3	4	5	6
Češka	17.9	26.7	26.6	1.9	84.2	92.3
Slovačka	16.0	25.3	26.1	111.2	86.1	85.1
Mađarska	39.5	81.9	61.8	138.9	129.2	137.4
Slovenija	39.9	63.1	48.9	104.5	105.9	100.2
Poljska	22.1	55.1	58.4	96.8	89.7	78.7
Hrvatska	84.3	119.7	59.8	133.7	110.4	121.9

Izvor: Isto kao za tablicu 7.

3. Cjelokupna prethodna analiza upućuje na važnost relativnih cijena roba i usluga izvoznih sektora naspram lokalnim sektorima. Apsolutni nivo cijena "košarice" dobara i usluga iz izvoznog sektora naspram takve "košarice" lokalnog sektora objašnjava razlike između tečaja po paritetu kupovne snage i aktualnog tržišnog tečaja, kako pokazuje tablica 3. Osim

razlike u apsolutnom nivou cijena izvoznih i lokalnih sektora privrede, analizu je potrebno proširiti na praćenje dinamike relativnih cijena ovih sektora privrede. Kao aproksimaciju smanjenja ili povećanja njihovih relativnih cijena, uzeti ćemo indekse cijena u industriji kao aproksimaciju izvoznog sektora, indekse cijena na malo kao kompleksnog iskaza domaćih tržišnih uvjeta, a indekse nominalnih osobnih dohodaka, indekse cijena usluga iz statistike troškova života i indekse cijena industrije građevinskog materijala³⁶ kao predstavnike lokalnih sektora privrede. Ovdje je pomoću tri serije indeksa deflacioniran tečaj kune naspram njemačke marke, pri čemu je uzet u obzir rast cijena u Njemačkoj. Na taj način dobivene su mjesečne serije realnog tečaja kune prema DEM, i to na osnovi:

- indeksa cijena u industriji, kao predstavnika izvoznog sektora (tablica 1);
- indeksa nominalnih osobnih dohodaka, kao predstavnika troškova rada (tablica 10);
- indeksa rasta troškova usluga u strukturi potrošnje domaćinstva, kao predstavnika relativnog rasta cijena lokalnog sektora privrede (tablica 9).

Dobiveni indikatori realnog tečaja daju se i na Slici 2. Tako dobiveni indikatori upućuju na slijedeće zaključke za razdoblje od siječnja 1990. do kolovoza 1995. godine:

- ako se kao baza uzme lipanj 1992. godine, realni tečaj kune naspram DEM na osnovi industrijskih cijena pokazuje da je domaća valuta aprecirana u razdoblju 1990-1991. godine (stabilizacijski program bivše Jugoslavije), u razdoblju 1992. godine kuna je deprecirana, da bi nakon toga u 1993., 1994. i 1995. godini opet ušla u fazu aprecijacije, analogno 1990. godini;
- kretanja realnog tečaja na bazi cijena usluga se razlikuju utoliko, što je u odnosu na bazno razdoblje tečaj uvijek precijenjen, i to

³⁶ Svi podaci na osnovi kojih su računati indeksi, a zatim realni tečaj kune naspram DEM su iz službenih statističkih izvora.

više od realnog tečaja na bazi industrijskih cijena; to znači da, dinamički gledano, usluge (lokalni sektor privrede) nisu bile troškovna rezerva izvoznog privredi;

- realni tečaj na bazi osobnih dohodaka u cijelom razdoblju od siječnja 1990. pa do kraja 1993. godine je apreciran, što znači da je za izvoznike trošak rada bio relativno rastuća veličina; tek u kratkom vremenu s početka 1993. godine realni tečaj na osnovi osobnih dohodaka je deprecirajući (troškovno padajući), da bi već nakon prvog kvartala 1993. godine ponovno uzeo trend aprecijacije kune, odnosno realno rastućeg troška na vanjskom tržištu za izvoznike; u 1994. i 1995. godini realni tečaj na bazi usluga i osobnih dohodaka jače aprecira kunu od indeksa cijena industrijskih proizvoda. Tako je u kolovozu 1995. na temelju indeksa cijena usluga kuna bila realno aprecirana za 62%, a na temelju indeksa osobnih dohodaka za 66% u odnosu na bazno razdoblje lipanj 1992 = 100. To upućuje na zaključak da su izvoznicima na vanjskom tržištu rasli troškovi brže od prihoda.

Drugim riječima, lokalne robe i usluge nisu predstavljale u tendencijskom smislu "troškovnu rezervu" izvoznicima, kako bi se očekivalo za nerazvijenu, odnosno zemlju u razvoju. Tekuća troškovna aprecijacija kune, naspram 1992. godine, označuje pojačavanje konkurencije izvoznog privredi, ali i lokalnoj privredi, čije proizvode može zamijeniti uvoz. Zahtjevi za zaštitom u obliku uvoznih dozvola, prelevmana i carina nedvojbeno na to upućuju.

Zaključno se može reći da se konkurentnost izvozne privrede odražava u tri bitna aspekta:

- izvozna konkurentnost osigurava platnobilančnu ravnotežu, ali i zaposlenost cjelokupnog potencijala narodnog gospodarstva;
- zemlje u razvoju realnom deprecijacijom svojih valuta postižu bolje rezultate na svjetskom konkurentnom tržištu, ali i u

dinamici globalnog rasta svojih privreda,³⁷

- zemljama, razvijenim kao i nerazvijenim, veća integracija u regionalne trgovinske sisteme (EU, EFTA, CEFTA, NAFTA) kao i u svjetske globalne trgovinske sisteme (GATT, WTO), politika tečaja, posebno politika realne deprecijacije, postaje osnovni instrument u strategiji razvoja otvorene privrede; to osobito važi za male otvorene zemlje.

Nakon dosizanja primjerene razine razvijenosti, mjerene dohotkom po stanovniku, u strategiji razvoja veću važnost dobiva politika fiksnog i stabilnog tečaja s ciljem jačeg strukturnog prilagođavanja svjetskom tržištu. U toj fazi razvoja cilj je strategije puno uključivanje zemlje u svjetski financijski sistem i tržište. To je faza liberalizacije kapitalne bilance u cjelokupnoj bilanci plaćanja, kojoj je prethodila postupna liberalizacija vanjskotrgovinskog sistema i domaćeg financijskog sistema. Sve to koordinirano s politikom stabilizacije.

5. Europske integracije, monetarne unije i konkurentnost hrvatskog gospodarstva

1. Kronologija nastanka i razvitka Europske zajednice pokazuje tendenciju prostornog proširivanja i institucionalnog produbljivanja te regionalne integracije, a što je praćeno slabljenjem Europskog udruženja za slobodnu trgovinu (EFTA), nestankom Savjeta za uzajamnu ekonomsku pomoć (SEV) i stvaranjem Srednjoeuropskog područja za slobodnu trgovinu (CEFTA).

Stalnim proširivanjem Europske zajednice (danas Europske unije) postizali su se povoljni učinci na gospodarski rast i trgovinu članica integracije, a što je bilo praćeno procesom liberalizacije međusobne trgovine, a

³⁷ Latinskoameričke zemlje su "sanirale" svoju strategiju razvoja tek kada su u posljednjoj deceniji počele provoditi sustavnu realnu deprecijaciju svojih valuta. Vidjeti o tome [18, str. 24-28]; slično se pokazuje i u tranzicijskim zemljama, vidjeti [17]. Važnost politike tečaja u regionalnim trgovinskim integracijama, kao što je EU, može se prepoznati u studiji [15].

Tablica 9.
**INDIKATORI REALNOG TEČAJA KUNE PREMA DEM
 NA BAZI INDEKSA CIJENA USLUGA KAO KOMPONENTE
 TROŠKOVA ŽIVOTA (lipanj 1992. = 100)**

mjesec	godina	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.
I		47.81	21.38	61.26	86.28	47.62	39.81
II		44.62	18.98	58.45	83.58	44.93	39.76
III		42.73	18.31	66.48	81.72	44.06	39.41
IV		39.76	23.02	86.09	84.73	44.03	38.01
V		39.01	20.89	86.21	77.54	43.71	38.38
VI		37.91	19.89	100.00	71.29	43.34	38.36
VII		26.42	18.65	93.91	67.65	42.32	38.15
VIII		28.98	18.15	97.31	66.76	42.17	37.98
IX		27.79	21.20	92.06	66.98	41.77	38.09
X		26.01	60.55	93.86	52.90	41.04	
XI		24.89	56.59	94.31	46.80	41.15	
XII		23.76	64.96	86.24	48.15	40.24	

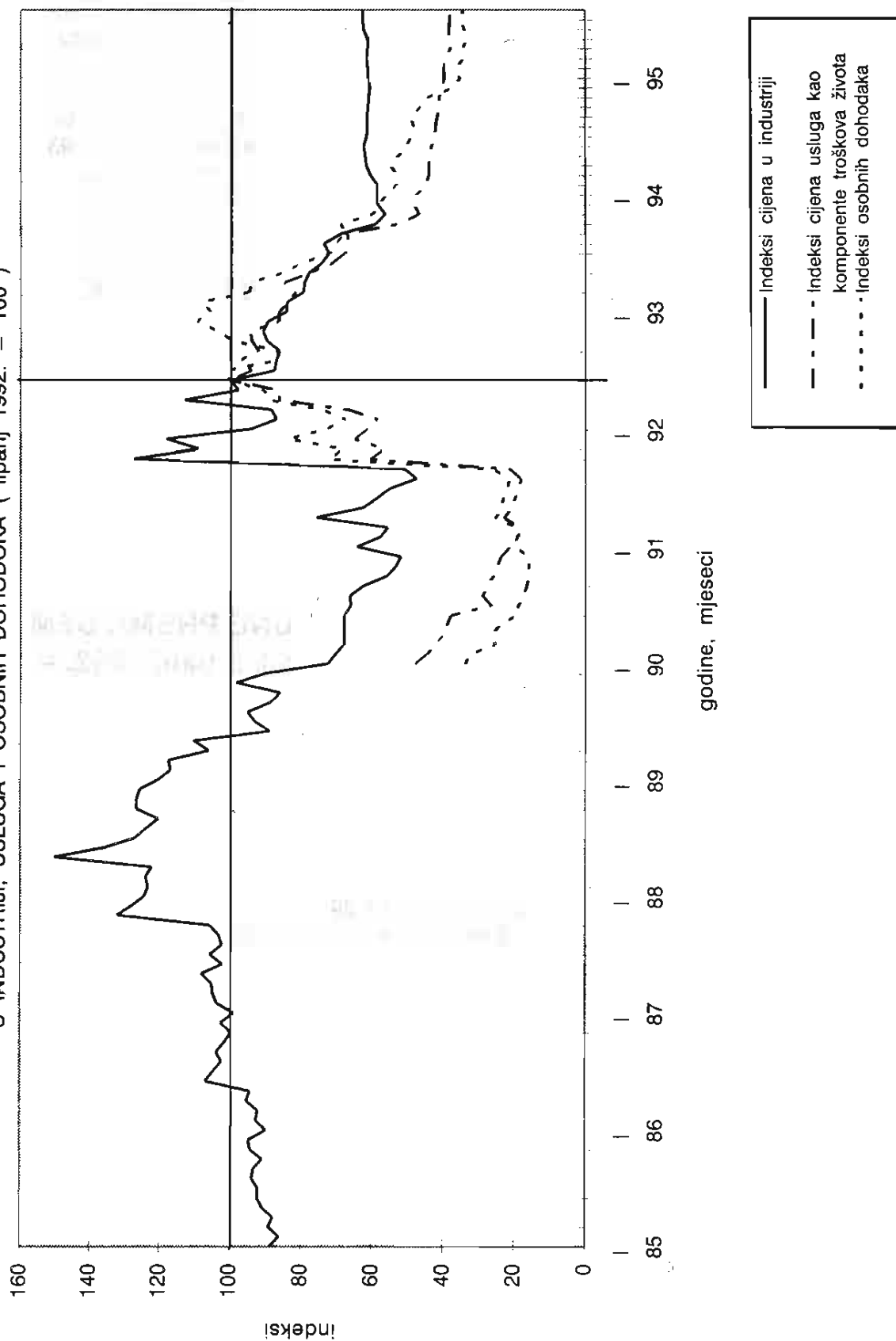
Tablica 10.
**INDIKATORI REALNOG TEČAJA KUNE PREMA DEM
 NA BAZI INDEKSA OSOBNIH DOHODAKA (lipanj 1992. = 100)***

mjesec	godina	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.
I		33.75	19.83	72.89	105.68	56.11	35.38
II		32.92	19.34	67.49	107.78	53.15	36.07
III		25.42	19.34	73.81	94.67	53.31	34.57
IV		26.25	25.37	89.29	94.08	54.78	34.42
V		24.44	23.75	90.43	85.33	52.80	33.60
VI		19.14	23.24	100.00	79.72	50.36	34.05
VII		18.94	21.94	101.37	72.01	49.12	35.02
VIII		17.41	21.49	87.10	70.30	48.39	34.37
IX		16.56	25.91	86.30	67.50	49.08	
X		15.85	72.06	99.15	68.80	46.23	
XI		15.97	68.12	103.40	59.94	44.44	
XII		15.81	83.58	109.37	58.25	37.14	

* Napomena: Krajem 1994. godine u neto osobni dohodak uključen je linearni socijalni dohodak ("topli obrok") pa je on dodatno djelovao na rast indeksa nominalnih osobnih dohodaka i time na jaču aprecijaciju kune.

Slika 2.

INDIKATORI REALNOG TEČAJA KUNE PREMA DEM NA BAZI INDEKSA CIJENA
U INDUSTRIJI, USLUGA I OSOBNIH DOHODAKA (lipanj 1992. = 100)



intragrupacijska razmjena u ukupnoj je povećana od 30% u 1958. godini na 60% u devedesetim godinama. Otvorenost tržišta je omogućila slobodno kretanje ljudi, robe, informacija, usluga i kapitala. Na taj način su došle do izražaja mikroekonomske i makroekonomske prednosti specijalizacije, masovne proizvodnje i dinamički efekti konkurencije. Osim toga, teoretski i empirijski su dokazani učinci proširenja regionalne integracije na međunarodnu razmjenu, a koji se očituju u stvaranju nove trgovine (Trade Creation), proširenju postojeće trgovine (Trade Expansion) i odvlačanju trgovine (Trade Diversion).

Posljednjim (četvrtim) proširenjem od 1. siječnja 1995. godine Europska unija je dobila tri nove članice (Austrija, Finska i Švedska) i obuhvaća ukupno 15 država. Mogu se očekivati nova proširenja Europske unije prema Srednjoj i Istočnoj Europi,³⁸ te Mediteranu, a ovisno o ekonomskim i političkim uvjetima u tim zemaljama.

Eventualno uključivanje Hrvatske u europske integracijske procese (EU ili CEFTA) zahtjeva istraživanje uvjeta i posljedica prijema, a naročito učinaka integracije na konkurentnost hrvatskog gospodarstva i ograničavanje mogućnosti gospodarske politike u uvjetima stvaranja monetarne unije i prenošenja kompetencija na nadnacionalne nivoe odlučivanja, reguliranja, planiranja, provođenja i kontrole.³⁹ Pristupanjem u članstvo Europske unije zemlje su dužne prihvatiti dogovorenu zajedničku politiku koja je regulirana dosadašnjim ugovorima, a naročito ugovorima iz Maastrichta. Riječ je o slijedećim zajedničkim politikama na nivou Europske unije:

- Zajednička trgovinska politika, kojom se podupire liberalizacija trgovine između zemalja članica kao i liberalizacija svjetske trgovine (GATT, WTO).
- Zajednička agrarna politika, koja se odnosi na politiku tržišta i cijena poljoprivrednih proizvoda, agrarnu strukturnu politiku, agrarnu socijalnu politiku i politiku zaštite okoliša.

³⁸ Vidjeti [46].

³⁹ Vidjeti [47].

- Sektorska strukturna i industrijska politika, koja se odnosi kako na ključne sektore prošlosti (ugljen, čelik, poljoprivreda) tako i na sektore budućnosti (istraživanje, tehnološki razvoj i sl.).
- Politika konkurentnosti, koja ima za cilj da ukloni ili ograniči monopolistička ponašanja na tržištu kao i državno subvencioniranje.
- Zajednička regionalna politika, koja pomoću Europskog fonda za regionalni razvoj nastoji postići uravnoteženi regionalni razvoj u okviru Europske unije.
- Zajednička prometna politika, kojom se teži izgradnji optimalne prometne infrastrukture od značenja za Europsku uniju kao cjelinu.
- Zajednička socijalna politika i politika tržišta rada, kojom se nastoji uskladiti socijalno i radno zakonodavstvo zemalja članica.
- Zajednička financijska politika, koja ima za cilj da osigura financiranje Europske unije, uskladi poreske politike pojedinih zemalja i ograniči deficitno budžetsko financiranje i javno zaduživanje pojedinih zemalja članica, čime bi se stvorile pretpostavke za izgradnju monetarne unije.
- Zajednička monetarna politika, odnosi se na prenošenje kompetencija monetarne i tečajne politike na supranacionalne institucije, a što je povezano s projektom produbljivanja integracije i stvaranja ekonomske i monetarne unije.
- Liberalizacija kapitalnih transakcija u potpunosti.

2. Za ostvarenje projekta ekonomske i monetarne unije potrebno je koordinirati i uskladiti zajedničke politike kako bi se uklonila konfliktnost ciljeva, te nekonzistentnost ciljeva i instrumenata, a sa svrhom postizanja sve veće konvergencije zemalja članica, a u smislu dogovorenih "kriterija konvergencije".

Ugovorom iz Maastrichta je razrađen plan stvaranja monetarne unije, a suština je u fiksiranju tečajeva valuta zemalja članica s ciljem uvođenja jedinstvene valute i jedinstvene monetarne politike. Stvaranje monetarne unije trebalo bi se ostvariti u tri stupnja, s tim da su prva dva stupnja već realizirana. Prvi stupanj je ostvaren 1. srpnja 1990. godine kada je potpuno liberalizirano kretanje kapitala. Drugi stupanj je započeo 1. siječnja 1994. godine s osnivanjem Europskog monetarnog instituta u

Frankfurtu, koji treba nadzirati funkcioniranje Europskog monetarnog sustava (EMS) i pripremiti ostvarenje Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. Treći stupanj bi počeo teći uvođenjem jedinstvene valute (bilo je predviđeno da to bude 1. siječnja 1997. godine, ukoliko većina zemalja članica - tj. njih 8 - ispune postavljene uvjete u smislu "kriterija konvergencije"). Ukoliko do kraja 1997. godine ne bude ustanovljen rok početka trećeg stupnja, tada će treći stupanj početi 1. siječnja 1999. godine utvrđivanjem tečaja nacionalnih valuta prema jedinstvenoj valuti.

