

II. AKTUALNE TEME

1. POLITIKA TEČAJA I STRUKTURNO PRILAGOĐIVANJE U HRVATSKOJ PRIVREDI

1. Uvod

Faktori koji utječu na kretanje tečaja i posljedice koje otuda proizlaze u mikroekonomskoj i makroekonomskoj sferi stalni su predmet pažnje analitičara u svim tržišnim privredama. Promjene tečaja i otuda proizlazeće promjene konkurentnosti na svjetskom tržištu imaju izravni učinak na profitabilnost, zaposlenost i dohodak firmi koje sudjeluju u ekonomskoj razmjeni sa svijetom; bilo u pozitivnom bilo u negativnom smjeru. Istovremeno, promjene tečaja utječu i na intenzitet i strukturu ukupne međunarodne razmjene kao i na strukturu upotrebe bruto domaćeg proizvoda. Jasno je stoga da i kod nas postoji veliki interes za ono što se događa s tečajem, njegovom razinom ili "realnošću" i njegovim eventualnim promjenama. Ovo posebno i stoga što je hrvatska privreda malena i nužno usmjerena na veoma intenzivnu vanjsku trgovinu, a prijelaz u cjelovitu tržišnu privredu pretpostavljao je i prijelaz od "upravljanog tečaja" ("managed exchange rate") s odgovarajućim vanjskotrgovinskim i deviznim režimom tipičnim za socijalističke privrede, na tržišno formiranje tečaja i slobodnu vanjsku trgovinu.

Taj prijelaz nesumnjivo utječe na proizvodnu strukturu koja se oblikovala pod utjecajem jednog sustava, a mora se prilagoditi novom. Otuda proizlazi i pitanje, koliki je društveni trošak tog prilagođavanja, a jasno je da je nezaobilazan, i kakav može biti krajnji ishod procesa prilagođavanja. U sadašnjim višestruko poremećenim okolnostima zanemarivanje elemenata koji proizlaze iz zatečenog stanja, a utječu na tržišne procese, lako može dovesti do pogrešnog tumačenja tržišnih signala. Pogrešnog tumačenja u smislu ocjene implikacija kratkoročnog optimuma u pogledu ostvarenja dugoročnih razvojnih preferencija.

Postoji bar nekoliko obilježja naše privrede u sferi ekonomske razmjene s inozemstvom, koja se kao hipoteka prošlosti prenose u sadašnje razdoblje, utječu na tržišne procese i stvaraju troškove u procesu restrukturiranja. Te se hipoteke javljaju i na mikroekonomskoj i na makroekonomskoj razini.

Ponajprije, iz činjenice da su cijene u različitim razdobljima i različitim intenzitetom bile u sferi administrativnog određivanja, proizlazi da profitabilnost poslovanja, ni na domaćem ni na svjetskom tržištu, nije bila osnovni cilj poslovanja poduzeća. To proizlazi iz funkcioniranja cjelokupne socijalističke privrede državno-vlasničkog tipa. U vanjskoj trgovini bilo je važnije "stvarati devize" od troška koje je to stvaranje prouzročilo na mikroekonomskoj razini. Tržišni udjeli (market share) više su se postizali niskim cijenama nego kvalitetom proizvoda ili drugim necjenovnim elementima konkurentnosti. Eventualni gubici nisu ugrožavali postojanje poduzeća, jer su bili kompenzirani raznim oblicima državnih subvencija, kao i toleriranjem financijske nediscipline ("meko budžetsko ograničenje"). Dok se u tržišnim privredama tek kao iznimka može pojaviti slučaj u kojem je granični trošak u izvozu realiziranog dolara (export cost of dollar) veći od tečaja, u našoj privredi je to bila sasvim moguća pojava. Zbog toga se može postaviti hipoteza, da naš izvozni sektor privrede i sada obilježava određena, vjerojatno ne zanemarljiva disperzija troškova oko vrijednosti koju predstavlja tečaj. Ta pojava, nesumnjivo mnogo prisutnija u izvozu robe, nego usluga, postaje problem sada, kad se tečaj počeo formirati na tržištu i kad pretstavlja jedini parametar usporedivosti domaće i svjetske efikasnosti proizvodnje.

Činjenica da mikroekonomska profitabilnost nije bila neophodna i da je tečaj bio administrativno reguliran, relativizirala je ulogu tečaja kao mosta između cjenovnog sustava na domaćem i svjetskom tržištu i parametra efikasnosti međunarodne razmjene. U netržišnim uvjetima mogla se sistematski voditi politika precjenjivanja domaće valute ("nerealnog tečaja"). Time se uvozna komponenta činila jeftinijom, a dohodak redistribuirao od razvijenijeg, izvozno orijentiranog sjevera prema nerazvijenom pretežno uvozno orijentiranom jugu. Precijenjenost domaće valute je otežavala poslovanje izvoznicima, što se očitovalo u

stalnim kritikama politike "nerealnog" tečaja. No, okolina u kojoj je vladalo "meko budžetsko ograničenje" s raznim subvencijama, kojim su se kompenzirali gubici nastali djelovanjem pojedinih mjera ekonomske politike, za menadžere je značilo da rješenje problema dolazi od onoga tko ga je i stvorio - države. Zaoštavanje financijske discipline s promijenjenom, ali i nejasno definiranom ulogom države, stvara sada zabunu i nesigurnost kod menadžera.