Kriteriji konvergencije se odnose na stabilnost cijena, te monetarne i fiskalne veličine, a formulirani su na slijedeći način:

1. Stabilnost cijena. Stopa inflacije ne smije biti viša od 1,5 postotna poena iznad prosječne stope inflacije tri cjenovno najstabilnije zemlje članice (sa najnižom stopom inflacije) u godini prije ispitivanja. Ispitivanje kriterija konvergencije održat će se prvi put krajem 1996. godine.
2. Dugoročna kamatna stopa ne smiju biti više od 2 postotna poena od kamatnih stopa u tri cjenovno najstabilnije zemlje članice u godini prije ispitivanja kriterija konvergencije.
3. Devizni tečaj. Zemlja mora održavati oscilacije tečaja u "normalnim" rasponima u okviru Europskog monetarnog sustava u posljednje dvije godine prije ispitivanja kriterija konvergencije. U tom vremenu zemlja ne smije na vlastitu inicijativu devalvirati svoju valutu.
4. Javne financije. Proračunski deficit mora biti manji od 3% nominalnog bruto domaćeg proizvoda, a ukupno bruto zaduženje države mora biti ispod 60% nominalnog bruto domaćeg proizvoda.

Ukoliko bi se kriteriji konvergencije iz Maastrichta striktno primijenili na zemlje članice, tada podaci o pojedinim indikatorima u 1992., 1994. i predviđanjima OECD za 1996. godinu (tablica 11.) pokazuju da su u 1992. godini samo dvije zemlje (Francuska i Luxemburg) ispunile sve kriterije, a u 1994. i 1996. godini sve kriterije ispunjava samo Njemačka i Luxemburg. Kriteriji mogu krajem 1996. godine biti revidirani, ublaženi ili nanovo interpretirani.

Tablica 11.

**ISPUNJAVANJE "KRITERIJA KONVERGENCIJE" ZA MONETARNU UNIJU
ZEMALJA ČLANICA EUROPSKE UNIJE ZA RAZDOBLJE OD 1992-1996. GODINE**

	Stopa inflacije (%)			Dugoročne kamatne stope (%)			Proračunski deficit (u % BDP)		
	1992	1994	1996	1992	1994	1996	1992	1994	1996
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Belgija	2.9	2.4	2.3	8.9	7.7	8.0	-5.5	-5.3	-4.1
Danska	2.2	2.0	3.0	9.6	7.9	8.7	-2.1	-4.2	-2.2
SR Njemačka	4.2	3.0	2.5	8.3	6.9	7.3	-3.4	-2.7	-1.8
Grčka	15.2	10.9	6.5	20.8	26.0	17.6	-14.6	-13.1	-10.1
Španjolska	5.9	4.7	3.0	11.7	9.7	8.8	-4.9	-6.8	-5.2
Francuska	2.8	1.7	1.8	8.7	7.5	7.5	-2.4	-5.7	-4.0
Irska	3.6	2.3	3.0	8.9	8.2	8.5	-1.9	-2.3	-2.0
Italija	5.3	4.0	2.5	10.7	10.6	11.7	-11.3	-9.7	-7.8
Luxemburg	3.6	2.2	2.3	7.9	6.4	6.7	+1.9	+1.3	+2.0
Nizozemska	3.1	2.8	2.8	8.3	7.2	7.3	-3.5	-3.8	-2.9
Portugal	9.0	5.2	4.0	13.3	13.5	11.5	-5.4	-7.1	-5.5
V.Britanija	5.6	2.5	2.8	9.2	8.1	8.1	-4.6	-6.8	-3.2
Austrija	4.0	3.0	2.7	8.6	6.7	7.1	-1.9	-4.3	-4.5
Finska	3.8	1.1	2.0	13.7	8.4	8.7	-7.7	-4.7	-3.3
Švedska	3.2	2.2	2.0	9.6	8.4	10.8	-4.2	-11.2	-9.7
KRITERIJI <i>/gornja granica/</i>	4.1	3.1	3.4	11.1	9.9	11.0	-3.0	-3.0	-3.0

	Državni dug (u % BDP)			Tečajni kriterij	
	1992	1994	1996	1992	1994
	10	11	12	13	14
Belgija	133	138.7	134.0	DA	NE
Danska	62	81.7	83.1	DA	NE
SR Njemačka	44	51.1	58.3	DA	DA
Grčka	87	118.8	119.4	NE	NE
Španjolska	48	64.3	69.7	NE	NE
Francuska	49	49.5	53.8	DA	DA
Irska	109	91.5	83.1	DA	NE
Italija	108	122.4	125.3	NE	NE
Luxemburg	7	9.2	9.9	DA	DA
Nizozemska	80	80.6	81.4	DA	DA
Portugal	65	80.5	83.0	NE	NE
V.Britanija	39	53.0	55.3	NE	NE
Austrija	53	64.5	66.0	-	DA
Finska	28	70.9	86.2	-	NE
Švedska	50	93.8	110.5	-	NE
KRITERIJI <i>/gornja granica/</i>	60	60.0	60.0	-	-

Izvor: OECD: - International Trade Statistics Data Tapes;
- Economic Outlook, 1994 (56), 1992 (51)
IMF: - International Financial Statistics, razna godišta

Pretpostavka za uvođenje jedinstvene valute je harmonizacija monetarno-političkog instrumentarija zemalja članica Europske unije i međusobno fiksiranje tečaja. Može se uočiti da među kriterije konvergencije nisu uvršteni indikatori o nivou razvijenosti, stopama rasta i stopama nezaposlenosti u pojedinim zemljama članicama. U ekonomskoj teoriji su se vodile rasprave o optimalnom monetarnom prostoru, kojega se nastojalo definirati uzimajući u obzir različite faktore. Tako R.A. Mundell⁴⁰ pod optimalnim monetarnim područjem smatrao ekonomsko područje koje se sastoji od regija i ima jedinstvenu valutu ili fiksne tečajeve, te u kojem su proizvodni čimbenici vrlo mobilni i čije su regije podjednako pogođene šokovima (krizama). On smatra da je sustav fiksnih tečajeva bolji za područje gdje su čimbenici proizvodnje mobilni, dok je sustav fleksibilnih tečajeva bolji za područje gdje su čimbenici proizvodnje imobilni. T. Bayoumi i B. Eichengreen⁴¹ su analizirali otpornost pojedinih europskih zemalja na šokove i došli do zaključka da među zemlje koje ispunjavaju uvjete optimalnog monetarnog područja spadaju: Austrija, Belgija, Danska, Francuska, Nizozemska i Njemačka, koje su savladale krize u okviru Europskog monetarnog sustava od 1992. godine bez devalvacije valuta.

McKinnon⁴² drži da je monetarna unija atraktivna za zemlje koje su jako otvorene, s tim da on otvorenost ekonomije definira odnosom "traded" roba prema "non-traded" robama u domaćoj proizvodnji i potrošnji.

P.B. Kenen⁴³ predlaže da se kao kriterij za uvođenje fiksnog tečaja, uzme stupanj diverzifikacije proizvoda. J.C. Ingram ističe stupanj financijske integracije kao kriterij za optimalno monetarno područje, odnosno pokazuje da postoji manja potreba za fleksibilnim tečajem što

⁴⁰ Vidjeti [48 i 50].

⁴¹ Vidjeti [53].

⁴² Vidjeti [52].

⁴³ Vidjeti [51].

je viši stupanj financijske integracije, jer kamatna stopa obavlja uravnotežavajuću ulogu kretanjem kapitala.

G. Haberler i J.M. Fleming ističu da samo zemlje sa približno sličnom stopom inflacije mogu održavati fiksne tečajeve. H. Visser⁴⁴ zaključuje da će monetarna unija donijeti veće koristi što je intenzivnija intra-unijska trgovina i da je gubitak tečaja kao instrumenta ekonomske politike manje štetna ako je visoka mobilnost rada ili su plaće i cijene fleksibilne ili je industrijska struktura u svim zemljama članicama unije diverzificirana. Prema tome, stvaranje monetarne unije ima za pretpostavku "tvrdu" monetarnu politiku kako bi se mogao održavati fiksni tečaj. Samo manji broj valuta razvijenih zemalja je bio u stanju da izdrži turbulencije u Europskom monetarnom sustavu nakon 1992. godine, kada su Italija i Velika Britanija istupile iz tečajnog mehanizma i kada je došlo do devalvacije mnogih valuta i proširenja raspona fluktuacija. Bez devalvacije su izdržale samo valute Njemačke, Nizozemske, Švicarske, te Austrije. Ona je šiling vezala uz njemačku marku, tako da se može govoriti o svojevrsnoj monetarnoj uniji Njemačke i Austrije već kroz dva decenija.

Na temelju naprijed iznesenog može se izvesti zaključak o efektima eventualnog uključivanja Hrvatske u monetarnu uniju. Prije svega, uključivanje u monetarnu uniju značilo bi veće ili manje odricanje od monetarne suverenosti zemlje i mogućnosti utjecaja na gospodarski rast i konkurentnost privrede monetarnom politikom. U sadašnjim uvjetima nagomilanih strukturnih razvojnih problema, niske globalne konkurentnosti i stanju podzaposlenosti, fiksiranjem tečaja prilikom ulaska u monetarnu uniju, Hrvatska bi izložila svoju privredu velikom pritisku inozemne konkurencije, a odrekla bi se aktivne monetarne politike i politike tečaja. Gospodarskim razvojem u uvjetima stabilnosti u dužem roku potrebno je tek stvoriti uvjete za uključivanje Hrvatske u ekonomsku i monetarnu uniju, kako bi se dugoročno ostvarili pozitivni efekti integracije.

⁴⁴ Vidjeti [45 str. 138].

2. POLITIKA OBNOVE RASTA I TRANZICIJSKI KARAKTER MONETARNIH MEHANIZAMA

1. Glavna obilježja razvojnog momenta

1. Novo "poratno" političko stanje trebalo bi proizvesti blagotvoran utjecaj na gospodarski razvitak. Stoga se najavljena stopa rasta bruto domaćeg proizvoda od oko 10% u ovoj i slijedećoj godini može uzeti realnom procjenom. Ona, međutim, znači ozbiljno "restrukturiranje funkcije globalnog razvojnog cilja", čime razvojni cilj gospodarske strategije prestaje biti jednodimenzionalan. Riječ je o spoznaji da valja pronaći stanoviti "trade off" između dinamičnog rasta i stabilnosti, koja je dosada shvaćana u obliku čvrstog nominalnog tečaja kune i deflacije. Postava ekonomske politike uz tako promijenjen razvojni prioritet odnosno uz višekriterijalnu funkciju razvojnog cilja, trebala bi biti dosta različita od dosadašnje. Smisao te postave valja obrazložiti sa stajališta glavnih obilježja razvojnog momenta našeg gospodarstva te nužne postave ekonomske politike, kojom naznačeni cilj valja dosegnuti.

Politika "čvrste kune" i deflacije implicirala je troškovno i kvantitativno prilagođavanje privrede nominalnim financijskim sidrima. To je moglo značiti realno smanjenje nadnica ili broja zaposlenih, smanjenje troškova kapitala /kamata/, ako poduzeća ne raspolažu vlastitim sredstvima, smanjenje "troškova države" odnosno poreznih davanja na razini poduzeća i građana, smanjenje fiksnih troškova po jedinici proizvoda, kao i smanjenje tekućih troškova svih vrsta odnosno racionalizaciju poslovanja. Osobito se smatralo da su rezerve za održavanje tečaja i deflacije u ukidanju monopolnih struktura na našem tržištu. To je trebalo podržati politikom liberalizacije vanjsko-trgovinskog sistema i politikom stabilnog nominalnog tečaja pomoću odgovarajuće monetarno-kreditne politike.

Problem predstavlja činjenica, što se sniženje troškova odnosno prilagođavanje nominalnim stabilizacijskim sidrima trebalo odvijati u uvjetima visokih javnih izdataka za obranu zemlje, u prilikama sužavanja domaćeg i vanjskog tržišta, te iznad svega u uvjetima male ponude dugoročnog kapitala. Sve to suzilo je mogućnost financiranja obrtnih

potreba privrede, te na taj način i korištenje raspoloživih gospodarskih kapaciteta. Pojačana sklonost kratkoročnog kreditiranja robnog uvoza u posljednjih nekoliko mjeseci postupno korigira tu sliku. Neke indicije govore da je riječ o štednji i poduzetništvu naših građana iz zemlje i inozemstva, pri čemu se ta sredstva nastoje u kratkom roku "oploditi" visokim kamatama i pogodnim stabilnim tečajem, ali je i riječ o povećanom povjerenju u naše uvoznike, zbog smanjenja ratnog rizika. To je proizvelo "pomak prema gore" u ponudi kratkoročnog kapitala⁴⁵ a što je uz pomak potražnje za kratkoročnim kapitalom proizvelo "uvozni šok". U svakom slučaju to bi mogao biti početak ponude kratkoročnog kapitala privučenog visokom kamatom, tečajem i smanjenim neekonomskim rizikom.

Platnobilančne i strukturne implikacije takovrsnog kapitala na srednji rok su inače u svjetskom iskustvu poznate, pa na njih tek treba obratiti pozornost. Zasada se ne može potvrditi njegov blagotvoran utjecaj na rast domaće proizvodnje, već eventualno na njenu pojačanu substituciju uvozom. To bi značilo da izvozni dohodovni multiplikator ostaje na vrlo niskoj, ili jediničnoj razini, te da nema povećanja dohotka na bazi izvoza.

Posebno je zanimljiv oblik financiranja tog uvoza, koji je dobrim dijelom u formi robnih kredita na kraći rok. To je razlika naspram dosadašnjem uvozu uz avanse i akreditive uvjetovane ratnim stanjem zemlje i platnobilančnom nestabilnošću. Povećanje povjerenja u naše uvoznike i prijelaz na uobičajeni "početak" u plaćanju proizvelo je "uvozni šok", odnosno nagli porast deficita u tekućoj platnoj bilanci.

Povezano s takvim oznakama privrednih kretanja, a u kontekstu izmijenjene političke situacije, dolazi do redefiniranja društvenog prioriteta: mora se ostvariti rast gospodarstva, ali uz kriterije stabilizacije. To pitanje nije moguće svesti na kvazi dilemu: inflacija i rast naspram stabilizacije, pa makar i bez rasta. Mora biti i rast i stabilizacija.

⁴⁵ Pomak prema gore potvrđuje rastuća kamata, ali i rastuća ponuda kratkoročnog kapitala. Vidjeti poglavlje o transmisijskim mehanizmima!

2. Redefiniranje društvenog i ekonomskog prioriteta dolazi u formi zahtjeva ostvarenja najmanje desetpostotnog rasta bruto domaćeg proizvoda i odgovarajuće zaposlenosti. Stoga se kao temeljno postavlja pitanje realnosti tog razvojnog cilja, i to sa stajališta mogućnosti i efikasnosti mjera ekonomske politike.

S tim u vezi činjenica je da postoje neiskorišteni privredni kapaciteti /promet, turizam, poljoprivreda, prerađivačka industrija/, koji imaju ili će tokom slijedeće godine imati tržište; osim toga stanovita ekspanzivna monetarna, a u sasvim maloj mjeri i fiskalna politika može povećati agregatnu potražnju na domaćem tržištu. Da bi se ostvario takav rast bruto domaćeg proizvoda potreban je dodatni obrtni kapital, kao i dodatni uvoz reprodukcijskog materijala i opreme uz nešto dobara široke potrošnje. Uz potrebno financiranje obrtnog kapitala valja pridodati investicije u fiksni kapital i to u iznosu obnove ratom oštećenih proizvodnih kapaciteta. To bi trebalo značiti, da će skupni marginalni kapitalni koeficijent, koji uključuje ulaganja u obrtni i postojeći fiksni kapital u veličini njegove obnove, u užim okvirima privrede, biti relativno nizak. U terminima ekonomske politike to znači da kreditnom politikom bankarskog sustava valja osigurati iz realnih izvora dovoljnu ponudu kredita bar za obrtne potrebe, pored eventualnog stranog kratkoročnog kapitala. To bi uz podršku međunarodnih financijskih institucija, uz vlastita sredstva privrede sa domaćom štednjom, te sa izravnim stranim investicijama u obnovu dijela fiksnih fondova, trebalo biti dostatno za najavljeni cilj obnove proizvodnje i rasta.

Sukladno tome, potrebno je utvrditi odgovarajuću postavu ekonomske politike:

- /1/ dosadašnja deflacijska postava značila je apriorno podešavanje monetarnih agregata na način da njihov rast ne proizvede rast cijena i deprecijaciju tečaja; politika dohodaka zaposlenih služila je istoj svrsi; drugim riječima postava ekonomske politike išla je ovim redom: nepromjenjive cijene roba i usluga, gotovo nepromjenjiv nominalni tečaj kune, iako formalno nije riječ o politici fiksnog tečaja; ponuda novca je limitirana do razine tzv.

remonetizacije, kao mjerila realne potražnje za novcem; osnovni je instrument ostvarenja tako postavljenih ciljeva bila domaća neto aktiva bankarskog sistema, i to prema definiciji i metodologiji Međunarodnog monetarnog fonda. S obzirom na raspoložive privredne kapacitete, moguće tržište, te rast deviznih rezervi i otuda mogući rast primarnog novca i novčane mase, te na toj osnovi ekspanzije kratkoročnog kreditiranja privrede, neto domaća aktiva bankarskog sistema bila je utvrđena relativno restriktivno. Indikatori toga su visoka kamatna stopa, aprecijacija tečaja i deflacija. Ostvarenje kvantitativnog ograničenja neto domaće aktive uglavnom se provodi instrumentom obaveznih rezervi odnosno niskim monetarnim multiplikatorom.

U tome se postavlja delikatno pitanje efikasnosti primijenjenih instrumenata monetarne politike s obzirom na rast proizvodnje i izvoza. Interpretacija tih instrumenata s obzirom na globalni razvojni cilj i s obzirom na stabilnost cijena, zatim njihova eksplikacija u formi "normi izvršenja" odnosno kvantitativnog kreditnog ograničenja te povezanost monetarnih indikatora /kamata, tečaj/ sa "transmisijskim mehanizmima" jeste još uvijek predmetom rasprava.

Pri tome, transmisijski mehanizam u našim uvjetima je tranzicijski svojim karakterom, što znači da sadrži i administrativne i tržišne elemente. Kvantitativno određenje neto domaće aktive je element administrativne represije, ali kamate i tečaj bi trebali biti tržišni indikatori. Ti indikatori bi trebali utjecati na promjenu monetarnih instrumenata koji bi ih posredstvom transmisijskih mehanizama sveli u prihvatljive granice. U stvari kamatnjak i intervalutarni tečaj trebali bi u specifičnim razvojnim fazama dobiti ulogu posrednih ciljeva.

/2/ da bi se ostvario razvojni cilj iskazan u desetpostotnom rastu bruto domaćeg proizvoda postava ekonomske politike trebala bi ići ovim redom: egzogeno utvrđena projekcija rasta u okvirima raspoloživih kapaciteta privrede i realne domaće i vanjske potražnje jeste osnovno analitičko polazište odnosno razvojni cilj; neto domaća aktiva bankarskog sistema treba pratiti tako utvrđenu projekciju rasta, ali na način da ne ugrozi odnose, koji se sada jače dinamiziraju, između neto domaće aktive, šire definiranog likvidnog novca i neto inozemne aktive; konzistentnost tih odnosa trebala bi osigurati stabilizacijske i platnobilančne kriterije ekonomske politike.⁴⁶ Takovrsna postava mjera monetarne politike uvjetovana je stupnjem razvijenosti našeg financijskog tržišta i dosadašnjom praksom. Kvantitativne kriterije, međutim, valja postaviti tako da se ne ugrozi zahtijevani rast, ali ni tranzicija prema tržišnoj privredi.

Naša monetarna vlast time dobiva delikatan i težak zadatak u "servisiranju" potreba rasta, a da istodobno očuva rast cijena, kamata i tečaja u prihvatljivim granicama, bez inflatornih karakteristika, kao i da održi platnobilančnu ravnotežu. Riječ je o dosta zamršenim međuodnosima. Nejasnoće u tom pogledu mogu podstaknuti uvođenje grubih administrativnih intervencija, jer će nerazvijeni tržišni transmisijski mehanizmi proizvoditi nestabilnosti, čiji su indikatori previsoke kamate, aprecirani tečaj, slaba ponuda kredita, nejasna brzina optjecaja monetarnih agregata, nelogični monetarni multiplikatori, i tome slično.

Bez obzira na zamke, koje našu monetarno-kreditnu politiku očekuju, valja zaključiti da je "servisiranje" potreba rasta i stabilizacije moguće i nužno.

⁴⁶ O tome vidjeti: [3].

2. Financijski aspekti projekcije rasta bruto domaćeg proizvoda

1. Bit financijskog programiranja za malu otvorenu privredu po metodologiji Međunarodnog monetarnog fonda je u slijedećem:⁴⁷ ponuda likvidnog novca mora biti konzistentna s deviznim rezervama iskazanim u domaćoj valuti, te s plasiranim domaćim kreditima cjelokupnog bankarskog sistema. Da bi se ta konzistentnost ostvarila treba zadovoljiti jednostavnu relaciju:

$$(1) \quad \Delta M = \Delta R + \Delta DC, \quad \text{gdje je}$$

ΔM = prirast ponude novca u nekom razdoblju naspram baznom razdoblju,

ΔR = prirast neto inozemne aktive⁴ bankarskog sistema zemlje, iskazan u domaćoj valuti,

ΔDC = prirast neto domaće aktive bankarskog sistema (domaćih kredita).⁴⁸

Tako se može uzeti da je:

$$(2) \quad \Delta M^d = k \cdot \Delta Y,$$

gdje je k konstanta, koja definira prirast potražnje za novcem ΔM^d , a iskazana je u nekom postotku (proporciji) od bruto domaćeg proizvoda; drukčije rečeno, " k " je inverzna vrijednost dohodovne brzine optjecaja novca.⁴⁹

⁴⁷ Vidjeti [1], [2], [3], [7].

⁴⁸ Definiciju neto inozemne aktive i neto domaće aktive vidjeti u [6]. Sadržaj pojma domaći krediti u hrvatskoj monetarnoj statistici obuhvaća "plasmene" poslovnih banaka poduzećima, stanovništvu, lokalnoj državi te ostalim financijskim institucijama. U konsolidiranoj bilanci poslovnih banaka ti plasmani su iskazani stavkama "potraživanja" u aktivni. Vidjeti [18, str. 30].

⁴⁹ U našem prilikama dohodovna brzina optjecaja agregata M_2 i M_3 je pala sa 9 i 5 sredinom 1994. godine na ispod 8 odnosno ispod 4 krajem 1995. godine. Vidjeti [6].

Potražnji za novcem mora odgovarati ponuda novca, tj. mora biti zadovoljena relacija:

$$(3) \quad \Delta M^d = \Delta M,$$

sve u terminima prirasta naspram nekom baznom razdoblju.

S tim u vezi kao ključno se postavlja pitanje odnosa između ponude novca, deviznih rezervi kao osnove za tu ponudu te mogućnosti povećanja bruto domaćeg proizvoda na osnovi neiskorištenih privrednih kapaciteta i radne snage.⁵⁰ Kako za neiskorištene privredne kapacitete zemlje trebaju dodatna kreditna sredstva, moguće ih je utvrditi na osnovi relacije (1) na slijedeći način:

$$(1-a) \quad \Delta DC = \Delta M - \Delta R,$$

odnosno neto domaća aktiva (dodatni domaći plasmani) jednaka je razlici likvidnog novca i neto inozemne aktive u terminima prirasta naspram nekom baznom razdoblju.

Problem financiranja robnog deficita odnosno deficita u tekućoj bilanci plaćanja putem stranog ili repatriiranog domaćeg kapitala (štednje) je dodatni aspekt tih međuodnosa.⁵¹ Svrha naše analize dopušta pojednostavljenje strukture agregata ΔM odnosno M_3 , pa je moguće poći od slijedećih pitanja:

- da li je apsolutni iznos kredita plasiran privredi zadovoljavajući u baznom razdoblju, na primjer u 1994. godini; odnosno da li je potražnja za kreditima naspram ostvarenog i potencijalnog bruto domaćeg proizvoda zadovoljena;

⁵⁰ To je inače uobičajena polazišna teza za zemlje u razvoju sa "strukturnim neusklađenostima". Vidjeti o tome [2].

⁵¹ To je dodatno kompleksno pitanje, a povezano je i sa procesom tzv. dolarizacije monetarnog sistema zemlje, što uvjetuje specifičnu strukturu agregata M_3 . Z svrhu naše analize dovoljne su ovdje pojednostavljene pretpostavke, a pokušaj teoretske analize tog pitanja zasada se može naći u [20].

- zatim, da li je u baznom razdoblju, a zatim i u slijedećim razdobljima postojala mogućnost veće ponude likvidnog novca, osobito u terminima baznog (rezervnog ili primarnog) novca bankarskog sistema, zatim u terminima novčane mase M_1 i posljedično tome u terminima novčanog agregata M_3 (odnosno M_4).

2. Polazeći od kriterija pune zaposlenosti proizvodnih i financijskih potencijala zemlje vrednovat ćemo osnovne relacije kreditnih i novčanih agregata u baznom razdoblju. U tu svrhu poslužit ćemo se komparativnom metodom, jer u hrvatskim prilikama još ne postoje vremenske serije podataka, koje bi omogućile pouzdanost rezultata primjene regresijske analize (vremenski obuhvat od bar nekoliko završenih ciklusa privrednih kretanja).

Komparativni položaj hrvatskog gospodarstva mjeriti ćemo udjelom agregata M_3 te udjelom plasiranih kredita bankarskog sistema u bruto domaćem proizvodu nekih zemalja za razna vremenska razdoblja, uključivo bivšu Jugoslaviju, te Hrvatsku u današnje vrijeme. Usporedni podaci se daju u tablici 12.

Tablica 12.
**UDJELI AGREGATA M_3 I DOMAĆIH BANKARSKIH KREDITA U
 BRUTO DOMAĆEM PROIZVODU POJEDINIH ZEMALJA**

Zemlja	Novac prema široj definiciji M_3		Bankarski krediti			
			Ukupno		Udio kredita državi u ukupnim - neto iznos -	
	1981-84.	1981-93.	1981-84.	1991-93.	1981-84.	1991-93.
	1	2	3	4	5	6
Koreja	34.9	40.4	49.2	55.2	12.3	2.0
Malezija	58.2	78.6	58.9	83.7	10.3	3.3
Argentina	21.6	14.0	39.2	22.5	39.1	34.1
Čile	22.1	26.7	66.5	60.8	12.5	24.5
Meksiko	31.4	31.7	35.3	36.1	64.1	14.8
Bivša YU	67.4- 60.7	-	77.3- 66.0	-	-	-
Hrvatska - 1995.	-	28.0	-	37.0	-	-
SAD	-	65.7	-	80.5	19.0	17.6
Japan	64.9 91.9	111.1	81.7 111.5	139.1	15.1	10.6

Izvor: [5]; Napomena: podatak za Hrvatsku dobiven je dijeljenjem stanja M_3 i plasiranih kredita u prosincu 1995. sa BDP u tekućim cijenama za cijelu godinu; krediti za Hrvatsku ne uključuju centralnu državu.

Iz tablice se može zaključiti barem slijedeće:

- veći udio monetarnog agregata M_3 u bruto domaćem proizvodu implicira veći udio plasiranih kredita bankarskog sustava u bruto proizvodu;
- prethodno pravilo vrijedi i za bivšu Jugoslaviju;
- osobito to pravilo vrijedi za dvije razvijene velike zemlje Japan i USA.

Hrvatska bitno ne odstupa od tog "očiglednog" pravila: udio M_3 u bruto domaćem proizvodu je 28%, a plasirani bankarski krediti su razmjerni u odnosu na M_3 . Argentina, primjerice, ima niži udio M_3 u BDP-u, ali i udio plasiranih kredita je znatno niži od hrvatskog.

Dio odgovora za relativno niži hrvatski udio M_3 i kredita u BDP-u valja tražiti u kategoriji blokirane stare devizne štednje, te "velikim" obveznicama za sanaciju privrede i banaka, što fungira dvostrano: jednom je monetarna statistika može voditi kao aktivu bankarskog sistema plasiranu kao "kredit" državi, a drugi put je može tretirati kao "mrtvu aktivu", te je eliminirati iz strukture ukupne bankarske aktive. Na strani pasive tome posljedično stavka blokirane stare devizne štednje i državnih obveznica može, ali ne mora figurirati, jer je državna, a ne bankarska obveza tu štednju ili kamate na obveznice vratiti odnosno platiti. U mjerenju kreditnog potencijala bankarskog sistema apsolutni iznos bankarskih plasmana na osnovi stare devizne štednje i velikih obveznica isključuje se iz ukupne aktive, ali i ukupne pasive. Time se ta stavka neutralizira, a novčani agregat M_3 (sa uključenom "novom" deviznom štednjom) kao i ukupno plasirani krediti se svedu na "zdravi dio" novca M_3 . Pri tome ne bi trebalo smetnuti s uma da su plasmani državi (državni dug) za bankarski sistem uobičajeno najzdraviji plasmani. Ako bi se iz "pokusno statističkih" razloga tretirao državni dug po osnovi stare devizne štednje i velikih obveznica kao i svaki drugi bankarski plasman državi, a obveze prema staroj štednji kao vremenski vezani polozi odnosno pasiva (što u osnovi i jesu, iako prisilno), tada bi se bankarska aktiva uvećala za odgovarajući iznos kuna, ali i M_3 bi se za isti iznos uvećao.

Kvantitativno se time ne bi povećao mogući iznos plasiranih kredita, ali bi se udio M_3 u bruto domaćem proizvodu povisio samo po osnovi stare devizne štednje za 12 postotnih poena, pa bi on u tablici 12. iznosio približnih 40%, a udio plasiranih kredita bi iznosio 48%, od čega bi plasmani državi bili najmanje 23 postotna poena, što je na razini Čilea i Argentine. Pri svemu tome službene devizne rezerve zemlje, R, ne bi se mijenjale, i to zbog toga što su devize građana, prema sistemu bivše YU, bile konvertirane u tadašnje dinare i danas ih nema. U slučaju da one postoje, R bi se adekvatno povećao, pa bi razlika bila ista kao i bez uključivanja te stavke u račun "potencijala" domaćeg kredita. Očito je, dakle, da uključivanje stare devizne štednje u račun financijskog potencijala, kako bi se povećali domaći krediti, a povezano s neto vanjskom aktivom, odnosno deviznim rezervama, nema utjecaja.

3. Domaći krediti u zavisnosti od unaprijed poznate i zadane neto vanjske devizne aktive mogu se, prema prethodnoj analizi, povećati jedino na osnovi povećanja novčanog agregata M_3 . To prema svemu sudeći ostaje jedino relevantno za hrvatsku današnju situaciju. Uz zadani R jedino rast M_3 može povećati prostor za DC (domaći krediti bankarskog sistema). Povećanje tih kredita, nadalje, može dati rast bruto domaćeg proizvoda samo uz pretpostavku već postojećih neiskorištenih privrednih kapaciteta, kao u nekom slučaju velike depresije 1929-1933. godine ili kao u nekom slučaju zemlje u razvoju, kada iz strukturnih razloga ne postoji puno korištenje raspoloživih potencijala privrede i radne snage. Pri svemu tome devizna likvidnost ne bi smjela biti narušena. U takvim slučajevima ekonomskom politikom, prije svega ekspanzivnom kreditnom politikom ili ekspanzivnom fiskalnom politikom, može se povećati rast bruto domaćeg proizvoda. Da bi se pak zadržala inflacija u prihvatljivim okvirima, mora biti zadovoljena relacija (1-a), i to u apsolutnom iskazu, kao i u iskazu relativnog rasta u slijedećim razdobljima naspram nekom baznom razdoblju koje se smatra "ravnotežnim".

Pitanje se, dakle, svodi na ocjenu da li je početno, bazno razdoblje 1994. godina u hrvatskim prilikama, ili pak 1995. godina, ravnotežno s obzirom na raspoloživi financijski potencijal iskazan u agregatu M_3 . Drugim riječima, pitanje je, da li je M_3 , uz zadanu inozemnu (deviznu) neto aktivu mogao biti veći, a time i ukupni domaći krediti, koji bi domaći ostvareni bruto proizvod približio potencijalnom, s obzirom na raspoložive kapacitete gospodarstva, ali i s obzirom na održanje primjerene vanjske likvidnosti zemlje.

Da bi se na to pitanje odgovorilo valja detaljnije proučiti strukturu agregata M_3 i ocijeniti da li u toj strukturi postoje "rezerve" za njegovo povećanje. Odgovor na to pitanje moguće je dati utvrđivanjem slijedećih međuodnosa: M_1/R ; M_1/B ; te B/R . Tek u konačnici na osnovi međuodnosa M_3 i M_1 može se utvrditi mogućnost povećanja DC (domaćeg kredita). Pri tome R predstavlja devizne rezerve (sa zlatom), B označuje bazni (rezervni) novac bankarskog sistema, a M_1 i M_3 uobičajene monetarne agregate. Tablica 13. i tablica 14., sadrže navedene monetarne agregate

i njihove osnovne međudnose za odabrani skup zemalja u odabranim razdobljima.

Tablica 13.

**MEĐUODNOSI MONETARNIH AGREGATA RAZNIH ZEMALJA U
RAZDOBLJU VELIKE KRIZE 1929. DO 1936. GODINE
TE U GODINAMA 1987. I 1990. KAO POKAZATELJI PONUDE NOVCA***

Zemlja	M ₁					
	1929	1930	1931	1932	1933	1936
0	1	2	3	4	5	6
Francuska	101562	11720	122748	121519	114386	117297
Poljska	2284	2212	1945	1773	1802	2059
Belgija	42788	46420	44863	41349	40382	43314
UK	1328	1361		1362	1408	1755
Švedska	988	1030	1021	1004	1085	1557
US	26434	24922	21894	20341	19759	30852

Zemlja	M ₁ /B			M ₁ /R		
	1929	1932	1936	1929	1932	1936
0	7	8	9	10	11	12
Francuska	1.354	1.263	1.218	1.50	1.28	1.89
Poljska	1.339	1.275	1.340	1.86	2.77	4.87
Belgija	2.504	1.805	1.637	4.88	2.52	1.79
UK	1.560	1.680	1.700	9.08	7.38	5.6
Švedska	1.498	1.373	1.211	1.92	2.39	1.25
US	3.788	2.534	2.327	6.61	4.81	2.74

Napomena: M₁ je u milijunima nacionalne valute pojedine zemlje; isto tako su rezerve monetarnog zlata i devizne rezerve (R) iskazane u nacionalnoj valuti. Količine zlata u kolonama 16, 17 i 18 dane su u metričkim tonama.

Zemlja	B/R			Količina zlata		
	1929	1932	1936	1929	1932	1936
0	13	14	15	16	17	18
Francuska	1.109	1.010	1.557	245.6	489.3	266.1
Poljska	1.390	2.177	3.634	118.3	84.7	66.3
Belgija	1.949	1.395	1.098	245.9	543.1	561.6
UK	5.825	6.823	3.291	1069.8	877.2	2297.0
Švedska	1.280	1.740	1.032	98.8	83.1	213.3
US	1.746	1.900	1.178	6014.0	6358.6	10004.7

Zemlja	M ₁ /B		M ₁ /R		B/R	
	1987	1990	1987	1990	1987	1990
0	19	20	21	22	23	24
Francuska	3.997	4.838	3.695	4.876	0.924	1.008
Poljska	1.428	1.104	6.608	2.120	4.629	1.919
Belgija	2.544	2.837	2.967	2.925	1.166	1.031
UK	8.440	9.761	3.244	5.231	0.384	0.536
Švedska	-	-	-	-	1.379	0.929
US	2.890	2.674	17.091	10.488	5.913	3.923
Bivša YU	0.586	0.617	0.008	2.133	0.020	3.460

Izvor podataka [14, str. 1-28] za kolone 1 do 18, te [13].

Tablica 14.

MEĐUODNOSI MONETARNIH AGREGATA REPUBLIKE HRVATSKE U RAZDOBLJU OD LIPNJA 1994. GODINE DO STUDENOG 1995. GODINE*

0	Službene devizne rezerve mil. USD	Tečaj HRK/USD	Službene rezerve 1*2 mil. HRK	M1 mil. HRK	Bazni novac B mil. HRK	Monetarni multiplikatori		
						M1/R 4/3 m _{1R}	B/R 5/3 m ₀	M1/B 4/5 m ₁
1	2	3	4	5	6	7	8	
1994								
VI	866.1	6.1	5283.2	5072.9	3107.1	0.960193	0.588108	1.632680
VII	970.1	5.8	5626.6	5856.9	3875.1	1.040934	0.688713	1.511419
VIII	1082.1	5.8	6276.2	6558.5	4122.8	1.044983	0.656896	1.590788
IX	1160.3	5.7	6613.7	6498.6	4332.2	0.982595	0.655033	1.500069
X	1393.9	5.6	7805.8	6292.2	4141.9	0.806089	0.530616	1.519158
XI	1369.2	5.6	7667.5	6505.6	4221.0	0.848462	0.550504	1.541246
XII	1405.0	5.7	8008.5	6673.2	4746.8	0.833265	0.592720	1.405831
1995								
I	1445.2	5.6	8093.1	6537.6	4517.0	0.807797	0.55812838	1.447332
II	1478.2	5.5	8130.1	6511.5	4558.6	0.800913	0.56070651	1.428399
III	1535.2	5.1	7829.5	6829.1	4543.8	0.872225	0.58034208	1.502949
IV	1642.3	5.0	8211.5	7315.7	4747.8	0.890909	0.57818912	1.540861
V	1719.6	5.0	8598.0	7492.3	5161.9	0.871400	0.60036054	1.451462
VI	1825.9	5.0	9129.5	7749.0	5558.2	0.848787	0.60881756	1.394156
VII	1911.3	5.0	9556.5	8510.7	6174.0	0.890567	0.64605242	1.378474
VIII	1863.3	5.23	9745.1	8841.7	6231.5	0.907301	0.63945225	1.418872
IX	1943.5	5.40	10494.9	8363.5	6437.3	0.796911	0.61337411	1.299225
X	1905.3	5.26	10021.9	8339.1	6611.2	0.832090	0.65967675	1.261360
XI	1894.4	5.26	9964.5	8199.2	6549.8	0.822837	0.65731056	1.251824
XII	1897.5	5.26	9980.9					

* Osnovni podaci su iz [6].