Među probleme s kojima se suočila hrvatska proizvodna struktura spada i to da se raspadom jugoslavenskog i socijalističkog istočnoeuropskog tržišta, dio proizvođača koji je izvezio na ta tržišta našao pred nuždom izvoza na konvertibilna, veoma konkurentna tržišta. Taj problem je u svim bivšim socijalističkim privredama bio jedan od glavnih razloga smanjivanja opće privredne aktivnosti i pada bruto domaćeg proizvoda. U dijelu naše proizvodne strukture koji je bio orijentiran prvenstveno na socijalistička, "meka" tržišta, raspadom tog bloka problemi poslovanja su se više zaoštrili nego kod onih koji su i ranije izvozili na konvertibilna tržišta. Iz ovoga, kao i činjenice da je hrvatsko tržište maleno i da je izvoz uvjet opstanka sadašnje proizvodne strukture, proizlazi da je cjenovna elastičnost izvoza bar na kraći rok, veoma niska. Drugim riječima, zbog nemogućnosti plasmana na domaćem tržištu izvoznici će se bez obzira na profitabilnost ili eventualne gubitke. To je nešto na što su izvoznici već i ranije navikli. No, jačanjem tržišnih zakonitosti i zaoštavanjem financijske discipline, opstanak uz neprofitabilnost ili gubitke postaje nemoguć. Zbog toga visoka osjetljivost izvoznika na ono što se događa s tečajem postaje sada sasvim razumljiva. U uvjetima socijalističkog poslovanja i "mekog budžetskog ograničenja", politika "nerealnog" tečaja, tj. precijenjenost domaće valute, iako je izazivala nezadovoljstvo izvoznika, nije ugrožavala opstanak poduzeća i nije menadžere silila na radikalnije napore za povećanjem efikasnosti poslovanja tj. smanjenje troškova u izvozu realiziranog dolara i povećanja profitabilnosti. Eventualna precijenjenost tečaja bi ih sada na to morala siliti. Ostaje, međutim, pitanje da li to oni, posebno u nekom kraćem razdoblju, sada objektivno mogu ostvariti. Ovo i stoga što tečaj, iako veoma važan, nije jedini parametar mehanizma prilagođivanja.

Mogućnosti povećanja efikasnosti proizvodnje i pretvaranja izvoza u profitabilan posao, determinira više faktora:

- (a) tehnološka i organizacijska svojstva određene proizvodnje i mogućnosti njenog prilagođivanja,
- (b) raspoloživost potrebnih sredstava za restrukturiranje,
- (c) stručna osposobljenost upravljačkih kadrova (menadžera) da provedu proces restrukturiranja,
- (d) tečaj domaće valute i druge mjere makroekonomske politike, te
- (e) socijalni i politički utjecaji koji olakšavaju ili otežavaju taj proces.

Za uspješno koncipiranje industrijske politike usmjerene na traženje kratkoročnog i dugoročnog optimalnog rješenja trebalo bi potražiti odgovor na sva ta pitanja. U ovome radu osvrnut ćemo se, međutim, samo na problem "realnosti" tečaja, njegovo mjesto u sadašnjem makroekonomskom okruženju i utjecaj koji ima na ekonomsku razmjenu sa inozemstvom, a time i na procese strukturnog prilagođivanja u proizvodnoj strukturi.

2. Politika tečaja i antiinflacijski program

Proglašenje konvertibilnosti hrvatske valute, njeno vezanje uz njemačku marku, i stabilnost tečaja centralna su uporišta antiinflacijskog programa. Istodobno, kretanje tečaja, njegova razina ili "realnost" predstavlja jedno od najkontroverznijih pitanja poststabilizacijskog razdoblja i stalni je predmet sporenja privrednika i nosilaca ekonomske politike. No, prije no što se pozabavimo ovim problemom, razmotrimo neka obilježja ekonomske politike u razdoblju prije donošenja antiinflacijskog programa (X. 93.) kao i ulogu njemačke marke u našem privrednom prostoru.

Već više od tri desetljeća, tj. od početka 60-ih godina kada su naši radnici počeli odlaziti na "privremeni rad" u inozemstvo, najviše u Njemačku, i kad su strani turisti u sve većem broju počeli dolaziti u našu zemlju, njemačka marka je ušla u naš privredni prostor i počela dobivati obilježje paralelne valute. Zbog svoje stabilnosti i sve veće obilatosti,

marka je počela mjestimično zamjenjivati domaći novac, prvenstveno u neformalnom dijelu privrede, a preuzela je i ulogu glavnog medija financijske štednje stanovništva. Budući da su propisi dozvoljavali otvaranje deviznih štednih uloga kod banaka, pa je to bilo i stimulirano raznim olakšicama (kao npr. kod dobivanja kredita), devize su, u prvom redu marke, dobile obilježje i službeno priznatog medija stabilnosti i štednje. U momentu raspada Jugoslavije, štednja hrvatskog stanovništva kod banaka iznosila je više od tri milijarde USD. Međutim, zbog latentno prisutnog rizika ispitivanja "porijekla deviza", a velik dio deviza je pribavljen na "crnom" tržištu (što je s obzirom na njihovo obilje i transparentnost cijena bilo relativno lako obaviti), znatan dio devizne štednje ostajao je tezauriran kod kuće. Moglo bi se pri tom s dosta osnova pretpostaviti da je u momentu raspada Jugoslavije kod kuće bilo bar toliko deviza koliko i na računima kod banaka. Može se također pretpostaviti da je sklonost štednje u "čarapama" bila veća kod malih štediša, osjetljivijih za rizike koji su se kod banaka eventualno mogli pojaviti. U svakom slučaju, marka je kod nas već poodavno dobila imidž sredstva visoke stabilnosti, visokog stupnja likvidnosti kojim se lako saldiraju potraživanja i pouzdanog sredstva održanja realne vrijednosti financijske štednje. Koliko je ta predodžba prisutna i sada, nakon gotovo dvije i pol godine stabilne kune, pokazuje i to da je oko devet desetina štednje stanovništva kod banaka nominirano u devizama, a da se dio transakcija koje obavlja stanovništvo i dalje može saldirati u markama.