Analizu tih međudnosa korisno je početi sa razdobljem velike svjetske gospodarske depresije tridesetih godina ovog stoljeća, zatim poslijeratnim razdobljem, i to za 1987. i 1990. godinu, stanovitog broja zemalja za koje postoje usporedna istraživanja. Nakon toga korisno će biti povezati rezultate te analize sa hrvatskim monetarnim indikatorima današnjeg razdoblja, tj. u 1994. i 1995. godini. Povezanost tih rezultata nije neposredna, a niti je moguće "preslikati" stupanj (intenzitet) međusobne povezanosti tih indikatora odabranog razdoblja i zemalja kao "zakonitosti" na hrvatske današnje prilike. Razlog tome je skup "objašnjavajućih varijabli" koje su u datim analizama uzete u obzir. Naime, specifičnosti našeg današnjeg stanja su različite naspram stanja tih zemalja tridesetih i osamdesetih godina. Ipak analizom tablice 13 i tablice 14, nemoguće je ne složiti se s općim zaključkom B.S. Bernanke-a u [14, str. 3,4]:

- "analiza međuratnog zlatnog standarda pokazuje da monetarna kontrakcija u ranim tridesetim godinama nije bila pasivna reakcija na već postojeći pad proizvodnje, već je bila spontani rezultat interakcije lošeg postavljanja institucija, kratkovidne ekonomske politike i nepovoljnih općih političkih i ekonomskih preduvjeta. Otuda je korelacija pada monetarnih agregata i cijena sa padom proizvodnje, što je zapaženo u svakoj analiziranoj zemlji, očigledna posljedica utjecaja novca (monetarne politike) na realnu ekonomiju, a ne obrnuto;
- zbog uglavnom neekonomskih razloga neke vlade su reagirale na takva kretanja brzim napuštanjem zlatnog standarda, dok su druge ostale čvrsto na njemu. Zemlje koje su napustile zlatni standard bile su u stanju reflacionirati (ponovno povećati) ponudu novca, ali i cijene. Zemlje koje su ostale na zlatnom standardu padale su u još dublju deflaciju. U pretežnom svom dijelu podaci pokazuju da su zemlje, koje su napustile zlatni standard brže obnovile svoje privrede od zemalja koje su ostale na zlatnom standardu. Utvrđena je također jaka povezanost obnove privredne aktivnosti zemalja s politikama intervalutarnog tečaja, tj. politikama devalvacije".

Ne uzimajući u obzir špekulacije sa deviznim rezervama i zlatom može se, analizom tablice 13, uočiti još i slijedeće [14, str. 8]:

- "postoji jasna pojava kod zemalja zlatnog standarda⁵² u pogledu padanja agregata M_1 , uz manji izuzetak Poljske koja ima mali porast nominalnog M_1 između 1932. i 1936. godine;
- postoji jak pad koeficijenta M_1/B kod svih zemalja u 1932. godini (osim UK); u doba oporavka 1936. godine sve zemlje znatno povećavaju taj koeficijent, osim onih koje imaju nadrazmjerno povećanje rezervnog zlata (Švedska, USA, UK) ili povećanje omjera B/R ako nije bilo znatnog rasta rezervnog zlata (Francuska, Poljska, s izuzetkom Belgije);
- sterilizacija prekomjernog ulaska rezervnog zlata je očigledna, što se vidi po padu omjera B/R i rastu količine zlata (USA, Švedska, UK)".

Analiza koeficijenata M_1/B , M_1/R i BR iste skupine zemalja iz razdoblja prije drugog svjetskog rata nije sasvim usporediva sa poslijeratnim razdobljem, i to zbog sadržaja monetarnih rezervi R . Naime, struktura ukupnih međunarodnih deviznih i zlatnih rezervi u poslijeratnom razdoblju znatno se promijenila kod većine zemalja u korist konvertibilnih valuta odnosno kratkoročnih potraživanja u tim valutama, sa sve manjim udjelom rezervnog zlata. Time su sistemi plivajućih intervalutarnih tečajeva post-Bretton-Woodskog razdoblja sedamdesetih i osamdesetih godina utvrdili monetarne autonomije (suverenitete) pojedinih zemalja, čime je olakšana politika pune zaposlenosti tih zemalja.

Uvođenje Europskog monetarnog sistema (EMS) uvodi svojevrzne vezane intervalutarne sisteme u užim regionalnim cjelinama, koji pak znače ograničenje monetarnih autonomija. Koordinacija makroekonomskih

⁵² Pri tome treba uzeti u obzir da su Francuska i Poljska zadržale zlatni standard do 1936. godine, a Belgija do 1935. To su zemlje bloka zlatnog standarda. Ostale tri zemlje napustile su zlatni standard mnogo ranije: UK i Švedska već 1931. godine, a USA u 1933. godini. Zemlje koje su napustile zlatni standard zapravo su preuzele autonomiju svojih monetarnih politika.

politika najrazvijenih zemalja svijeta, sa svoje strane također tendira ograničenju monetarnih suvereniteta tih zemalja.

Povezano s tim, podaci iz tablice 13, se mogu koristiti kao pokazatelji vanjske likvidnosti zemlje, tj. za ocjenu vanjske i unutarnje ravnoteže. Za Poljsku i bivšu YU ta ravnoteža nije u tim godinama bila niti stabilna, niti dugoročna. Za druge zemlje se može reći da udovoljavaju kriterijima ravnoteže i stabilnosti: riječ je o razdoblju pune zaposlenosti u dugoročnom smislu. Znakovi depresije slični međuratnom razdoblju nisu prisutni. To potvrđuju odgovarajući koeficijenti iz tablice 13, osim za Poljsku i bivšu YU, koje su specifičan izuzetak u pogledu inflacije i ekonomskog sistema. Opće karakteristike monetarnih pokazatelja tih zemalja, osim YU i Poljske, potvrđuju navedene zaključke:

- monetarni multiplikator M_1/B za Francusku i Englesku je znatno veći u poslijeratnom razdoblju od predratnog, što je očigledna posljedica politike pune zaposlenosti, kreditne ekspanzije i napuštanja zlatnog standarda;
- monetarni multiplikatori M_1/R za Belgiju u poslijeratnom razdoblju je vrlo sličan multiplikatoru još prosperitetne 1929. godine; za USA taj multiplikator je u 1929. godini relativno visok, ali u odnosu na 1990. godinu znatno niži;
- monetarni multiplikator M_1/R za Poljsku je nekoliko puta viši od predratnog; to je posljedica veće zatvorenosti privrede unutar zemlje i unutar nekonvertibilne istočnoeuropske zone; USA je također znatno smanjila ovisnost ponude novca M_1 naspram međunarodnim financijskim rezervama i rezervama zlata u osamdesetim godinama; UK ponudu novca varira s međunarodnim financijskim rezervama danas slično kao i prije drugog svjetskog rata;
- za Francusku, Belgiju i Švedsku su multiplikatori baznog novca naspram međunarodnim financijskim rezervama u poslijeratnim godinama oko jedinice, dok su za Veliku Britaniju na razini polovice tih rezervi; za USA je taj multiplikator između 3,9 i 5,9 u analognim poslijeratnim godinama, dok je prije rata bio na razini trećine tih iznosa; Poljska u doba prvog stabilizacijskog

programa smanjuje B/R iz 1987. sa 4,63 na 1,919 u 1990. godini.

Očigledno je da razlozi politike konvertibilnosti nacionalnih valuta navode zemlje da odnos B/R, tj. omjer ili multiplikator⁵³ baznog novca, m_0 , drže oko jedinice. To se smatra dovoljnim da bi valuta bila konvertibilna i intervalutarni tečaj stabilan. Daleko veći koeficijent B/R kod Velike Britanije uvjetovan je činjenicom što ona drži monetarne rezerve i drugih zemalja u svojem bankarskom sistemu. Inače bi uvjet konvertibilnosti domaćeg novca zahtjevao daleko niže međunarodne financijske rezerve. USA dolar je po sebi rezervna valuta drugih zemalja, pa je pokrivenost baznog novca međunarodnim rezervama niska. To je posljedica napuštanja principa automatskog konvertiranja dolara u zlato, nakon sloma Bretton-Woods sistema. Današnji sistem fluktuirajućeg tečaja dolara zasniva konvertibilnost na pravilima konvertibilnosti tekućih i kapitalnih transakcija (računa) bilance plaćanja odnosno na ulozi i mjestu dolara na svjetskom financijskom i robnom tržištu.

4. Kreditni potencijal bankarskog sistema ovisi o razini i strukturi agregata M_3 , kojeg su najvažniji elementi agregat M_1 te ročni depoziti odnosno štednja na strani pasive bankarskog sistema. Agregat M_1 po definiciji sadrži gotov novac u optjecaju izvan banaka te depozite po viđenju u bankarskom sistemu zemlje osim depozita države. U nas je uobičajen naziv tog agregata "novčana masa". M_1 je sa svoje strane stanovita multiplikacija baznog novca B , koji pak sadrži gotov novac u optjecaju izvan banaka i blagajnama banaka te rezerve (depozite) bankarskog sistema kod središnje banke. Središnja monetarna vlast svojom politikom efikasno utječe na veličinu B i M_1 , dakle, na ponudu novca, kako bi zadovoljila odgovarajuću potražnju. U našim prilikama najvažniji instrument formiranja B odnosno M_1 jesu obvezne monetarne rezerve koje depozitne banke i štedionice drže kod središnje banke u stanovitoj proporciji od depozita po viđenju odnosno štednje.

⁵³ Termin "multiplikator" možda nije sasvim adekvatan za omjer B/R ili M_1/R ; ipak ćemo ga u analizi koristiti za sve "omjere" pojedinih agregata ne ulazeći u njihove specifičnosti. To je za svrhu bilančne analize sasvim dopustivo.

Lako se pokaže zakonita međuzavisnost agregata M_1 i B u formi multiplikatora m_1 . Pri tome $m_1 = M_1/B$ i on prilično varira od zemlje do zemlje, ali i od razdoblja do razdoblja. Variranje toga multiplikatora je povezano sa monetarnom politikom stabilizacije, ali i politikom razvoja. Za našu analizu važna je povezanost sa rastom odnosno kreditnom ekspanzijom. Veći multiplikator m_1 znači mogućnost kreiranja većeg kreditnog potencijala bankarskog sistema zemlje. Kako je $M_1 = m_1 \cdot B$ to veći multiplikator m_1 znači veći M_1 posredstvom kojeg postaje veći M_3 . Veza baznog novca i deviznih rezervi (ili zlata) zemlje definirana je odnosom: $m_0 = B/R$ odnosno $B = m_0 \cdot R$. U konačnici se može, dakle, reći da je

$$(4) \quad M_1 = m_1 \cdot B = m_1 \cdot m_0 \cdot R = m_{1R} \cdot R;$$

S tim u vezi, komparativna analiza pokazuje da je to bolje pokriće agregata M_1 deviznim rezervama u Hrvatskoj znatno veće nego u drugim zemljama:

- za Hrvatsku u studenom 1995. godine odnos M_1 i R je čak 0,8228 i to znači da je koeficijent pokrića novčane mase deviznim rezervama (službenim) iznosio 22% više od pokrića jedan prema jedan;
- u 1990. godini za Francusku omjer M_1 i R iznosi 4,87; Belgiju 2,925; Poljsku 2,12, a bivšu YU 2,133, itd. To znači da je jedinica novčane mase pokrivena službenim deviznim rezervama sa svega 21% za Francusku; sa 34% za Belgiju, sa 47% za Poljsku i sa 47% za bivšu YU.

U tim zemljama je izrazito veći m_1 od tog multiplikatora u Hrvatskoj:

- za Hrvatsku se $m_1 = M_1/B$ u razdoblju lipanj 1994. do studenog 1995. godine smanjuje sa 1,633 na 1,252;
- za Francusku on u 1990. godini iznosi 4,838; Poljsku 1,104; Belgiju 2,837; Vel. Britaniju 9,761; Bivšu YU 0,617.

Poljsku i bivšu YU valja posebno promatrati, jer je 1990. godina početak stabilizacijskog procesa u obje zemlje, kada je monetarna politika za kratko vrlo restriktivna i kada je proces remonetizacije tek započeo.

Otuda, moglo bi se zaključiti da je u Hrvatskoj potrebno preispitati potrebu tako visokog pokrića domaćeg novca stranim, na što navedeni koeficijenti nedvojbeno upućuju.

Multiplikator m_{1R} je relevantniji sa gledišta konvertibilnosti nacionalnih valuta: manji multiplikator znači sigurniju i bolju konvertibilnost; veći multiplikator m_1 znači veću multiplikaciju ponude likvidnog novca M_1 , a odatle M_3 odnosno veću ekspanziju kredita bankarskog sistema domaćoj privredi.

Formalno matematički uzevši M_1 može porasti ne samo na bazi većeg B i istog R , ili većeg m_0 odnosno m_{1R} , već i na bazi istog B , ali većeg m_1 . To u osnovi znači da se bilo koji agregat ili multiplikator koji međusobno povezuje različite agregate (M_1 , B , R) može mijenjati i tako utjecati na željenu promjenu ciljnog agregata, kao što je u našem slučaju M_1 . U tom primjeru je B posredna varijabla, a multiplikator m_0 , m_{1R} i m_1 putem međusobnih povezanosti su posredni koeficijenti. Cjelokupni sistem međupovezanosti od M_1 do R , putem monetarnih agregata (B , R) i multiplikatora (m_0 , m_{1R} i m_1) tvori tzv. **transmisijski mehanizam**, ako se to poveže sa nekom ciljnom varijablom kao što je kamata, tečaj valute ili stopa rasta BDP-a. Na bilo koji agregat, ili njegovu komponentu,⁵⁴ te na bilo koji multiplikator može se utjecati izolirano i ciljano, ali se efekti toga transmisijski prenose na ostale agregate. Primjerice, kako je

$$m_1 = \frac{1 + CU}{CU + RR}$$
, i to u svojoj najjednostavnijoj formi, gdje je CU

omjer gotovine u optjecaju naspram depozita, a RR udio obveznih rezervi depozitnih banaka kod središnje banke u M_1 , očito je da se variranjem RR , uz konstantan CU , može djelovati na promjene u bilo kojem smjeru na m_1 , a time i na M_1 odnosno M_3 .

⁵⁴ Definicije pojedinih agregata ovise o razvijenosti i shvaćanjima stupnja likvidnosti u raznim zemljama. Definicije agregata u nas mogu se naći u [6] i [18]. Posebno su precizno dane definicije u [15, pogl. 24].

To je primjer egzogenih intervencija u mehanizam međupovezanosti, a ilustrira i instrumente monetarne politike. Takvim instrumentima egzogeno se utječe na transmisijski mehanizam, a efekat tog djelovanja očituje se u ponašanju indikatora kao što su: kamatna stopa na kredite, intervalutarni tečaj na deviznom tržištu, te osobito rast cijena na tržištu roba i usluga. Bitno je uočiti, da se instrumentima monetarne politike djeluje na transmisijski mehanizam na način da se proizvede poželjan rezultat u pogledu kamate, tečaja i cijena. Tek tim putem moguće je očekivati poželjan rezultat u gospodarskim kretanjima, kojih je indikator zaposlenost, rast bruto domaćeg proizvoda, izvoza i uvoza.

Temeljni problem je stabilnost međuodnosa unutar transmisijskog mehanizma odnosno mogućnost predviđanja rezultata, kojeg se može očekivati na temelju neke egzogene intervencije, kao što su, napr. obvezne rezerve depozitnih banaka, operacije na otvorenom tržištu ili pravo dizanja kredita kod središnje banke. To su osnovni instrumenti (i podmehanizmi) kojima se djeluje na ponudu novca, prije svega na agregate M_1 i M_3 .

Za hrvatske prilike najvažniji je instrument obveznih rezervi kojim se utječe na rast ili pad multiplikatora m_1 , ali istodobno se proizvode odgovarajući efekti na bazni novac B , dok R raste relativno autonomno. Prema tome, bazni novac može rasti, ali ako multiplikator pada, slabi efekat baznog novca na M_1 ili M_3 , čak ako i R raste (vidjeti tablicu 14). Uz konstantan m_1 , povećanje baznog novca, može, međutim, proizvesti veći M_1 , a time i M_3 i konačno DC (izraz (1) - (1-a)) korespondentan potrebama financiranja privrednog rasta.

3. Monetarna politika i transmisijski mehanizmi

1. Monetarna teorija i politika posljednjih godina posebnu pozornost usmjerava na tzv. transmisijske mehanizme odnosno prijenosne mehanizme, koji povezuju djelovanje instrumenata monetarne politike na kamatnu stopu, intervalutarni tečaj, te na cijene financijske i realne imovine (assets). Osobitu ulogu u funkcioniranju transmisijskih

mehanizama imaju tzv. kreditne linije ("credit channel") koje povezuju bankarske institucije i realnu - nefinancijsku sferu ekonomskog mehanizma odnosno ekonomskog procesa. Monetarna politika, unatoč teoretskim dilemama raznih škola mišljenja, jeste snažno sredstvo, kojim monetarne vlasti utječu na realne ekonomske procese. Monetarna politika prenosi svoje namjeravane efekte putem ekonomskih mehanizama na realne ekonomske varijable kao što je output odnosno bruto domaći proizvod. Povezanost monetarne politike i realnih ekonomskih varijabli putem kamatnog mehanizma može se opisati na slijedeći način:⁵⁵

- restriktivna ili "tvrda" monetarna politika povećava kamatnu stopu; visoka kamatna stopa snizuje investicijska ulaganja (realna), što konačno dovodi do zaustavljanja rasta domaćeg bruto proizvoda. Cjelina tog procesa počinje restriktivnom monetarnom politikom, koja koristi svoje specifične instrumente kao što su obvezne rezerve, operacije na otvorenom tržištu ili odbijanje neposrednih kredita bankama i nefinancijskom sektoru. Rezultat toga je pad stope rasta bruto domaćeg proizvoda, zaposlenosti, ali i smirivanje inflacije, te aprecijacija domaće valute.

Mehanizam prijenosa "tvrde" monetarne politike koji uključuje intervalutarni tečaj, približno je slijedeći:

- monetarna restrikcija proizvodi rast kamatnih stopa; rast bankarskih kamatnih stopa proizvodi aprecijaciju domaće valute, to zbog ulaska stranog kapitala koji je privučen visokom kamatom nominiranom u domaćoj valuti, pa potražnja za domaćom valutom raste; aprecirana domaća valuta uvjetuje relativan rast cijena domaće (izvozne) robe iskazan u stranoj valuti, pa otuda pada neto izvoz, raste tekući deficit, te konačno pada i bruto domaći proizvod, odnosno njegova stopa rasta.

⁵⁵ Vidjeti: [19, str. 4 i dalje].

Time tvrda monetarna politika prenosi svoje efekte na kretanje intervalutarnog tečaja posredovanjem "kamatne transmisije". Konačna je posljedica padanje bruto domaćeg proizvoda.

Za zemlje sa nerazvijenim financijskim tržištem, osobito sa nedovoljno razvijenim dioničarskim i tržištem vrijednosnih papira (obveznice) nebankarskog privrednog sektora, posebnu važnost imaju transmisijski mehanizmi kreditnih linija (credit channel transmission mechanism). U tim uvjetima mehanizam djeluje na slijedeći način:

- restriktivna monetarna politika smanjuje slobodni rezervni novac bankarskog sistema zbog naglog povećanja obveznih rezervi kod središnje banke; smanjeni slobodni rezervni novac smanjuje mogućnost davanja kredita, tj. smanjuje se monetarni multiplikator odnosno ponuda novca; zbog tako izazvane smanjene ponude kredita smanjuju se narudžbe, zatim se smanjuje proizvodnja, investicije i zalihe te neto izvoz, pa konačno i bruto domaći proizvod; kreditni transmisijski mehanizam subsumira prethodna dva, tj. kamatni i intervalutarni.

2. U današnjim hrvatskim prilikama kreditni transmisijski mehanizam dosta je pogodan za analizu monetarne politike i monetarnih kretanja bar u posljednje dvije godine. Opis tog mehanizma može se dati na slijedeći način:

- primarni novac (bazni novac) od lipnja 1994. godine do prosinca 1995. godine povećao se sa indeksa 100 na indeks 217; novčana masa (M_1) u istom razdoblju povećana je sa 100 na 149; obvezne rezerve sa 100 na 164; ukupna likvidna sredstva M_4 (ili M_3) sa 100 na 180; plasmani poslovnih banaka domaćim sektorima privrede, stanovništvu i lokalnim državnim organima porasli su u istom razdoblju sa 100 na 143 indeksna poena; u tome je neto domaća aktiva porasla sa 100 na 203, a vanjska neto devizna aktiva sa 100 na 146; službene (bruto) devizne rezerve NBH su porasle sa 100 na 219 indeksnih poena;

- kamate poslovnih banaka na kratkoročne kunske kredite su porasle sa 16,21 na 22,56% godišnje u istom razdoblju; na kredite sa valutnom klauzulom sa 11,88% na 19,56% godišnje, te na prekonoćnom tržištu sa 9,5% godišnje na 27,26% godišnje; rast istih kamatnih stopa u tom razdoblju iskazan istim redom u indeksima s početnom vrijednošću 100 bio je: 139,2; 164,6; 290,5. Te tri vrste kredita imaju ukupnu relativnu važnost⁵⁶ od gotovo 96%.
- intervalutarni tečaj kune prema DEM u tom razdoblju je nominalno gotovo isti; naspram dolara tečaj kune nominalno je ojačao za čitavih 12%, naspram ITL za 12% također, te naspram GBP za 11%;
- trgovinska bilanca, a i cjelina tekuće bilance plaćanja ušla je krajem 1995. godine u veliki deficit, koji se financira kratkoročnim sredstvima zasada neidentificiranog izvora, pa je iskazan stavkom "errors and omissions" (propusti i greške - statistike) koja se može svrstati u kapitalsnu podbilancu; riječ je o vrlo pokretljivom kapitalu, koji u stanovitim okolnostima može djelovati vrlo destabilizirajuće; u ovom momentu stabilnost kapitalne bilance Hrvatske je rastuća, pa ulaz kratkoročnog kapitala i rast tekućeg deficita valja prvenstveno ocjenjivati s razvojnog i strukturnog gledišta na srednji i dulji rok;
- zaposlenost se također u globalu privrede u tom razdoblju smanjivala, a bruto domaći proizvod je stagnirao; za današnja shvaćanja cijene su bile stabilne, čak deflacijske po pojedinim užim tržištima;
- investicijski rashodi u fizički kapital privrede po svom udjelu u BDP-u, ali i po apsolutnom iznosu u kunama stagniraju ili blago padaju; materijalni rashodi države, što je razumljivo, u tom razdoblju su porasli; isto tako porasli su rashodi stanovništva; ukupan realan rast rashoda stanovništva i države te eventualno investicija iznad stvorenog domaćeg bruto proizvoda financiran je izvana uglavnom putem stavke transfera, nešto putem vidljivih

⁵⁶ Vidjeti [18, str. 48]. "Relativna važnost" znači udio u ukupno plasiranim kreditima.

kredita, ali najviše putem neustanovljenog izvora svrstanog u stavku "greške i propusti".⁵⁷

- najbrži rast primarnog (baznog) novca u promatranom jednoipogodišnjem (a i cijelom dvoipogodišnjem) razdoblju u odnosu na ostale novčane agregate, upućuje na zaključak o niskoj multiplikaciji primarnog novca putem transmisijskog mehanizma; posljedica toga je nezadovoljavanje ukupne kreditne potražnje; na to upućuje i kretanje ukupnog likvidnog novca M_3 odnosno M_4 , koji raste znatno brže od kreditnih plasmana; relativno brz rast neto domaće aktive (indeks 203) ne znači da je proces usklađivanja kreditnih plasmana sa kreditnom potražnjom zadovoljavajući. U fazi obnove proizvodnje i reaktiviranja raspoloživih kapaciteta privrede relevantan je apsolutni iznos kreditnih plasmana, a ne dinamika rasta njegovog prirasta. Usklađenost neto domaće aktive sa neto inozemnom aktivom i likvidnim novcem M_3 može formalno biti zadovoljena, a da nije iskorišten sav potencijal, kojeg u sebi krije struktura agregata M_3 . Taj je fenomen povezan sa tzv. "dolarizacijom" monetarnog sustava zemlje, koji je u hrvatskim prilikama vrlo prisutan. Naime, hrvatski monetarni propisi dopuštaju depozite odnosno štednju stanovništva u stranoj valuti, ali ne i transakcije u stranoj valuti za kupoprodajne aranžmane unutar zemlje. Opća ratna i druga nesigurnost proizvela je s tim povezano niz važnih, već opisanih, transmisijskih posljedica.

3. Monetarni transmisijski procesi odvijaju se u nekom vremenskom razdoblju. Početak tog razdoblja zadan je stanovitim monetarnim šokom u obliku monetarne restrikcije. Ta restrikcija proizvede specifične transmisijske indikatore, kao što je već navedeno: nagli porast kamatnih stopa, aprecijacija valute, pad zaliha nakon početnog rasta, stagnacija proizvodnje, itd. Povrat glavnih transmisijskih indikatora bilo na prihvatljive, bilo na prethodne uobičajene veličine nakon stanovitog vremena označuje završetak trajanja namjerno izazvanog transmisijskog

⁵⁷ Vidjeti podatke u [6], [8] i [18].

procesa. Stanovita istraživanja o trajanju transmisijskog procesa u USA, kojim se njegovi indikatori stabiliziraju na prihvatljivoj razini, nakon monetarnog restriktivnog šoka, pokazala su sljedeće:⁵⁸

- kratkoročna kamatna stopa se u početku procesa znatno povisila da bi se povratila na standardnu mjeru u roku od dvadeset mjeseci; deflator BDP-a je imao tendenciju relativnog pada kroz više od 40 mjeseci, s tim da su cijene oko godinu dana ostale inertne, a zatim počele padati; BDP je nakon nekoliko mjeseci počeo padati, da bi se počeo oporavljati (rasti) nakon dvije godine, a proces oporavka trajao je više od 40 mjeseci;
- finalna potražnja u početku vrlo kratko se zadržavala na istom nivou, da bi se relativno brzo počela smanjivati nakon monetarnog šoka; oporavak na standardnu veličinu došao je nakon 2 godine; zalihe su u prvih nekoliko mjeseci porasle, da bi u vremenu od šest do 20 mjeseci bile smanjene ispod standardnih veličina, a povratak na standardnu veličinu uslijedio je nakon 20 mjeseci od početka procesa; početak obrata sa dna recesije nastupio je ipak već nakon 8 mjeseci;
- najranije je opala finalna potražnja u investicijama za kuće i stanove te potražnja za trajnim potrošnim dobrima;
- investicije u privredi su počele opadati poslije pada investicija u kuće i trajna potrošna dobra; to je opadanje znatno kasnilo iza pada proizvodnje i kamatnih stopa; proces je ukupno trajao više od dvije godine; u tome je obrat sa dna recesije počeo već nakon godine dana kod trajne potrošne robe, široke potrošnje, investicija u kuće i stanove; obrat prema oporavku kod privrednih investicija nastupio je nakon približno dvije godine od početka procesa transmisije.

Trajanje tih transmisijskih procesa je simulacijski ispitano za razdoblje od 1965. do 1993. godine. Svrha ispitivanja je bila da se vremenski utvrde procesi prilagođavanja i oporavka pojedinih ekonomskih varijabli,

⁵⁸ Vidjeti [19 , str. 29-33].

odnosno da se utvrdi reakcija tih varijabli na monetarni šok izazvan monetarnom politikom, koja je za posredni - transmisijski cilj, normu, imala povećanje kratkoročne kamatne stope u bankarskom sistemu. Globalni cilj je bio pak stišavanje "pregrijanosti" privrednog rasta odnosno stišavanje inflacije. Kratkoročna kamatna stopa je posredstvom transmisijskih mehanizama na financijskom tržištu i u okviru realne ekonomske sfere posljedično proizvela određeni utjecaj na veličine glavnih ekonomskih indikatora: dugoročnu kamatnu stopu, kretanje finalne potražnje, pad cijena, pad bruto domaćeg proizvoda, i slično.

Tu je riječ o transmisijskim procesima u vrlo razvijenoj privredi, gdje je vrijeme prilagođavanja u biti dosta kratko, odnosno gdje oporavak nastaje relativno brzo nakon monetarnog šoka. Zbog tih razloga ocjenu mogućeg trajanja tih procesa za naše prilike valja uzeti vrlo uvjetno. Usporedba trajanja procesa i trenda kretanja pojedinih varijabli u razvijenoj i našoj privredi ukazat će zapravo na svojevrsan stupanj nerazvijenosti i rigidnosti transmisijskih mehanizama u hrvatskom bankarskom sistemu i realnoj ekonomskoj strukturi.

4. Na temelju prethodnog, moguće je interpretirati hrvatske gospodarske procese pomoću teorije transmisijskih mehanizama približno na slijedeći način:

- reakcije glavnih ekonomskih varijabli na monetarni šok proizveden stabilizacijskim programom ne odgovaraju vremenskom trajanju tih reakcija u razvijenoj privredi; to upućuje na zaključak da transmisijski mehanizmi nisu usporedivi;
- slaba usporedivost prijenosnih mehanizama uvjetovana je eksternim faktorima, kao što su financijski transferi izvana, koji su omogućili povećanje finalne potražnje na domaćem tržištu; pretjeran ulaz strane konkurencije na domaće tržište znatno je supstituirao domaću ponudu stranom; nefunkcioniranje financijskog tržišta učinilo je kamatu uporno rastućom i vrlo rigidnom;
- proces tranzicije u našoj zemlji po sebi upućuje na to da tržišni transmisijski mehanizmi nisu razvijeni, i to zbog strukturnih

problema u financijsko-institucionalnoj i u realnoj ekonomskoj sferi; propisana i primijenjena metodologija financijskog programiranja stand-by aranžmanom potvrđuje nedvosmisleno tu konstataciju;

- primjena metode financijskog programiranja u cilju suzbijanja inflacije i održavanja platnobilančne ravnoteže znači zadržavanje elemenata administrativnih transmisijskih mehanizama; posebno na to upućuje instrument kvantitativnog utvrđivanja kreditnih plasmana čitavim sektorima privrede (promet, nafta i petrokemija, brodogradnja ...); tek sanacija i restrukturiranje nekih banaka i velikih njihovih komitenata, uključivo opću privatizaciju, smatralo se pretpostavkom za funkcioniranje razvijenih monetarnih transmisijskih mehanizama; Memorandumom o gospodarskoj politici Vlade Hrvatske to se nedvosmisleno potvrđuje;
- konačno, velika rigidnost monetarnih transmisijskih mehanizama upućuje na potrebu njihovog restrukturiranja, kako bi se proizveli prihvatljivi indikatori (parametri) za poduzetnike i ostalo financijsko tržište; kvantitativna ograničenja u obliku normi izvršenja "stand by aranžmana" su dijelom motivirana potrebom da se ograniči plasman kredita neprofitabilnim poduzećima i projektima, odnosno bankama. Unatoč tome ona nisu riješila problem efikasnosti alokacije novca i kredita. Tu efikasnost bi po pretpostavci trebao proizvesti tržišni transmisijski mehanizam unutar tog ograničenja. Kako je to vrlo spori proces, postavlja se pitanje daljnjeg strukturiranja tog globalnog ograničenja, povezano s restrukturiranjem monetarnih transmisijskih mehanizama, kako bi se došlo do prihvatljivih indikatora privrednog rasta i stabilnosti.

3. LIBERALIZACIJA KAPITALNIH TRANSAKCIJA I PITANJE REDOSLIJEDA FAZA LIBERALIZACIJE U UVJETIMA TRANZICIJE

1. Redoslijed reformi i stabilizacija u uvjetima tranzicije

1. Liberalizacija domaćeg financijskog sistema jedno je od ključnih politika u procesu tranzicije. Represija u financijskom sistemu je bila razlogom neefikasne alokacije resursa, prikrivenih gubitaka, sumnjive aktive u bankarskom sistemu, negativnih kamatnih stopa, inflacije. Važno pitanje je kada započeti s liberalizacijom u financijskom sistemu. Iskustvo je pokazalo (Latinska Amerika, Turska, Republika Koreja) važnost utvrđivanja faza financijske deregulacije.⁵⁹

- ako se liberalizacija provodi u uvjetima makroekonomske nestabilnosti, ona može proizvesti još veću nestabilnost, jer se raspon aktivnih i pasivnih kamata još više povećava;
- u uvjetima dispariteta cijena i protekcionističke politike, liberalizacija u financijskom sistemu proizvodit će i dalje neefikasnu (neoptimalnu) alokaciju resursa; prema tome, financijskoj liberalizaciji treba prethoditi korekcija tečaja, liberalizacija trgovine i privatizacija;
- valja pripremiti mjere intervencije gdje su neophodne odnosno na mjestima gdje bi izostanak tih mjera ugrozio proces liberalizacije, prije svega socijalno i politički.

Iskustvo zemalja u razvoju, osobito novih industrijaliziranih zemalja i latinskoameričkih zemalja ukazuje na nemogućnost jasnog zaključka o liberalizaciji domaćeg financijskog sistema. Tu je na prvom mjestu pitanje kada napustiti državnu kontrolu kamatnih stopa, kreditnog plasmana i kakve su posljedice po stabilnost cijena. Azijske zemlje su vodile politiku čvršće kontrole bankarskog sistema regulirajući odnose aktivnih i pasivnih kamata te kreditiranje privrede i po kreditnoj dinamici, ali i po važnijim sektorima.

⁵⁹ Vidjeti [1, str. 85. i dalje].

McKinnon je svojedobno zastupao apsolutni liberalizam u toj domeni, koji je značio tržišno određivanje kamatnih stopa na depozite, a zatim na kredite koje banke daju privredi.⁶⁰ Tome je trebala prethoditi adekvatna monetarna politika. Danas smatra (1991. godine) da ako nije razina cijena stabilna i ako je nepredvidiva kamatna stopa ili devizni tečaj, te ako su nerestriktivna domaća uzajmljivanja i posuđivanja kredita u komercijalnom bankarskom sistemu, to je suviše riskantno za makroekonomsku stabilnost. Današnje je mišljenje da to ipak u tranzicijskom razdoblju treba regulirati država, ali istodobno poticati financiranje privrede iz nemonetarnih i vlastitih izvora. To osobito vrijedi za nova liberalizirana poduzeća u tranzicijskim zemljama. Misli se da vlastito financiranje proizvodnje treba biti poduprto dioničarskim kapitalom, tj. primarnom emisijom dionica. Problem je što u postsocijalističkim i zemljama u razvoju⁶¹ ne postoji razvijeno burzovno tržište za obične dionice, obveznice, hipoteke ili komercijalne zapise. Sve su to instrumenti financiranja izvan monetarnog sistema, koji bi olakšali politiku monetarne stabilnosti. To upućuje na zaključak da je stanoviti stupanj kontrole financijskog sistema neophodan i to povezano s kreditnom kontrolom (credit rationing).

Čak što više probija se mišljenje da su uspjele one zemlje u razvoju koje su znale podesiti industrijsku politiku s politikom financiranja njenog razvoja. To znači da liberalizacija nije prethodila razvojnoj politici. Čvršćom politikom financijski sistem se držao u "realnim okvirima" (realne aktivne i pasivne kamate, kontrolirana kreditna ekspanzija, stabilne cijene) jer je postojala intervencija u rast monetarnih agregata i strukturu kreditnih plasmana.⁶² Čak se upozorava da je financijska liberalizacija proizvela u nekim zemljama veće troškove od koristi. Liberalizacija, naime, može proizvesti vrlo neugodne posljedice na području financijskog tržišta, i to u pogledu cijena vrijednosnih papira,

⁶⁰ Vidjeti [2 i 3].

⁶¹ O nekim karakteristikama monetarne politike NBH i eventualnim reformama vidjeti [4].

⁶² Vidjeti [5].

kamatnih stopa i deviznog tečaja odnosno dolazi često do pretjeranog ulaza u zemlju kratkoročnog spekulativnog kapitala. To je slučaj Argentine, Čilea, Mexica u sedamdesetim i kasnijim godinama. Istočnoazijske zemlje su kontrolirale te procese i polučile su povoljne rezultate.

Neodmjerena liberalizacija inducira visoko i brzo kratkoročno zaduživanje domaćih poduzetnika u inozemstvu na osnovi visokih domaćih kamatnih stopa i povoljnog tečaja za strance pri povratu svojih sredstava. U prvoj fazi to proizvodi veliku ponudu kratkoročnog kapitala na domaćem tržištu, ali i rast deviznih rezervi zemlje. Devizne rezerve uvjetuju predugo zadržavanje fiksnog deviznog tečaja i tim putem aprecijaciju domaće valute, što omogućuje profite uvoznicima roba, ali neprofitabilnost izvoznicima odnosno nekonkurentnost domaće privrede na svjetskom tržištu. Rezultat je formiranje sve većeg deficita u trgovinskoj bilanci koji se financira kratkoročnim kapitalom koji ulazi na domaće financijsko tržište povećavajući devizne rezerve zemlje. Spekulativni bijeg tog kapitala nastaje već u očekivanju prvih devalvacija, koje u određenom momentu postaju neophodne radi pospješivanja konkurentnosti domaće privrede na svjetskom tržištu, a u okviru dugoročne strategije uravnoteženja bilance plaćanja.