Što se tiče politike tečaja, nakon izbivanja dužničke krize i krize vanjske likvidnosti početkom 80-ih godina, Jugoslavija je bila prihvatila vođenje politike "realnog" tečaja. To je značilo da će se tečajem upravljati na način da se "klizanjem" (u pravilu devalviranjem) kompenziraju efekti bržeg rasta domaćih cijena od kretanja cijena vanjskih partnera. Kretanje tečaja na "crnom" tržištu postao je jedan od orijentira "realnosti" tečaja (u stvari, razvila su se dva "crna" tržišta: jedno u privredi, gdje su subjekti mogli trgovati tzv. deviznim pravima, "šticunzima", čija je visina u pravilu bila obrnuto proporcionalna količini prodanih deviza, i drugo, među stanovništvom gdje je gotovo vladao jedinstven tečaj). Upravljanje klizanjem tečaja pratilo je uglavnom promjene relativnih cijena tako da je razlika između "crnog" i službenog tečaja najčešće bila manja od 20%.

No, činjenica da je ta razlika i dalje postojala (da tečaj nije bio jedinstven i ravnotežan) i da je prilagođavanje tečaja kasnilo u odnosu na rast cijena, davali su izvoznicima argumente da je domaća valuta stalno precijenjena. Pokušaj da se uvođenjem konvertibilnosti i jedinstvenosti tečaja, te vezanjem uz njemačku marku izade iz navedenih problema početkom 1990. ubrzo je, zbog opstrukcije Srbije (upad u platni sustav), propao. Politika tečaja je stoga i dalje morala indeksiranjem kompenzirati razlike u domaćoj inflaciji i kretanju cijena kod najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera.

Raspadom Jugoslavije, Hrvatska je naslijedila tu maniru ekonomske politike. Uostalom, prilagođavanje tečaja promjenama u relativnoj inflaciji, iako proinflatorno bilo je neizbježno. Osamostaljenjem Hrvatska se zatekla bez deviznih rezervi. Bez mogućnosti dobivanja kredita i druge financijske podrške iz inozemstva, bilo je neophodno održati što veći interes privrede za izvoz i držati pod kontrolom uvoz.

U stvari, ekonomska politika se nalazila u procjepu: s jedne strane nastojala je indeksiranjem plaća, tečaja i kamatnih stopa sporijim od rasta cijena utjecati na sporiji rast troškova (realne plaće su u prvom kvartalu 1993. godine pale ispod jedne trećine prosjeka iz 1990.¹), a s druge, zbog platno-bilančnih razloga i potrebe formiranja deviznih rezervi morala je politikom tečaja podržavati zainteresiranost za izvoz. Promjene tečaja davale su pritom osnovni poticaj rastu inflacijskih očekivanja. Zbog važnosti i prepoznatljivosti njemačke marke u našem prostoru, svaka promjena tečaja marke bila je signal za promjene svih vrsta cijena.

Ipak, u cijelom tom razdoblju do proglašenja programa, indeksiranje tečaja je zaostajalo za kretanjem relativne inflacije. Budući da je teško pretpostaviti da su se proizvodnost rada i cijene u izvoznim sektorima kretale bitno drugačije od onih u ostalim sektorima, proizlazi da je precijenjenost domaće valute u IX. 1993. prema I. 1992. dakle uoči proglašenja stabilizacijskog programa, porasla na između 20% i 30%

¹ Vidi: Anušić, et al. (1995), poglavlje 1.

(zavisno da li se kao relevantni deflator uzima indeks troškova života ili cijene proizvođača).² Bez obzira na metodološke dileme vezane uz prikladnost primjene realnog efektivnog tečaja u ocjeni "realnosti" tečaja, (na što ćemo se kasnije detaljnije osvrnuti) nema sumnje da je u uvjetima visoke inflacije, kakva je u to vrijeme vladala kod nas, zaostajanje u indeksiranju tečaja za stvarnim kretanjem cijena moralo utjecati na rast problema vezanih uz izvozne poslove.

Rast restriktivnosti monetarne politike, eliminiranje budžetskog deficita i općenito, radikalno smanjenje domaće potražnje djelovali su na to da je u predvečerje proglašenja antiinflacijskog programa, praktički nestala razlike između službenog tečaja i tečaja na "crnom tržištu", a da su devizne rezerve postale dovoljno visoke da se proglašava interna konvertibilnost domaće valute. Upravo proglašenje konvertibilnosti bio je onaj potez koji je presjekao psihološke faktore ubrzanja rasta cijena, inflacijska očekivanja. Činjenica da su se sve domaće cijene ogledale u marci, u koju se domaća valuta sada mogla slobodno zamijeniti po stabilnom tečaju, učinila je rast domaćih cijena besmislenim. Ipak, u mjesecu u kojem je proglašen antiinflacijski program (X. 93.) zbog pomicanja tečaja (devalvacija od oko 20%) i posljedičnih prilagođivanja, zabilježen je rekordni rast cijena: cijene proizvođača porasle su za 29%, a cijene na malo za 38,7%.³ Taj porast cijena bio je osjetno iznad promjene tečaja i morao je utjecati na rast precijenjenosti domaće valute (vidi sliku 1).