Odnos realnih kamata na kredite privredi i valutnih tečajeva uvjetuje stupanj profitabilnosti stranog kapitala naspram takve profitabilnosti u drugim konkurentnim zemljama. Promjena tih odnosa na štetu domaće privrede proizvodi bijeg tog kapitala, i to masovno, ali i rast nominalnih kamatnih stopa kako bi se zadržali postojeći krediti i priskrbili novi u privredi zemlje. Takovrsnom međuigrom nastaju makroekonomske nestabilnosti (rast cijena, pad zaposlenosti, česte devalvacije, pad realnih nadnica) koje izazivaju političke posljedice i na kraju potrebu izrade kompleksnog programa stabilizacije i kontrolirane liberalizacije. Iz toga proizlazi da je potrebno povezati bilance kapitala i trgovinske bilance u cjelini bilance plaćanja, i to na dulji rok. Tu se prije svega misli na utvrđivanje strategije kojom će se uspostaviti odnos između tekuće potrošnje i investicija naspram buduće potrošnje i investicija u razvoj. Političke strukture često preferiraju tekuću potrošnju stanovništva pa su

zbog toga sklone liberalizaciji bilance kapitala nepovezano s trgovinskom bilancom. Kratkoročni i spekulativni kapital omogućuje nagli porast uvoza svakovrsnih roba i brzo dizanje standarda, brzo aktiviranje postojećih proizvodnih kapaciteta, ali i orijentaciju na domaće tržište. Pada stopa domaće štednje i otuda sve veća ovisnost o dugoročnom stranom kapitalu, koji je relevantan za stabilan dugoročni rast. Pri tome je važno uočiti da je udio dugoročnog kapitala u ukupnom priljevu kapitala skupine zemalja u razvoju dosezao jedva 20%. Samo u nekim zemljama Latinske Amerike dosezao je i do 60%. Te činjenice upućuju na delikatnost utvrđivanja politike uravnoteženja bilance plaćanja te njenog povezivanja sa strategijom razvoja privrede zemlje i to na dugi rok.

Potrebno je upozoriti da su neke industrijalizirane zemlje vrlo kasno liberalizirale tržište kapitala i otvorile ulaz stranim rezidentima. Japan je otvorio svoje tržište tek 1984. godine sporazumom sa USA. Restrikcije za ulaz na tržište kapitala strancima još uvijek postoje u Francuskoj i Italiji, iako Europska unija vodi politiku potpunog otvaranja tržišta kapitala. Otvaranje unutar EU uvedeno je u potpunosti 1990. godine. Republika Korea je otvorila tržište kapitala nerezidentima tek nedavno, i to s ograničenim udjelom stranaca u vlasničkom kapitalu na 10% ukupnog "equity" kapitala, a za zemlju važnim sektorima⁶³ tek 2%.

Općenito je pravilo da državna ekonomska politika podržava ulaz dugoročnog investicijskog kapitala. Politika ograničava ulaz kratkoročnog spekulativnog kapitala. Ulaz kratkoročnog kapitala, međutim, pretpostavlja razvijeno tržište vrijednosnih papira: obveznice, komercijalni zapisi, dionice na sekundarnom tržištu, ali i primarnu emisiju dionica. Za hrvatsku financijsku politiku liberalizacije osobito je važno:

- hrvatska privreda oskudijeva upravo u obrtnom kapitalu, koji bi se uz uvjete razvijenog financijskog tržišta mogao slijevati iz inozemstva privučen visokim kamatama i povoljnim tečajem;

⁶³ Vidjeti [5].

- direktne investicije kao dugoročna ulaganja moguća su i aktiviranjem današnjih instrumenata, uz uvjet nestanka ratnih rizika;
- oblici ulaska kapitala za obrtne svrhe u današnjim prilikama vrlo su specifični i vezani su uz konkretne trgovačke ugovore o izvozu (brodovi, industrijska roba, investicijski radovi); najčešće se kreditira uvoz repromaterijala, sitne opreme, bilo neposredno bilo tzv. kratkoročnim kreditnim linijama posredstvom komercijalnih banaka uz podršku osiguravajućih institucija pojedinih država; sada su u toku "sindikalizirani" aranžmani s europskim bankama za kratkoročno kreditiranje turizma i ostale privrede.

Financijski kapital, portfolio investicije, postupno dobiva osnovu za ulazak u hrvatsku privredu, jer se postupno već razvilo tržište vrijednosnih papira i dovršava pretvorba. Pretjerana ponuda dionica općenito obezvređuje njihove nominalne vrijednosti, čemu će trebati prilagoditi odgovarajuće zakone.

2. Iz prethodne analize proizlazi da redosljed i vremensko podešavanje reformskih procesa pojedinih područja gospodarskog sustava treba tvoriti konzistentnu strategiju stabilizacije i liberalizacije. Ta strategija predstavlja skupove politika u oblasti monetarnog i fiskalnog sistema povezano s politikom stabilizacije; ona sadržava reformu domaćeg financijskog tržišta, vanjske trgovine, kapitalskih transakcija u bilanci plaćanja, napose privatizaciju. Osnovna metoda reformskih procesa jeste liberalizacija, pri čemu je ključno pitanje brzina i redosljed liberalizacije. Pri tome su bitna dva pristupa procesu liberalizacije: jedan je tzv. ortodoksni, temeljen na neoklasičnoj liberalnoj ekonomskoj doktrini, po kojoj je važna logična konzistentnost i brzina reformskih zahvata; drugi je pristup političke ekonomije, koji vodi računa o socijalnoj i političkoj prihvatljivosti i mogućnosti provedbe reformskih procesa. Osobito zbog konfliktnosti između dugoročnog karaktera procesa reformi i zahtjeva za rastom koji je urgentan. Iznad svega je važna uvjerljivost reformskih procesa odnosno uvjerljivost politike stabilizacije i liberalizacije, koju najavljuje vlada odnosno vladajuća

politička elita zemlje.⁶⁴ Redoslijed i vremensko podešavanje reformskih procesa ovisi i o karakteru zemlje te o početnom gospodarskom i socijalnom stanju zemlje. Dvije su osnovne skupine zemalja pri tome, zemlje u razvoju i tranzicijske bivše socijalističke zemlje. Zemlje u razvoju već imaju u stanovitoj mjeri razvijene financijske institucije i financijsko tržište, dok bivše socijalističke zemlje trebaju tek prići njihovoj izgradnji. Sama ta činjenica utjecat će na drukčije utvrđivanje starta i redoslijeda reformskih procesa. U bivšim socijalističkim zemljama početak će se, već u prvom koraku, sa izgradnjom tržišnih institucija, koje u zemljama u razvoju već postoje. U zemljama u razvoju kao i u tranzicijskim zemljama već u prvom koraku prilazi se fiskalnoj i monetarnoj stabilizaciji sa liberalizacijom cijena. To znači da je politika stabilizacije, ortodokсна i heterodokсна u raznim kombinacijama, koje odgovaraju konkretnoj zemlji, svakako taj prvi korak procesa reformi odnosno tranzicije. O tome postoji prilično ujednačeno mišljenje. Na stabilizaciju se naslanja liberalizacija domaćeg financijskog sistema i liberalizacija vanjske trgovine. Da li se liberalizacija financijskog sistema i vanjske trgovine provodi istodobno ili u stanovitom redoslijedu ovisi o konkretnim instrumentima politika iz tih područja, ali svakako instrumenti moraju biti "složeni" tako da daju željene efekte. Politika zaštite, primjerice, ne smije dati pogrešan signal o profitabilnosti neke gospodarske grane u uvjetima liberalizirane politike kamata i fiksnog tečaja. Sve te politike i njihovi instrumenti moraju biti podešeni tako da osiguraju formiranje konkurentne gospodarske strukture na svjetskom tržištu.

S privatizacijom valja početi, po općem uvjerenju, bilo u prvom koraku, bilo istodobno sa reformskim procesima u ostalim područjima.⁶⁵ Argument za odgađanje privatizacije nakon procesa stabilizacije i liberalizacije financijskog sistema svodi se na objektivnu tržišnu valorizaciju poduzeća, odnosno njihove imovine. Ispravna cjenovna informacija o vrijednosti poduzeća, po tom shvaćanju, može se dobiti tek u uvjetima stabilnosti.

⁶⁴ O tome vidjeti [6 i 7]. U nas je o tome pisala K. Ott u [7].

⁶⁵ O redoslijedu liberalizacije vidjeti [3, 6 i 8].

Postoji dosta ujednačeno mišljenje da posljednji korak reformskih i tranzicijskih procesa treba biti liberalizacija kapitalnih transakcija u bilanci plaćanja zemlje.

Startna pozicija hrvatskog gospodarstva u procesu stabilizacije i liberalizacije svakako je bila bitno drukčija, nego što bi to odgovaralo općoj slici stanja u zemljama kandidatima za reformske i tranzicijske procese. Glavni razlog tome bilo je ratno stanje, osobito na startu stabilizacijskog procesa 1993. godine.

Može se čak reći da hrvatska politika tranzicije ne uzima dovoljno u obzir tu činjenicu. Bez obzira na uzročne faktore, valjalo bi zaključiti da vladina politika stabilizacije i liberalizacije, uključivo privatizaciju, zahtijeva veću koordinaciju, a mjere traže veću međusobnu konsistentnost te da su neophodna cjelovita i sistematska istraživanja odnosno znanstvena praćenja tranzicijskih procesa. U nastavku se daje današnje stanje propisa i shvaćanja naše ekonomske politike na području liberalizacije odnosno konvertibilnosti kapitalnih transakcija s inozemstvom.

2. Liberalizacija kapitalnih transakcija u hrvatskoj politici globalizacije

2.1. Režim kapitalnih transakcija s inozemstvom

Kapitalne transakcije s inozemstvom spadaju u sklop pitanja postupnosti liberalizacije cjeline platne bilance zemlje. Da bi daljnja analiza bila jasnija početno se u ovom dijelu daje definicija konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama s inozemstvom; zatim se iznose vrste deviznih transakcija po kapitalnim transferima ; te se analiziraju kapitalne restrikcije koje se primjenjuju u Hrvatskoj. Na kraju se povezuje pitanje konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama s inozemstvom i obveza koje je preuzela Hrvatska po članku VIII. Statuta MMF-a.

Problem liberalizacije kapitalnih transakcija i postupnog uvođenja konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama s inozemstvom izuzetno je

kompleksan i zahtijeva dodatna istraživanja, kao npr.: kvantitativna analiza opsega "bijega kapitala" iz Hrvatske, a s tim povezano, i ocjena efikasnosti kontrole kapitalnih transfera, koje se primjenjuju u Hrvatskoj. Na temelju strukturnih mjera i kvantitativnih ciljeva makroekonomske politike, koji će se utvrditi u novom trogodišnjem financijskom aranžmanu Hrvatske sa Međunarodnim monetarnim fondom, mogla bi se utvrditi vremenska dinamika (engl. "sequencing") uklanjanja kapitalnih restrikcija i postupnog uvođenja konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama s inozemstvom.

Liberalizacija kapitalnih transakcija trebala bi biti konzistentna s provedbom srednjoročne i dugoročne razvojne politike. Liberalizacija kapitalnih transakcija mora, također, biti usklađena sa postojećim multilateralnim sporazumima Europske unije i Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj o liberalizaciji kapitalnih transfera. To zahtijeva posebnu analizu ovih sporazuma, s obzirom na potrebu usklađivanja nacionalnog zakonodavstva s međunarodnim propisima. Dodatno istraživanje trebalo bi formulirati program liberalizacije kapitalnih transakcija iz oblasti usluga, da bi se ocijenila sposobnost Hrvatske da već krajem 1996. godine uđe u članstvo Svjetske trgovačke organizacije s potpisom Općeg sporazuma o trgovini uslugama. Ovo je posebice važno zbog ocjene mogućih učinaka liberalizacije pojedinih kapitalnih transakcija po uslugama i to u oblasti finansijskog sektora Hrvatske (primjerice, bankarstva, osiguranja i prometu vrijednosnim papirima). Potrebno je, dakle, izraditi stručne podloge za utvrđivanje strategije ulaska u integracijske sisteme svijeta, osobito u pogledu uklanjanja postojećih kapitalnih restrikcija i uvođenja konvertibilnosti hrvatske valute po kapitalnim transakcijama s inozemstvom. Nacionalni razvojni ciljevi i sposobnost hrvatske privrede moraju biti kriteriji integriranja Hrvatske u međunarodni gospodarski i finansijski sustav. Stoga treba ispravno ocijeniti dinamiku i korist od uklanjanja postojećih kapitalnih restrikcija i uvođenja konvertibilnosti nacionalne valute po kapitalnim transakcijama s inozemstvom, kao preduvjeta za sklapanje

asocijacijskog sporazuma s Europskom unijom ili za članstvo u njoj.⁶⁶ S tim su povezana pitanja izbora monetarnog sistema zemlje: racionalnost stupnja i oblika monetarne suverenosti, monetarnih unija, optimalnih monetarnih područja.

Naša analiza polazi sa stajališta suverenog monetarnog sistema zemlje te uloge i današnjeg stanja liberalizacije kapitalnih transakcija u hrvatskim prilikama. Važno je stoga podsjetiti da konvertibilnost valuta po kapitalnim transakcijama s inozemstvom pretpostavlja nepostojanje deviznih restrikcija ili direktnih poreza na kapitalne transfere s inozemstvom, odnosno na iznošenje ili unošenje kapitala. Pri tome, restrikcije kapitalnih transfera s inozemstvom Međunarodni monetarni fond definira na slijedeći način:⁶⁷

- ograničavanje prava kupovine deviza za potrebe stjecanja imovine (aktive) u inozemstvu;
- ograničavanje iznosa deviza, koji se može transferirati za potrebe investiranja u inozemstvu;
- ograničavanje repatrijacije kapitala ili repatrijacije deviznih depozita;
- primjena višestrukih tečajeva, koji se primjenjuju na kupovine ili prodaje deviza po kapitalnim transferima.

Prema vrsti kapitalnih transakcija Međunarodni monetarni fond klasificira kapitalne restrikcije u pet kategorija,⁶⁸ kojima se ograničavaju slijedeće kapitalne transakcije,⁶⁹ i to na područje:

⁶⁶ Vidjeti opširnije u [38].

⁶⁷ Vidjeti [27, str. 18.].

⁶⁸ Vidjeti [33].

⁶⁹ U ograničenja kapitalnih transakcija ne uključuju se mjere tzv. prudencijalne kontrole domicilnih banaka. Te mjere nemaju karakter kapitalnih restrikcija. Odluka o sprečavanju izloženosti devizne pozicije banaka valutnom riziku, "Narodne novine", broj 26/94., 35/94. i 50/94. spada u takvu vrstu mjera. Tom mjerom Narodna banka Hrvatske primjenjuje kontrolu deviznih operacija poslovnih banaka, i to limitiranjem izloženosti ukupne bančine devizne pozicije valutnom riziku. Tom mjerom

- (1) Strane direktne investicije. Ovdje je uobičajeno da se primjenjuju kapitalne restrikcije u obliku izdavanja državnih dozvola za strana direktna ulaganja, repatrijaciju ili reinvestiranje dobiti ostvarene od investiranja i za transfer po osnovi likvidacije investicija.
- (2) Portfolio investicije. Tu se kapitalne restrikcije najčešće primjenjuju na unos kapitala nerezidenata temeljem kupnje različitih vrijednosnih papira i kao ograničenje iznošenja kapitala rezidenata u obliku kupovine stranih vrijednosnih papira u inozemstvu.
- (3) Kreditni odnosi s inozemstvom. Kapitalne kontrole primjenjuju se kao obveza registracije zaduživanja domaćih rezidenata u inozemstvu kod svoje centralne banke. Za domaće rezidente kapitalne restrikcije najčešće se primjenjuju kao obveza polaganja depozita u domicilnoj valuti na kredite uzete u inozemstvu.
- (4) Transferi po depozitnim računima. Kapitalne restrikcije u domaćim bankama primjenjuju se u slijedećim oblicima: po računima nerezidenata u domicilnoj valuti; po računima nerezidenata u stranoj valuti; po računima domaćih rezidenata u konvertibilnim valutama kod domicilnih banaka i po kapitalnim transferima između računa nerezidenata i računa rezidenata.
- (5) Ostali kapitalni transferi. Predmet kapitalnih transakcija u ovom slučaju najčešće su transferi kapitala između fizičkih osoba i transferi po osnovi kupoprodaje nekretnina od strane nerezidenata i domaćih rezidenata.

Restrikcije po kapitalnim transakcijama s inozemstvom. U osnovi, restrikcije kapitalnih međunarodnih transakcija mogle bi se podijeliti u dvije grupe: restrikcije unosa kapitala u zemlju i u restrikcije iznošenja kapitala iz zemlje. Kapitalni transferi nerezidenata u Hrvatsku ne ograničavaju se i slobodni su. Iznošenje kapitala iz Hrvatske za nerezidente je slobodno i u pravilu se ne ograničava. Iznošenje kapitala

iz Hrvatske u inozemstvo u pravilu nije dozvoljeno za domaće rezidente. Najveći dio kapitalnih restrikcija primjenjuje se na transfere kapitala domaćih rezidenata u inozemstvo. Kontrole kapitalnih transfera provode banke ovlaštene za poslove s inozemstvom, Narodna banka Hrvatske i Ministarstvo financija Republike Hrvatske. U nastavku se analiziraju u okviru klasifikacije kapitalnih transakcija od pet grupa, kako se primjenjuju u Hrvatskoj.

(1) Kapitalne restrikcije stranih direktnih investicija. Strane direktne investicije nerezidenata su slobodne i ne ograničavaju se kapitalnim transakcijama. Inozemni ulagač, pod uvjetom uzajamnosti, osniva ili sudjeluje u osnivanju trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj pod istim uvjetima i ima isti položaj kao i rezident, tj. domaća osoba.⁷⁰ Stupanjem na snagu Zakona o trgovačkim društvima ukinuta je primjena Zakona o stranim ulaganjima, u kojem je bila određena mogućnost da država izdaje dozvole za strana direktna ulaganja i da posebnom odlukom može zabraniti strana ulaganja u neke djelatnosti, koje su od posebnog državnog interesa (primjerice, telekomunikacije, obrazovanje i drugo). Novim propisima, strana ulaganja u Hrvatsku su liberalizirana.

Transfer dobiti u inozemstvo, koju je nerezident ostvario ulaganjem kapitala, od prodaje dionica ili udjela, te obavljanjem investicijskih radova u Hrvatskoj, slobodan je.⁷¹ Inače, dospjela plaćanja po "neto dohotku od drugih ulaganja i plaćanja smanjenja vrijednosti direktnih investicija", prema odredbama članka XXX.(d) Statuta MMF-a smatraju se tekućim, a ne kapitalnim transakcijama s inozemstvom. U okviru statusa eksterne konvertibilnosti domicilne valute po tekućim međunarodnim transakcijama, temeljem članka VIII. Statuta MMF-a, nije dozvoljeno uvoditi devizne restrikcije na takve transfere. Stoga bi već i po tom osnovu Hrvatska bila obvezna liberalizirati takve kapitalne transfere, koji imaju formalni status tekućih međunarodnih transfera. U deviznom

⁷⁰ Članak 620., stava 1. Zakona o trgovačkim društvima, s pratećim propisima, I. Dio, II. izdanje "Organizator", Zagreb, 1985.

⁷¹ Članak 41. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

zakonu⁷² izričito je rečeno da ukoliko država poduzima privremene mjere za uspostavljanje ravnoteže bilance plaćanja, tim mjerama ne mogu se ograničiti plaćanja u inozemstvo po osnovu kapitalnih ulaganja stranih osoba u Hrvatskoj.