Precijenjenost domaće valute neposredno nakon proglašenja programa (X. 93.) povećana je kasnijim padom nominalnog tečaja prema predprogramskoj razini. U tom razdoblju su se počele smanjivati i cijene. No, teško je pretpostaviti da je smanjivanje cijena umanjilo problem precijenjenosti domaće valute. Statistička obrada može zavarati upućujući na takav zaključak. Vjerojatnije je, da se inicijalni porast cijena ugradio u troškove proizvodnje, a kasnije smanjenje cijena (uz porasle troškove)

² Vidi npr. *Main Statistical Indicators*, br. 6-7, kolovoz 1995. str. 31.

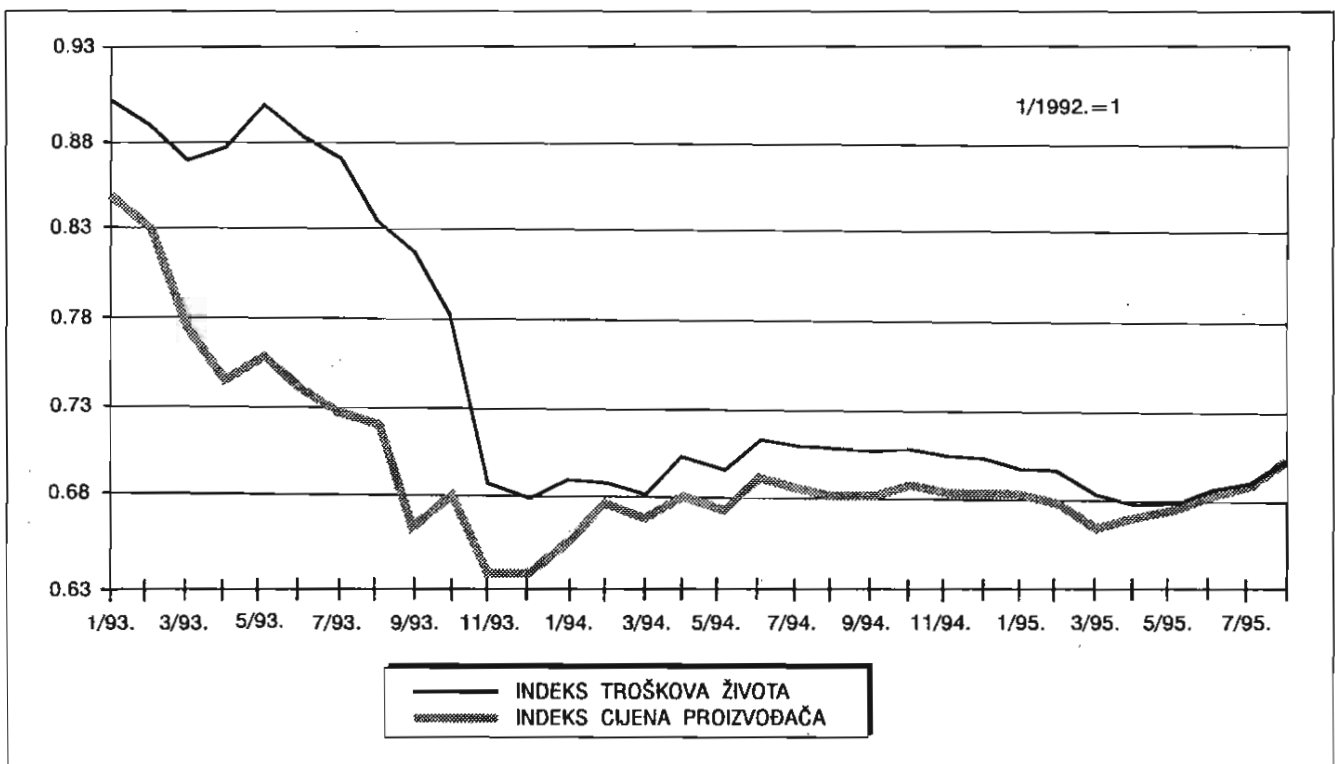
³ *Ibid* str. 58.

dalje otežalo položaj privrednika. Ako je ta pretpostavka točna, onda se položaj privrednika pogoršao ne samo u izvozu već i na domaćem tržištu.

U koncipiranju antiinflacijskog programa vjerojatno je premala pažnja posvećena činjenici da je neposredno prije objavljivanja programa tečaj na "crnom tržištu" postao gotovo jednak službenom tečaju. Likvidnost stanovništva, kao glavnog neto kupca na "crnom tržištu", bila je radikalno smanjena pa stoga i nije prijetila opasnost da neposredno nakon proglašenja konvertibilnosti dođe do ozbiljnijeg smanjenja deviznih rezervi. Vrlo je vjerojatno da bi proglašenje konvertibilnosti i uz znatno manju devalvaciju od 20% obavilo sve potrebno da se presjeku inflatorna očekivanja. U tom slučaju bi i pritisak na rast cijena nakon proglašenja bio manji, a bilo bi vjerojatno izbjegnuto i dalje precjenjivanje domaće valute. No, valja uzeti u obzir i to, da u vrijeme donošenja programa nije bilo moguće predvidjeti sva događanja koja će slijediti i da su se nosioci programa razumljivo nastojali maksimalno osigurati od neuspjeha.

Slika 1.

INDEKSI REALNOG EFEKTIVNOG TEČAJA HRVATSKE KUNE



U svakom slučaju, iako se je možda željelo devalviranjem domaće valute za oko 20% u okviru antiinflacijskog programa djelomično kompenzirati raniji rast precijenjenosti domaće valute, to se nije dogodilo. Da je takva želja možda postojala, može se zaključiti iz toga što se je predviđalo dalje klizanje nominalnog tečaja u studenom i prosincu 1993. (na 4.600 i 4.750 HRD za marku)⁴ No, potražnja za domaćim novcem nakon proglašenja programa, pojavila se nepredviđeno takvim intenzitetom da je tečaj, i nominalno i realno počeo aprecirati. U svakom slučaju, može se s puno osnova zaključiti da je nakon stvarnog stabiliziranja cijena i tečaja, domaća valuta ostala više precijenjena, nego što je bila neposredno prije programa. To objašnjava stalno nezadovoljstvo privrednika razinom tečaja i njegovom "realnošću", iako su stabilizacijski program i njegovi rezultati široko podržani i hvaljeni.

3. Što je "realni" tečaj

U tržišnim privredama tečaj se formira na deviznom tržištu na temelju odnosa ponude i potražnje deviza i zbog toga ima obilježje ravnotežnog tečaja. Bilo bi, međutim, pogrešno pretpostaviti da je ravnotežni tečaj onaj koji proizlazi ili dovodi do ravnoteže u platnoj bilanci; ravnoteže u smislu uravnoteženosti transakcija na tekućem računu. Postoje razne definicije ravnotežnog tečaja. Tako npr. ravnotežni tečaj bi se mogao definirati kao onaj koji dovodi do željenog stanja u platnoj bilanci (ravnoteža, deficit ili suficit) i željene razine deviznih rezervi⁵. Promatrano dugoročno, ravnotežni tečaj je konzistentan s punom zaposlenošću domaćih prirodnih i ljudskih izvora i dugoročno održivim stanjem na tekućem računu. Na razinu ravnotežnog tečaja djeluju dakle i mjere makroekonomske politike (u prvom redu monetarna) i kretanje kapitala. Drugim riječima, ravnotežni tečaj je konzistentan s ostvarenjem dugoročnih razvojnih ciljeva neke privrede. Teško bi npr. bilo tvrditi da tečaj US dolara ili japanskog jena nije ravnotežan, iako jedna zemlja ima dugoročni deficit, a druga dugoročni suficit na tekućem računu.

⁴ *Ibid*, str. 48.

⁵ *Vidi npr. Maciejewski (1983, str. 501).*

S druge strane, i u tržišnim privredama s tržišnim formiranjem tečaja dolazi katkad, prvenstveno pod utjecajem mjera monetarne politike, do precijenjenosti ili podcijenjenosti domaće valute. Tu je svakako ilustrativan primjer SAD u prvoj polovici 80-ih godina, kada je pod utjecajem politike visokih kamatnih stopa (i vjerojatno još nekih razloga) došlo do dosta visoke, pa i dosta dugotrajne, precijenjenosti dolara⁶. Zbog toga što je bilo jasno da se takvo stanje dugoročno ne može održati, zavladao je strah od "tvrdog prizemljenja" i posljedica koje bi otuda mogle slijediti.

Procjena da se radi o npr. precijenjenosti domaće valute, pojavi koja se najčešće javlja u uvjetima nestabilnosti cijena, osniva se na procjenama kretanja realnog efektivnog tečaja (Purchasing Power Parity). Realni efektivni tečaj ocjenjuje se tako da se nominalni efektivni tečaj korigira indeksom promjena relativnih cijena. Realni efektivni tečaj utvrđuje se stoga uvijek *ex post*. Često se takvi indeksi koriste kao indikator stvarne aprecijacije ili deprecijacije valute, odnosno, kao indikator odstupanja stvarnog od dugoročno ravnotežnog tečaja. U literaturi postoji, međutim, dosta rezervi u pogledu operativnosti zaključaka koji proizlaze iz te vrste analize. Navode se brojna metodološka ograničenja takve vrste analize kao npr.: problem izbora baznog razdoblja, vrste deflatora, obuhvatnosti deflatora i sl. No, dok postoji rezerva u pogledu primjenjivosti zaključaka koji proizlaze iz procjena efektivnog realnog tečaja u stvarnom vođenju politike tečaja, dotle se ističe njegova relevantnost kao indikatora promjena cjenovne konkurentnosti, odnosno, kretanja troškova i njihova utjecaja na profitabilnost. Ocjene koje proizlaze iz analize efektivnog realnog tečaja se stoga najčešće povezuju ili verificiraju kretanjima u platnoj bilanci.

Sasvim je razumljivo da u literaturi, koja se oslanja prvenstveno na iskustva razvijenih, i u pravilu stabilnih, privreda ima rezervi prema operativnosti zaključaka koji proizlaze iz analize kretanja realnog efektivnog tečaja. Stope rasta cijena u tim zemljama su u pravilu niske

⁶ Vidi npr. Frankel i Froot (1992).

i stoga je teško diferencirati utjecaj kretanja pojedinih segmenata cijena (što proizlazi i iz sektorskih razlika u kretanju proizvodnosti rada) na međunarodnu razmjenu te otuda još izvoditi i zaključke u pogledu vođenja politike tečaja. U manje stabilnim zemljama, posebno u uvjetima visoke inflacije, i u odsutnosti efikasnog deviznog tržišta, analiza realnog efektivnog tečaja, nedvosmisleno ukazuje na promjene konkurentnosti i objašnjava promjene u platnoj bilanci. Takav, barem grubi zaključak koji proizlazi iz analiza kretanja realnog efektivnog tečaja, vrijedi i za hrvatsku privredu u razdoblju visoke inflacije.