Inače, od posebne je važnosti da nerezidenti - strane fizičke osobe - mogu obavljati sve transfere kapitala bez ikakvih restrikcija.⁷³

S druge strane, direktne investicije domaćih rezidenata u inozemstvu su bile ograničene odredbama članaka 79. do 109. važećeg Zakona o vanjskotrgovinskom poslovanju.⁷⁴ Ukoliko domaći rezident želi osnovati poduzeće u inozemstvu, uložiti sredstva u inozemna poduzeća, te osnovati ili uložiti sredstva u banke odnosno osiguravajuće organizacije u inozemstvu, ne mora više zatražiti dozvolu. Direktna ulaganja u inozemstvu, za domaćeg rezidenta slobodna su.

(2) Kapitalne restrikcije portfolio investicija. Portfolio investicije nerezidenata u Hrvatsku, u pravilu se ne ograničavaju kapitalnim restrikcijama. Međutim, postoji potencijalna zakonska mogućnost da Sabor Republike Hrvatske, na prijedlog Vlade Republike Hrvatske, donese odluku kojom se stjecanje vrijednosnih papira pojedinih izdavatelja zabranjuje stranim osobama ili se ono ograničava za strane osobe.⁷⁵ Može se zaključiti da Hrvatska može uvesti kapitalne restrikcije na portfolio investicije nerezidenata za pojedina područja odnosno djelatnosti. U ovom trenutku, ta mogućnost se ne koristi. Ali, portfolio investicije nerezidenata u kratkoročne vrijednosne papire u Hrvatskoj nisu dozvoljene. U svrhu ograničavanja priljeva kratkoročnog stranog

⁷² Članak 42. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

⁷³ Članci 37. i 38. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

⁷⁴ Zakon je objavljen u "Narodnim novinama", broj 53./91., 26./93., 29./94. i 109./93., a citiran je prema zbirci propisa "Poslovanje s inozemstvom - Propisi o vanjskotrgovinskom, deviznom i carinskom poslovanju, TEB, Zagreb, 1994/1995 .

⁷⁵ Članak 96. stavak 1. novog Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima.

kapitala u Hrvatsku, efektivno se primjenjuje odredba kojom se ograničava mogućnost nerezidenata, da putem domicilnih hrvatskih komercijalnih banaka kupuju kratkoročne vrijednosne papire Narodne banke Hrvatske, tzv. "dobrovoljno upisane blagajničke zapise".⁷⁶

Portfolio investicije rezidenata u inozemstvu ograničavaju se Zakonom o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata. Za transfer kapitala fizičkih osoba u inozemstvo potrebna je dozvola Narodne banke Hrvatske, a za pravne osobe je transfer kapitala zabranjen. Postoji nekonzistentnost između novog Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima i Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata. Prema odredbama članka 56. novog Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima "strani vrijednosni papiri mogu biti uvršteni na burzu u Hrvatsku". To implicitno daje mogućnost neželjenih kapitalnih transfera rezidenata u inozemstvo, na temelju kupovine stranog vrijednosnog papira, a koji su, inače, ograničeni prema važećim deviznim propisima.

(3) Kapitalne restrikcije kreditnih poslova s inozemstvom. Zaduživanje rezidenata u inozemstvu i odobravanje kredita inozemstvu regulirano je posebnim zakonom.⁷⁷ Kreditni poslovi s inozemstvom - zaduživanje u inozemstvu i odobravanje kredita inozemstvu - slobodni su i ne ograničavaju se kapitalnim restrikcijama. Postoji jedino obveza registriranja svih kreditnih poslova s inozemstvom kod Narodne banke Hrvatske.

Poslovi konverzije vanjskog duga (engl. "debt-for-equity swap") podliježu posebnom odobrenju Narodne banke Hrvatske. To bi bila jedina devizna restrikcija po ovoj vrsti kapitalnih transakcija s inozemstvom, koja se primjenjuje u Hrvatskoj.

⁷⁶ Uređeno je Odlukom o izmjeni Odluke o izdavanju blagajničkih zapisa Narodne banke Hrvatske, "Narodne novine", broj 64. od 8. rujna, 1995.

⁷⁷ Zakon o kreditnim poslovima s inozemstvom, posebnim zakonom Republike Hrvatske preuzet je od ex-SFRJ i primjenjuje se - do donošenja novog zakona - kao hrvatski propis, a objavljen je u "Narodnim novinama", broj 53/91.

Zakonom je, međutim, propisana mogućnost da Narodna banka Hrvatske - u slučaju poremećaja eksterne likvidnosti zemlje - može primjeniti i druge devizne restrikcije, radi ograničavanja zaduživanja rezidenata u inozemstvu. Hrvatska ove kapitalne restrikcije za sada ne primjenjuje. Ovdje se radi o slijedećim kapitalnim restrikcijama: ograničenju zaključivanja kreditnih poslova s inozemstvom; uvođenju instrumenta izdavanja dozvola Narodne banke Hrvatske za zaključivanje kreditnih poslova s inozemstvom; te uvođenju obveze polaganja depozita u domicilnoj valuti za rezidente i to u visini zaduživanja u inozemstvu. Potrebno je istaknuti da nema restrikcija u otplati inozemnih kredita. Člankom 107. važećeg Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata izričito se navodi da ukoliko država poduzima privremene mjere za uspostavljanje ravnoteže u bilanci plaćanja, tim deviznim restrikcijama ne mogu se ograničiti plaćanja u inozemstvo po osnovi kreditnih, garantnih i konvencijskih obveza.

(4) Kapitalne restrikcije transfera po depozitnim računima. Sadržaj i oblici transfera kapitala po depozitnim računima mogu biti: transferi po računima nerezidenata u domicilnoj valuti; po računima nerezidenata u stranoj valuti; po računima rezidenata u devizama kod domicilnih banaka; transakcije između računa nerezidenata i računa rezidenata. Transferi kapitala po ovim depozitnim računima regulirani su u Hrvatskoj na slijedeći način:

- a) Računi nerezidenata u hrvatskoj valuti. Nerezidenti mogu stjecati hrvatsku valutu i to: kupnjom domicilne valute za konvertibilnu stranu valutu; naplatom izvoza izvršenog u Hrvatsku u domicilnoj hrvatskoj valuti i transferom ostvarene dobiti od ulaganja kapitala u Hrvatsku, te po drugim osnovama. Transfer depozita sa računa nerezidenata u domicilnoj hrvatskoj valuti u inozemstvo je slobodan.⁷⁸
- b) Računi nerezidenata u konvertibilnim valutama. Kod domicilne hrvatske banke ovlaštene za poslove s inozemstvom nerezidenti mogu držati devizni račun u konvertibilnoj valuti. Nerezidenti

⁷⁸ Odluka o uvjetima pod kojima strane osobe mogu stjecati potraživanja u valuti Republike Hrvatske, "Narodne novine", broj 114./93.

slobodno raspolažu devizama, koje drže u depozitu na svojim računima kod hrvatskih banaka za plaćanja u inozemstvo. Transfer kapitala u inozemstvo s deviznih računa nerezidenata kod domicilnih banaka u Hrvatskoj se ne ograničava. Međutim, kod transfera kapitala na ove depozitne račune nerezidenata iz inozemstva u Hrvatsku, primjenjuje se kapitalna restrikcija. Polaganje efektivnog stranog novca na račune nerezidenata - stranih pravnih osoba - kod hrvatskih banaka, ograničava se do određenog iznosa.⁷⁹ Ovom kapitalnom restrikcijom - bez posebnog odobrenja Narodne banke Hrvatske - nerezident može položiti iznos efektivnog stranog novca samo do 20.000.- USD mjesečno. Za deponiranje većeg iznosa potrebna je dozvola Narodne banke Hrvatske. Ova devizna restrikcija primjenjuje se kao mjera zaštite od legaliziranja novca stečenog ilegalnim kriminalnim aktivnostima, odnosno od pojave tzv. "pranja novca".

- c) Računi rezidenata u konvertibilnim valutama. Kapitalni transferi po deviznim računima domaćih rezidenata se ograničavaju. Domaće pravne i fizičke osobe mogu svoje konvertibilne devize držati na deviznom računu ili deviznom štednom ulogu kod ovlaštene banke. Domaći rezidenti slobodno podižu devize sa svojih deviznih računa i deviznih štednih uloga, ali mogu ih koristiti isključivo za plaćanja u inozemstvu po tekućim međunarodnim transakcijama.⁸⁰ Ove devize ne mogu se transferirati u inozemstvo kao kapital bez odobrenja Narodne banke Hrvatske.⁸¹ Kapitalni transferi na depozitne račune domaćih rezidenata u devizama nisu predmet kapitalnih

⁷⁹ Odluka o uvjetima uz koje se može dati odobrenje stranim pravnim osobama za polaganje efektivnog stranog novca na devizne račune, "Narodne novine", broj 107. od 30. studenoga 1993. godine.

⁸⁰ Članak 32. i članak 33. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

⁸¹ Za domaće fizičke osobe to je regulirano člankom 36. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata. Dozvoljeno je iznošenje ograničenog iznosa deviza za potrebe putovanja u inozemstvo, jer se to zakonski ne tretira kao kapitalni transfer, već kao tekući transfer u inozemstvo.

restrikcija. Kada se radi o držanju depozita u inozemstvu, domaće banke mogu držati devize na inozemnim računima i bez odobrenja Narodne banke Hrvatske, a druge domaće pravne osobe samo uz odobrenje središnje banke.

- d) Kapitalni transferi između depozitnih računa rezidenata i računa nerezidenata. Sa stajališta primjene kapitalnih restrikcija, transakcije između računa nerezidenata i računa rezidenata posebno su važne. Kapitalni transferi između računa rezidenata i nerezidenata od posebne su važnosti sa stajališta ocjene stupnja konvertibilnosti neke valute po kapitalnim međunarodnim transakcijama. U osnovi, kapitalne restrikcije u Hrvatskoj primjenjuju se na transfere između računa rezidenata i računa nerezidenata. To je sasvim uobičajena praksa kod većine zemalja članica MMF-a. Ali, kod nas se ne primjenjuju kapitalne restrikcije na transfere koji se obavljaju između nerezidentnih računa u domicilnoj valuti i nerezidentnih računa u konvertibilnim valutama. Kod većine zemalja članica MMF-a, u pravilu se ograničavaju kapitalni transferi između računa u lokalnoj, domicilnoj valuti i računa u konvertibilnim valutama. To nije slučaj sa Hrvatskom.
- e) Kapitalne restrikcije između pojedinih vrsta depozitnih računa. Kapitalne restrikcije primjenjuju se na transfer sa deviznog računa rezidenta u korist deviznog računa nerezidenta. Transferi kapitala sa računa nerezidenata u korist računa rezidenata, bez kapitalnih su restrikcija. Kapitalni transferi sa računa nerezidenata u domicilnoj hrvatskoj valuti potpuno su bez deviznih ograničenja. Tako se mogu sa računa nerezidenata obaviti kapitalni transferi u inozemstvo prethodnom konverzijom domicilne valute u neku drugu konvertibilnu valutu ili se transfer može obaviti u korist nekog računa rezidenta u domicilnoj valuti. Sve uplate na račune nerezidenata u domicilnoj hrvatskoj valuti mogu biti samo po osnovi tekućih transakcija s inozemstvom.

(5) Kapitalne restrikcije po ostalim transferima. Ostale kapitalne kontrole primjenjuju se na restrikcije transfera kapitala fizičkih osoba, te na kapitalne transfere povezane sa kupnjom i prodajom nekretnina. Posebno se ograničava izvoz zlata.

Rezidenti, tj. domaće fizičke osobe mogu transferirati kapital u inozemstvo samo uz posebno odobrenje Narodne banke Hrvatske. To znači da se transfer kapitala domaćih fizičkih osoba u inozemstvo, u pravilu, ograničava kapitalnim transakcijama. S druge strane, od posebne je važnosti da nerezidenti - strane fizičke osobe - mogu obavljati sve transfere kapitala bez ikakvih deviznih restrikcija.⁸²

Kupovina nekretnina domaćih rezidenata u inozemstvu tretira se kao transfer kapitala u inozemstvo i nije slobodna. Kupovina nekretnina nerezidenata u Hrvatskoj je slobodna i to na temelju Zakona o osnovnim vlasničko - pravnim odnosima.⁸³ Strana pravna i fizička osoba koja obavlja djelatnosti u Hrvatskoj - pod uvjetom reciprociteta može stjecati nekretnine u Hrvatskoj.

Zlato⁸⁴ se može izvoziti samo po odobrenju Narodne banke Hrvatske. Banke ovlaštene za poslove s inozemstvom mogu izvoziti zlatnike uz prethodno odobrenje Narodne banke Hrvatske.⁸⁵

2.2. Stanje i pretpostavke uvođenja konvertibilnosti po kapitalnim transakcijama

1. Može se konstatirati da domicilna valuta Republike Hrvatske već posjeduje konvertibilnost za određene vrste kapitalnih transakcija s inozemstvom, a u svrhu poticanja priljeva stranog kapitala u obliku direktnih inozemnih investicija. Stoga se analiza mogućnosti uvođenja konvertibilnosti hrvatske valute po kapitalnim transakcijama s inozemstvom temelji na analizi kapitalnih restrikcija u okviru statusa konvertibilnosti po tekućim transakcijama s inozemstvom i analizi

⁸² Članak 36. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

⁸³ Članci 37. i 38. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata.

⁸⁴ Objavljen je u "Narodnim novinama", broj 53./91.

⁸⁵ Prema zakonskim odredbama zlatom se smatraju zlatni ingoti i sve vrste zlatnog novca, bez obzira jesu li bilo gdje zakonsko sredstvo plaćanja.

deviznih restrikcija koje Hrvatska primjenjuje na kapitalne međunarodne transakcije. Ovdje se važeći hrvatski propisi analiziraju sa stajališta njihove usklađenosti sa Statutom i drugim pravnim aktima Međunarodnog monetarnog fonda.

Dana 29. svibnja 1995. godine, Republika Hrvatska prihvatila je sve obveze po članku VIII. Statuta MMF-a. Takvim uvođenjem eksterne konvertibilnosti po tekućim transakcijama s inozemstvom, članica MMF-a može povećati stupanj konvertibilnosti svoje valute po kapitalnim transakcijama, jer je obvezna ukloniti kontrolu na pojedine kapitalne transfere s inozemstvom. Međutim, takva članica MMF-a zadržava pravo da u načelu održava i samostalno primjenjuje restrikcije po kapitalnim transakcijama s inozemstvom. Uvođenje konvertibilnosti domicilne valute po tekućim transakcijama s inozemstvom kod pojedinih zemalja može imati za posljedicu liberalizaciju određenih kapitalnih transfera, koji su inače bili ograničavani režimom deviznih transakcija.

Uvođenje eksterne konvertibilnosti po tekućim transakcijama s inozemstvom, međutim, može po sebi povećati stupanj konvertibilnosti njihovih domicilnih valuta po kapitalnim transakcijama s inozemstvom. To zavisi od intenziteta kapitalnih restrikcija koje su važile prije režima konvertibilnosti tekućih transakcija. Kod zemalja koje oficijelno prihvate sve obveze po članku VIII. Statuta MMF-a, implicitno se ukidaju restrikcije po pojedinim kapitalnim transakcijama s inozemstvom. Naime, pojedine kapitalne transakcije s inozemstvom - temeljem odredaba članka XXX. (d) Statuta Fonda - klasificiraju se kao tekuće transakcije s *inozemstvom i ne smiju se ograničavati deviznim restrikcijama. Te odredbe obvezuju po sebi da konvertibilnost po tekućim međunarodnim transakcijama ne može ograničavati inozemnog investitora da repatrira zaradjeni profit, da se otplati inozemni kredit ili transferira smanjenje vrijednosti direktnih investicija. Takvi devizni transferi - prema odredbama članka VI. Odjeljak 3. Statuta MMF - tretiraju se kao tekuće transakcije s inozemstvom i ne mogu se ograničavati već po osnovi tog režima.

Takovrsni kapitalni međunarodni transferi bili su liberalizirani po posebnim zakonima o stranim investicijama i prije uvođenja

konvertibilnosti hrvatske valute po tekućim transakcijama s inozemstvom. U novom Zakonu o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata - takvi transferi su također bili dozvoljeni te se kapitalne restrikcije na njih nisu primjenjivale. Svrha tog režima liberaliziranih transakcija jeste poticanje stranih investicija u Hrvatskoj. Slično tome liberalizirano je zaduživanje domaćih rezidenata u inozemstvu na komercijalnoj osnovi i bez garancije države. Putem prihvaćanja obveza po članku VIII. Statuta MMF-a, navedeni transferi reklasificirani su iz kapitalnih u tekuće međunarodne transfere. Te obveze podrazumijevaju da Hrvatska neće samostalno uvoditi devizne restrikcije po navedenim međunarodnim transferima bez prethodne suglasnosti MMF-a. Obzirom na već raniju liberalizaciju pojedinih kapitalnih međunarodnih transakcija, po posebnim propisima, stupanj konvertibilnosti hrvatske valute po njima se nije povećao zbog prihvaćanja statusa konvertibilnosti po članku VIII. Statuta MMF-a. Promjena je u većoj sigurnosti nerezidenata da se navedene kapitalne transakcije s inozemstvom - koje se sada klasificiraju kao tekuće transakcije - neće moći ograničavati deviznim restrikcijama bez suglasnosti MMF-a.

Članica, čija domaća valuta ima status konvertibilnosti po članku VIII. Statuta Fonda, može uvoditi i primjenjivati restrikcije po ostalim kapitalnim transakcijama i bez suglasnosti Međunarodnog monetarnog fonda. Pri tome, restrikcije kapitalnih transakcija ne smiju ograničavati tekuće transakcije s inozemstvom. U članku VI. Odjeljak 3. Statuta Fonda navodi se da članice mogu primjenjivati kontrolu transfera kapitala, ali ne na način "kojim se ograničava plaćanje tekućih transakcija ili kojim se neopravdano zadržava transfer sredstava namijenjen namirivanju obveza". Ovdje se "obveze" definiraju kao obveze po tekućim međunarodnim transakcijama. Sukladno odredbama članka VI. Odjeljak 1. i 2. Statuta, Međunarodni monetarni fond može od članice zatražiti uvođenje restrikcija na kapitalne transakcije s inozemstvom u slučaju "velikog ili stalnog odljeva kapitala". Naime, članica se ne može koristiti kreditima MMF-a radi pokrića "velikog ili stalnog odljeva kapitala", već može za ove potrebe koristiti "rezervnu tranšu"⁸⁶.

⁸⁶ Procedura kojom se regulira uvođenje restrikcija po kapitalnim transakcijama u slučaju velikog odljeva kapitala detaljnije je "utvrđena u L. Rules "By-Laws Rules and Regulations ..."

U osnovi, može se zaključiti da je temeljem odredaba članka VI. Odjeljak 1. i 3. Statuta MMF-a dozvoljeno članici MMF-a - čija domicilna valuta ima status eksterne konvertibilnosti po tekućim međunarodnim transakcijama - primjenjivati devizne restrikcije po kapitalnim transferima s inozemstvom.