Nedvosmisleno je, da je prilagođavanje tečaja promjenama relativnih cijena vodilo u cijelom razdoblju 90-ih godina sve do proglašenja programa, precjenjivanju domaće valute (slika 1). Ostaje otvoreno pitanje, koji faktori na tržištu deviza, gdje se tečaj sada oblikuje pod utjecajem ponude i potražnje, determiniraju sadašnju razinu tečaja i, da li takav tečaj ima obilježja dugoročnog ravnotežnog tečaja, a ako ne, koje mogu biti posljedice njegove promjene. Pri tome treba voditi računa o tome da naše devizno tržište nije povezano sa svjetskim financijskim tržištima, da kretanje kamatnih stopa ne utječe na kretanje kapitala i formiranje tečaja te da ono stoga ima neka specifična obilježja.

S obzirom na gotovo zanemarljiv priliv od stranih ulaganja, transakcije na tekućem računu bi kod nas morale biti glavni činilac ponude i potražnje deviza. Za nas je karakteristično da u robnoj razmjeni, na koju otpada najznačajniji dio priliva/odliva na tekućem računu, tradicionalno bilježimo deficit, a da se taj isto tako tradicionalno, pokriva suficitom u razmjeni uslugama (najvažniji su turizam i tekući transferi). U takvim okolnostima i u uvjetima slobodnog formiranja tečaja ravnotežni tečaj bi morao biti pod jakim utjecajem relativnih troškova uvoznog i izvoznog sektora. Drugim riječima, tečaj bi morao biti "realan", niti podcijenjen niti precijenjen.

No, kao specifičnost našeg sadašnjeg razdoblja, na strani ponude deviza, javlja se (kao "ostali kapital") ponuda iz ranije akumuliranih deviza u "čarapama". Za vrijeme radikalnog smanjivanja plaća, penzija i ostalih prihoda stanovništva i nemogućnosti disponiranja deviznom štednjom

kod banaka (pretvorene u javni dug) stanovništvo je, nastojeći ublažiti pad životnog standarda, počelo smanjivati deviznu štednju koju je držalo kod kuće. Kao novi izvori ponude deviza javljaju se i sredstva stranih vojnih snaga u Hrvatskoj, rastuće međunarodne diplomatske zajednice, vjerojatno i priliv iz drugih dijelova bivše Jugoslavije i, nakon stabiliziranja cijena, vraćanje dijela kapitala iz inozemstva.

Ako pažljivo razmotrimo prirodu izvora ponude deviza u razdoblju od agresije na Hrvatsku do sada, mogli bi postaviti tezu da je cjenovna elastičnost (najvećeg dijela) ponude deviza veoma niska. Ponajprije, raspadom Jugoslavije, izvozni sektor Hrvatske postao je po definiciji veći. Budući da je domaće tržište maleno, a u razdoblju smanjivanja bruto domaćeg proizvoda postajalo je i manje, izvoz je postao uvjet preživljavanja. Iako je precjenjivanje tečaja moglo utjecati na pad profitabilnosti i zainteresiranosti za izvoz to ipak nije moglo na kraći rok bitno utjecati na volumen izvoza. Ponuda deviza, od izvoza robe je stoga kratkoročno nesumnjivo nisko elastična. Isto se tako može ocijeniti da je nisko elastična ponuda deviza iz transfera iz inozemstva i smanjivanja devizne štednje kod kuće. U teškoćama preživljavanja, cijena ne igra ulogu. Možda je nešto veća elastičnost ponude deviza kod izvoza turističkih usluga. No to je vjerojatno ona djelatnost gdje je i ranije (zbog prirodne rente) trošak izvoznog dolara bio niži od prosjeka, a osim toga, ovdje je važan faktor elastičnosti potražnje postao rizik.

S druge strane, zbog pada opće privredne aktivnosti, i smanjivanja dohotka i realno visokih kamatnih stopa, potražnja za devizama na deviznom tržištu kreće se u odnosu na ponudu, na takvoj razini da nominalni tečaj i dalje ima obilježje precijenjenosti. Potvrdu takvog zaključka treba tražiti u obilježjima kretanja u platnoj bilanci.

Pri ocjeni realnosti ili nerealnosti tečaja i implikacija koje iz takvih zaključaka mogu proizlaziti za kraći i duži rok, treba uzeti u obzir i efikasnost našeg deviznog tržišta. U tržišnim privredama, uz pretpostavku neutralne uloge centralne banke, devizno tržište obilježava visok stupanj efikasnosti; utjecaj mjera ekonomske politike očituje se na deviznom

tržištu prije promjena cijena drugih proizvoda i usluga.⁷ Kod nas, međutim osim Narodne banke koja ima aktivnu ulogu na deviznom tržištu, (u najmanju ruku zbog formiranja deviznih rezervi) na kretanje tečaja veliki utjecaj ima i mali broj velikih poslovnih banaka. Te banke su, nastojeći prebroditi probleme likvidnosti do kojih je došlo zbog naglog povećanja potražnje za novcem u nebankarskom sektoru nakon proglašenja programa, povećanjem ponude deviza utjecale na aprecijaciju tečaja. To je doduše učvrstilo stabilnost cijena, ali i produbilo probleme poslovanja privrednih subjekata. Sada, iako i dalje opterećene problemima likvidnosti (zbog održanja svojih velikih i loših komitenata) one to više ne čine, jer bi vjerojatno time dovele u još teži položaj upravo te svoje slabe komitente, pa time ne bi olakšale ni vlastiti položaj. One su se akomodirale sadašnjoj razini tečaja i stanju visokih realnih kamatnih stopa, očekujući možda da će iz razvojnih razloga monetarna politika omekšati, a male nove banke, neopterećene hipotekama prošlosti, imaju u najmanju ruku slobodan prostor za profitabilno poslovanje. U tom pomalo ambivalentnom stanju, gdje se očekuje izlaz iz začaranog kruga sanacije banaka i njihovih loših komitenata, funkcionira devizno tržište i formira se tečaj koji ima sasvim realan utjecaj na poslovanje i strukturu prilagođavanja u privredi.