2. Liberalizacija kapitalnih transfera s inozemstvom znači uklanjanje restrikcija po kapitalnim transakcijama. U tu je svrhu potrebno utvrditi programa postupne liberalizacije kapitalnih transfera Hrvatske s inozemstvom. Polazeći od ocjene makroekonomske situacije u Hrvatskoj i intenziteta primjene kapitalnih restrikcija, može se zaključiti da bi za Hrvatsku tzv. gradualistički pristup mogao biti prihvatljiv način uvođenja konvertibilnosti domicilne valute po kapitalnim međunarodnim transakcijama. Vremenski horizont uvođenja konvertibilnosti može se utvrditi u okviru globalne razvojne strategije zemlje.

Liberalizacija kapitalnih transfera s inozemstvom treba biti, kako je već istaknuto, koordinirana u stanovitom redoslijedu, a i simultano, s programom strukturnih reformi, prije svega reforme financijskog sektora povezano s privatizacijom i politikom razvoja. U tome je delikatan mogući trogodišnji financijski tzv. Extended Fund Facility aranžman Hrvatske sa Međunarodnim monetarnim fondom. Obveze i postava tog aranžmana trebale bi biti suglasne koncepciji razvoja zemlje te izgradnji mehanizama globalizacije hrvatskog gospodarstva.

Uvođenje konvertibilnosti domicilne valute po kapitalnim transakcijama s inozemstvom valja uskladiti sa politikom intervalutarnog tečaja i zaštite. Za otvaranje kapitalnog računa važan je realan ravnotežan tečaj, zatim i izbor deviznog režima (sistem fiksnog ili fluktuirajućeg tečaja).

U primjeni gradualističke metode uvođenja konvertibilnosti domicilne valute po kapitalnim transakcijama s inozemstvom, delikatno je pitanje uklanjanja kapitalnih restrikcija po kratkoročnim portfolio investicijama nerezidenata. Zatim povezivanja toga sa ulaganjima domaćih rezidenata

u portfolio investicije u inozemstvo.⁸⁷ Potrebna je visoka perfekcija kolanja kapitala, da bi funkcionirao mehanizam koji bi supstituirao instrument sterilizacije monetarnih efekata deviznih transakcija u uvjetima velikog priljeva kapitala iz inozemstva, čemu treba u pravilu služiti liberalizacija portfolio investicija u inozemstvu domaćih rezidenata.

Liberalizacija kapitalnih transakcija u cjelini predmet je redoslijeda reformskih poteza u politici restrukturiranja, tranzicije i razvoja, pa je treba povezati s globalnom razvojnom strategijom. Kriterij za punu liberalizaciju kapitalnih transakcija u hrvatskim prilikama bi bio razvijeno i liberalizirano unutarnje financijsko tržište sa odgovarajućim institucijama, stabilna vanjska i unutarnja ravnoteža na dulji rok. Strategija razvoja u tome treba utvrditi mjeru i fazu kada sam proces liberalizacije kapitalnih transakcija treba služiti kao mehanizam (i instrument) dosizanja vanjske i unutarnje ravnoteže. Riječ je o kompleksnim transmisijskim mehanizmima u monetarnoj i realnoj ekonomskoj sferi, koje treba tek izgraditi u strategiju razvoja zemlje.

⁸⁷ Vidjeti poglavlje o transmisijskim mehanizmima u ovoj studiji.

IZVORI I LITERATURA

1. Poglavlje

1. Aghevli, Bijan B., Moxsin S. Khan, Peter J. Montiel, **Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues**, IMF, Washington, Occasional Paper No 78, March 1991.
2. Corden, Max W., Exchange Rate Policy in Developing Countries, **Approaches to Exchange Rate Policy**, IMF - Institute, IMF, Washington, D.C., 1992.
3. Pilbeam, Keith, **International Finance**, Macmillan, 1992.
4. Officer, Lawrence H., The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article, **IMF - Staff Papers**, Vol. XXIII., No 1, March 1976., Washington, D.C.
5. Edwards, Sebastian, Exchange Rate Misalignment in Developing Countries, **Approaches to Exchange Rate Policy**, IMF - Institute, IMF, Washington, D.C., 1992.
6. OECD, **Purchasing Power Parities and Real Expenditures**, OECD, Paris, 1992.
7. Crockett A., Goldstein M., **Strengthening the International Monetary System: Exchange Rate, Surveillance, and Objective Indicators**, Occasional Paper No 50, IMF, Washington, D.C., Febr. 1987.
8. Vlada RH, **Memorandum Vlade RH o gospodarskoj politici**, objavljen u **Privredna kretanja i ekonomska politika**, br. 32, Zagreb, lipanj-srpanj 1994.
9. Zdunić, Stjepan, Politika stabilizacije i liberalizacije u strategiji razvoja hrvatskog gospodarstva, **Privredna kretanja i ekonomska politika**, br. 24., NBH, El - Zagreb, Zagreb, rujan 1993.
10. Cohen, B.J. **Balance of Payments Policy**, Penguin Books Ltd, 1973. Harmondsworth, Middlesex, England.
11. Meade, J.E., **The Balance of Payments**, Oxford University Press, 1954. London - N.York - Toronto
12. Zdunić, S., Central Europe and Croatian Foreign Trade Policy, **Ekonomski pregled**, br.7-8, 1994., Zagreb.

13. Zdunić, S., Kritični čimbenici u politici obnove i razvitka hrvatskog gospodarstva, **Ekonomski pregled**, Vol 44, br. 1-2, Zagreb, 1993.
14. Turner, Ph. and Van'tdack J., **Measuring International Price and Cost Competitiveness**, Basle, BIS - Economic Papers, No 39., 1993.
15. Lehmont, H., Speculative Pressure in the EMS: The Role of Capacity - Related Exchange - Rate Expectations, **Kiel Working Papers**, The Kiel Institute of World Economics, 1993.
16. Balassa, B., The Purchasing - power parity doctrine: a reappraisal, **Journal of Political Economy**, December 1964.
17. Hrnčir, M., Foreign Exchange Rate Regime and Economic Recovery, **Prague Economic Papers**, No 1, 1993.
18. Meller, P., Latin American Adjustment and Economic Reforms: Issues and Recent Experience, UNCTAD, No 53, Dec. 1992.
19. Balassa, B., The "New-Protektionism" and the International Economy, **Journal of World Trade Law**, Vol. 12, No 5.
20. GATT - What it is? What it does?, Geneva, 1992.
21. GATT: "Final Act Embodying the Results of the Uruguay Round of Multilateral Trade Negotiations", Genf MTN/FA/Corr. 1., 15. Dezember 1993.
22. Bhagwati, J., **Regionalism and Multilateralism: An Overview**, Washington, April 1992.
23. Langhammer, R.J., Die Allgemeine Zollpräferenzen der Europäischen Gemeinschaft für Entwicklungsländer, **Kieler Diskussionsbeiträge**, 95, Kiel, November 1983.
24. Corden, W.M., "The Structure of Tariff System and the Effective Protective Rate", u J. Bhagwati (ed.): **International Trade**, 1974.
25. Glismann, H., Neu, A., Towards New Agreements on International Trade Liberalization, **Weltwirtschaftliches Archiv**, Vol 107.
26. Hiemenz, U., Hoffmann, L., Rabenau, K., Die Theorie der effektiven Protektion, **Weltwirtschaftliches Archiv**, Vol 107, 1971.

27. Sekulić, M., Efektivna carinska zaštita i privredni razvoj, **Aktuelni problemi privrednih kretanja i ekonomske politike Hrvatske**, svezak 9, Ekonomski institut - Zagreb, kolovoz 1994.
28. United Nations, **Monthly Bulletin of Statistics**, New York, razni brojevi.
29. Grupa autora (red. Nikić, G.), **Međunarodni ekonomski odnosi i dugoročni razvoj**, Ekonomski institut - Zagreb, Zagreb, 1990.
30. Dornbusch, R., Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade, **The American Economic Review**, December 1975.
31. Breuss, F., **Österreichs Aussenwirtschaft 1945-1982.**, Wien, 1983.
32. Williamson, J., Democracy and the "Washington Consensus", **World Development**, br. 8/1993.
33. Nunnenkamp, P., The World Trading System at the Crossroads, **Kieler Diskussionsbeiträge**, 204, März 1993.
34. Baletić, Z., **Ekonomski proces i ekonomska teorija**, Informator, Zagreb, 1972.
35. Babić, M., **Međunarodna ekonomija**, Mate, Zagreb, 1993.
36. Jurković, P., Jašić, Z., **Uvod u teoriju ekonomske politike**, Narodne novine, Zagreb, 1978.
37. Lang, R., **Koncepcija i strategija razvoja**, Ekonomski institut, Zagreb, 1986.
38. Tinbergen, J., **On the Theory of Economic Policy**, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1955.
39. Sekulić, M., **Efektivna carinska zaštita i uvozna zavisnost Hrvatske**, Ekonomski institut, Zagreb, 1994.
40. Vojnić, D., **Ekonomija i politika tranzicije**, Ekonomski institut, Zagreb - Informator, Zagreb, 1993.
41. Zdunić, S.-Grgić, M., Politika intervalutarnog tečaja i zaštite u strategiji razvoja hrvatskog gospodarstva, **Ekonomski pregled**, br. 1-2, Zagreb, 1995.
42. Zdunić, S., Možemo li sustići Austriju, **Banka**, br. 9, Zagreb, rujan 1995.

43. ** **European Comparison Programme**, Report on the Central and Eastern European Countries, UN - Stat, Vienna 1995, by J. Auer.
44. Zdunić, S., Stanje hrvatskog gospodarstva i izbor strategije razvitka, **Ekonomija**, god. I, br. 8-9, Zagreb 1995.
45. OECD, **Purchasing Power Parities and Real Expenditures**, Paris, 1992.
46. Stehn, J., Stufen einer Osterweiterung der Europäischen Union, **Die Weltwirtschaft**, 1994., Heft 2.
47. Claus - Friedrich Laaser, Rüdiger Soltwedel et al., Europäische Integration und nationale Wirtschaftspolitik, **Kieler Studien**, 255, Tübingen 1993.
48. Lehment, H., Scheide, J., Die Europäische Wirtschafts - und Währungsunion: Probleme des Übergangs, **Die Weltwirtschaft**, 1992, Heft 1.
49. Visser, H., A Guide to International Monetary Economics, Exchange Rate Systems and Exchange Rate Theories, Edward Elgar, 1995.
50. Mundell, R.A., A Theory of Optimum Currency Areas, **The American Economic Review**, 51, 1961.
51. Kennen, P.B., The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, u Robert A. Mundell, Alexander K. Swoboda, Monetary Problems of the International Economy, Chicago 1969.
52. McKinnon, Ronald I., Optimum Currency Areas, **The American Economic Riview**, 53, 1963.
53. Bayoumi, T., Eichengreen, B., One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World, Princeton Studies in International Finance, 76, 1994.
54. Rittenau, R., Wirtschaftsvergleiche mit österreichts Nachbarländern 1993., **Statistische Nachrichten** 9/1995., i 10/1995.

2. Poglavlje

1. IMF (1993), Monetary Approach to the Balance of Payments, **International Financial Policy**, Essays in Honour of Jaeque Polak, Edited by Jacob A. Frenkel and Morris Goldstein, IMF, De Nederlandsche Bank, 1991, N.N. 20-27.
2. E.V.K. Fitzgerald and Rob Vos, 1989., **Financing Economic Development**, Gower Publishing Company, England - USA, pogl. 2.
3. IMF, 1987., **Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs**, Occ. Paper No. 55.
4. **, 1994., Memorandum Vlade Republike Hrvatske o gospodarskoj politici, **Privredna kretanja i ekonomska politika**, br. 32, lipanj-srpanj 1994.
5. Bank for International Settlements, 1995., **65th Annual Report**, Basle, June 1995.
6. NBC, 1996., **Main Statistical Indicators**, Zagreb, razni brojevi 1995. i 1996. godine.
7. IMF, 1993., **Balance of Payments Manual**, Fifth Edition 1993., Washington D.C.
8. DZMAP, 1995., **Gospodarska kretanja u Hrvatskoj**, razni brojevi;
9. The World Bank, 1989., **Yugoslavia-Financial Restructuring: Policies and Priorities**, internal report; august 1989.
10. NBH, 1994., **Godišnje izvješće**, Zagreb, 1995.
11. IMF, 1995., **Capital Account Convertibility**, Review of Experiences and Implications for IMF Policies, Occ. Paper No. 131; IMF-Washington D.C., oct. 1995.
12. IMF, 1995., **International Capital Markets**, Developments, Prospects, and Policy Issues, IMF-World Economic and Financial Surveys, Washington D.C., August 1995.
13. IMF, 1995., **Financial Statistics**, brojevi razni.
14. Ben S. Bernanke, 1995., The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach; **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 27, No 1., February 1995.

15. Peter S. Rose, **Money and Capital Markets**, R.D., Irwin, Inc., 1994., USA.
16. S.H. Hanke and K. Schuler, **Currency Boards for Developing Countries**, International Center for Economic Growth, San Francisco, Cal., 1994.
17. S. Zdunić, Možemo li sustići Austriju, **Banka**, br. 9., rujan 1995., Zagreb.
18. NBH, **Bilten**, br. 1., veljača 1996., Zagreb.
19. F.S. Mishkin, Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol 9., No 4., Fall 1995., p.p. 3-130.
20. Ž. Miljenović, Rast i stabilnost: teorijski okvir, iskustva - slučaj Hrvatske, **Privredna kretanja i ekonomska politika**, br. 43, 1995.

3. Poglavlje

1. **International Monetary and Financial Issues for the 1990 s**, UNCTAD, UN, Vol. II., 1993, str. 85 i dalje.
2. McKinnon: **Money and Capital in Economic Development**, Washington, The Brookings Institution, 1973.
3. McKinnon: **The Order of Economic Liberalisation: Financial Control in the Transition to a Market Economy**, Johns Hopkins University Press, London, 1991.
4. D. Radošević, Naznake moguće transformacije instrumenata novčane i kreditne politike Narodne banke Hrvatske, **Financijska praksa**, listopad 1992, Zagreb.
5. Y. Akyüz, **Financial Liberalization**, Key Issues, UNCTAD, Discussion Papers, No 56, 1993.
6. Norbert Funke, Timing and Sequencing of Reforms: Competing Views and the Role of Credibility, **Kyklos**, Vol. 46, 1993.
7. K. Ott, Satnica hrvatske obnove, **Banka**, ožujak 1993., Zagreb.
8. **World Development Report 1991.**, U.N., str. 145-146, te 116-118.
9. Aghevli B. Bijan, Khan S. Mohsin and Montiel J. Peter, "Exchange Rate Policy in Developing Countries - Some Analytical Issues", **Occasional Paper** No. 78, International Monetary Fund, Washington, D.C., March 1991.
10. Articles of Agreement, International Monetary Fund, Washington, D.C., April 1993.
11. Biennial Review of the Fund's Surveillance Policy, International Monetary Fund, Document SM/90/103, Washington, D.C., December 1992.
12. By-Laws Rules and Regulations, International Monetary Fund, Washington, D.C., Fiftieth Issue, January 7, 1994.
13. Calvo A. Guillermo, Manmohan S. Kumar, Borensztein Eduardo and Masson R. Paul, "Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe", **Occasional Paper** No. 102, International Monetary Fund, Washington, D.C., February 1993.

14. Evans James G. Jr., "Current and Capital Transactions - How the Fund Defines Them", **Finance and Development**, Vol. 5 No. 3, September 1968.
15. Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Reports, various issues, International Monetary Fund, Washington, D.C.
16. Frenkel A. Jacob, Goldstein Morris and Masson R. Paul, "Characteristics of a Successful Exchange Rate System", **Occasional Paper** No. 82, International Monetary Fund, Washington, D.C., July 1991.
17. Full Convertibility Is Important Goal in An Interdependent Global Economy, **IMF Survey**, International Monetary Fund, April 18, 1994.
18. Global Changes Guide IMF Adaptations Of Financing, Surveillance Functions, **IMF Survey**, International Monetary Fund, June 13, 1994.
19. Gold Joseph, "The Fund's Concepts of Convertibility", **IMF Pamphlet Series** No. 14, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1971.
20. Greene Joshua and Isard Peter, "Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies", **Occasional Paper** No. 81, International Monetary Fund, Washington, D.C., June 1991.
21. Guitian Manuel, "The Unique Nature of the Responsibilities of the International Monetary Fund", **IMF Pamphlet Series** No. 46, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1992.
22. Guitian Manuel, "Exchange Rate Management in the Reform Process", A Paper Prepared for a Seminar on Coordination of Structural Reform and Macroeconomic Stabilization, International Monetary Fund, Washington, D.C., June 1993.
23. Guitian Manuel, "Currency Convertibility-Concepts and Degrees", A Paper Prepared for a Seminar on Currency Convertibility, International Monetary Fund and the Arab Monetary Fund, Rabat, December 1993.
24. IMF Survey, Supplement on the IMF, International Monetary Fund, October 1993.
25. Introduction to the OECD Codes of Liberalisation, OECD, Paris, 1987.
26. Issues and Developments in the International Exchange and Payments System, IMF Document, unpublished, Washington, D.C., SM/94/202, August 1, 1994

27. Issues and Developments in the International Exchange and Payments System - Background Information, IMF Document, unpublished, Washington, D.C., SM/94/202, August 12, 1994.
28. Kelly C. Claude, Capital Controls within the Common Market, Chapter 2., in "**International Financial Law**", 2nd edition, Volume II, Euromoney Publications, London, 1983.
29. Kovačić Mirjana, Promet zlatom s gledišta deviznog poslovanja, "**Računovodstvo, Revizija i Financije**", Zagreb, broj 12, prosinac 1995.
30. Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area, OECD, Paris, 1990.
31. Mathieson Donald J. and Rojas - Suarez Liliana, Liberalization of the Capital Account - Experiences and Issues, **IMF Occasional Paper** No. 103, International Monetary Fund, Washington, D.C., March 1993.
32. Nsouli Saleh, "Current Account Convertibility-Anachronism or Transition", A Paper Prepared for a Seminar on Currency Convertibility, International Monetary Fund and the Arab Monetary Fund, Marrakech, December 1993.
33. Quirk J. Peter and Evans Owen, Capital Account Convertibility - Review of Experience and Implications for IMF Policies, **IMF Occasional Paper** No. 131, International Monetary Fund, Washington, D.C., October 1995.
34. Quirk J. Peter, Capital Account Convertibility - A New Model for Developing Countries, "Frameworks for Monetary Stability", T. Balino and C. Cotarelli, International Monetary Fund, Washington, D. C., 1994.
35. Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund, Washington, D.C., Eighteenth Issue, June 30, 1993.
36. A Survey of Academic Literature on Controls Over International Capital Transactions, IMF Document, SM/95/164, Supplement 3, unpublished, International Monetary Fund, Washington, D.C., July 11, 1995.
37. Villanueva Delano, "Options for Monetary and Exchange Arrangements in Transition Economies", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, International Monetary Fund, Washington, D.C., September 1993.
38. "White Paper - Preparation of the Associated Countries of Central and Eastern Europe for Integration into the Internal Market of the Union", Commission of the EU, Essen, May 2, 1995.
39. Zbirka monetarnih, bankovnih i deviznih propisa Republike Hrvatske, Narodna banka Hrvatske i Institut za javne financije, Zagreb, listopada 1994.