Pri ocjeni realnosti i predviđanju kretanja tečaja, treba voditi računa i o nekim drugim segmentima makroekonomske politike, prvenstveno onim koji su imali uporišni značaj u provedbi stabilizacijskog programa: politici plaća i politici javnih prihoda i rashoda.

U za nas pomalo ezoteričnoj literaturi o deviznom tržištu i tečaju, može se naići na gledišta da je, zbog efikasnosti deviznog tržišta, teško uopće i govoriti o precijenjenosti ili podcijenjenosti domaće valute. Ako je u nečemu problem, onda je to u imperfektnosti tržišta rada i drugih tržišta. Iako se i ovakva gledišta teško mogu operacionalizirati ipak im se ne može sasvim poreći logika. Ukoliko te opservacije pokušamo primijeniti na našu situaciju, morao bi slijediti zaključak da ukoliko tečaj nije

⁷ Vidi npr. Kortweg (1982).

precijenjen, da su plaće previsoke. Drugim riječima, da u momentu proglašenja stabilizacijskog programa domaća valuta i nije bila precijenjena, rast realnih plaća iznad proizvodnosti rada u poststabilizacijskom razdoblju, uz nepromijenjeni nominalni tečaj bi do toga morao dovesti. Rast realnih plaća u tom razdoblju bio je doista visok: prema procjenama Državnog zavoda za makroekonomske analize, jedinični trošak rada u industriji porastao je u razdoblju X. 95/XII. 93. za 53,8%! Teško je pretpostaviti da službena statistika, koja sasvim sigurno nije suviše precizna, ipak toliko podcjenjuje kretanje privredne aktivnosti i rast proizvodnosti rada. Ekspanzija javne potrošnje potkraj 1995. i vraćanje proračunskom deficitu u 1996., kolikogod zasad ne izgledao velik, pokazuje da kod nas postoje i sklonost i mehanizmi zadovoljenja potrošačkih aspiracija daleko iznad onog što omogućava proizvodni potencijal privrede.

Precijenjenost domaće valute se logično uklapa u takav model. No, deficit u platnoj bilanci, koji po definiciji pokazuje za koliko je domaća potrošnja veća od domaćeg bruto domaćeg proizvoda, može rasti do onih granica do kojih ga se može financirati. Visok rast deficita na tekućem računu u 1995. kao i mogućnost njegova daljeg rasta zaslužuju stoga posebnu pažnju. Oni traže odgovor na bar nekoliko pitanja: (a) kakva su razvojna obilježja deficita, (b) kako se taj deficit financira sada, odnosno, kako će se eventualno financirati u budućnosti, i (c) kakvu ulogu u održanju sadašnje, ili buduće ravnoteže ima tečaj.

4. Strukturne promjene u proizvodnji, ekonomskoj razmjeni s inozemstvom i platnoj bilanci Hrvatske

Osnovno obilježje kretanja na tekućem računu platne bilance Hrvatske u poststabilizacijskom razdoblju je brz rast deficita robne razmjene i stagnacija suficita razmjene uslugama i tekućih transfera (vidi tablicu 1). Podaci o uvozu i izvozu robe za cijelu 1995. pokazuju da je izvoz u 1994. i 1995. rastao po stopama od 9,1% i 8,7%, a uvoz po stopama od 12,1% i 43,6%. Deficit robne razmjene povećao se je tako s 0,9 mlrd. USD u 1994. na 2,9 mlrd. USD -u 1995. U godinu dana se, dakle, utrostručio. Stvarni deficit je nesumnjivo veći, jer u statistiku uvoza nije uključen "shopping turizam".

Iako se kod nas deficit robne razmjene tradicionalno pokriva suficitom razmjene uslugama i transferima i iako nema sumnje da bi prihod od izvoza usluga (turizma) bez ratnih rizika bio veći, a time deficit na tekućem računu manji, stagnacija stope rasta izvoza i tako visok porast uvoza robe, i samo za sebe zahtijeva posebno objašnjenje.

Prihodi od izvoza usluga (turizam i prijevoz) imaju šansu dugoročne ekspanzije. No, zbog kapacitetnih ograničenja, precijenjenosti domaće valute i raznih neekonomskih razloga, ekspanzija tih prihoda može daleko ostati za rastom deficita robne razmjene. Ako se sadašnja tendencija u robnoj razmjeni nastavi, a u uvjetima oživljavanja privredne aktivnosti uvoz bi morao još brže rasti, javlja se pitanje financiranja daljeg rasta deficita trgovinske bilance. Transferi stanovništva iz inozemstvu i smanjivanje devizne štednje kod kuće kao i eventualno povlačenje sredstava iz inozemstva radi financiranja tekućeg uvoza nesumnjivo će stagnirati. Ostaju krediti i rast zaduženosti u inozemstvu. U 1995. se pojavila takva stavka financiranja deficita, čija priroda, međutim nije sasvim jasna. Radi se o stavci "greške i propusti" koja samo u prvih 10 mjeseci prošle godine iznosi preko 1,1 mlrd. USD. Time je financirana gotovo 1/3 vrijednosti uvezene robe u tom razdoblju. Iako bi trebalo pretpostaviti da se tu radi o uvozu na komercijalni kredit (manji od 90 dana) koji se statistički ne zahvaća, vjerojatnije je da se radi i o nekim drugim izvorima financiranja uvoza. Teško je ocijeniti koliko je

njihov udio i koliku potenciju dugoročnosti imaju. No, ukoliko se to u većoj mjeri radi o kratkoročnom zaduživanju, onda je jasno da se ta pozicija ne može dugoročnije održati.

Tablica 1.
BILANCA PLAĆANJA HRVATSKE (SALDA)

	u mil. USD		
	1993.	1994.	I-X 1995.
I. TEKUĆI RAČUN	104	103	-1.431
1. Roba	-763	-969	-2.426
2. Usluge	632	738	536
3. Dohodak	-141	-124	-49
4. Tekući transferi	376	459	508
II. FINANCIJSKE TRANSAKCIJE	270	584	814
1. Izravne investicije	74	98	63
2. Ostale investicije	195	486	751
III. NETO GREŠKE I PROPUSTI	76	101	1.117
IV. DEVIZNE REZERVE	-450	-789	-500

Izvor: Za 1993. i 1994. Main Statistical Indicators, Vol.III, br. 11, 10. siječanj 1996, str. 32-37., za 1995., NBH, privremeni podaci.

Napomena: Negativni predznak kod stavke "devizne rezerve" znači povećanje rezervi.

U uvjetima nedovoljne domaće štednje, deficit u platnoj bilanci je neizbježan ukoliko se želi povećati uvoz opreme i nove tehnologije radi ubrzanja opće privredne aktivnosti i razvitka. Ta potreba sigurno postoji i kod nas. No iz analize strukture uvoza vidljivo je da dosadašnji rast robnog deficita kod nas nije prouzročen tim ili prvenstveno tim razlogom: preko 80% uvoza otpada i dalje na uvoz reprodukcijskog materijala i robe široke potrošnje (tablica 2). Rast uvoza reprodukcijskog materijala, u analizama konjunktura, najčešće upućuje na oživljavanje privredne aktivnosti. No, ta se veza kod nas također ne zapaža. Zaključak koji se otuda nameće je, da uvozni reprodukcijski materijal konkurrira na domaćem tržištu i istiskuje domaće proizvođače.

Tablica 2.
STRUKTURA ROBNE RAZMJENE HRVATSKE 1993.-1995.

	UVOZ				IZVOZ			
	A	B	C	D	A	B	C	D
1993.	58.8	16.2	25.0	100.0	50.3	8.9	40.8	100.0
1994.	56.9	17.1	25.9	100.0	50.8	11.6	37.5	100.0
1995.	55.3	17.5	27.1	100.0	52.7	11.6	35.7	100.0

Izvor: Priopćenja Državnog zavoda za statistiku, Zagreb.

A = Proizvodi za reprodukciju

B = Proizvodi za investicije

C = Proizvodi za široku potrošnju

D = Ukupno

Budući da na izvoz robe otpada više od polovice ukupnih prihoda na tekućem računu i budući taj izvoz najvećim dijelom ostvaruje prerađivačka industrija, pitanje je što se događa s proizvodnim i izvoznim potencijalom industrije. Razmotrit ćemo stoga kretanje izvoza, fizičkog obujma proizvodnje i uvoza 10 najvećih izvoznih grana prerađivačke industrije Hrvatske.

Na navedenih 10 grana prerađivačke industrije otpada oko 75% ukupnog izvoza prerađivačke industrije i oko 72% ukupnog izvoza robe Hrvatske. Te grane predstavljaju, dakle, onaj dio proizvodne strukture koji je jedan od temelja naše ekonomske razmjene sa svijetom i to naprosto stoga što su na veoma konkurentnom svjetskom tržištu uspjele osigurati određene tržišne udjele. Mogu biti manje ili više efikasne ili profitabilne, ali na kraći rok nemaju zamjenu.

Tablica 3.
**RAST NAJVEĆIH IZVOZNIH GRANA
 PRERAĐIVAČKE INDUSTRIJE HRVATSKE**

	A	B	C	D	E
1. Proizvodi gotovih tekstilnih proizvoda	638.9	695.6	108.9	94.0	122.2
2. Proiz.baznih kemijskih proizvoda	340.5	585.9	172.1	101.5	135.7
3. Proiz.naftnih derivata	336.9	350.1	103.9	126.9	114.4
4. Proiz.prehr.proiz.	324.0	320.2	98.8	104.1	151.2
5. Proiz.kožne obuće i galanterije	310.2	254.2	81.9	76.9	110.1
6. Brodogradnja	302.7	260.4	86.0	100.9	394.1
7. Prerada kem. proiz.	265.0	263.8	99.5	100.8	162.4
8. Proizvod. elektr. strojeva i aparata	252.6	312.0	123.5	105.8	159.0
9. Proiz.finalnih proizvoda od drva	173.5	165.2	95.2	91.0	170.5
10. Strojogradnja	156.3	166.1	106.2	114.6	148.9

Izvor: Priopćenja Državnog zavoda za statistiku, Zagreb.

A = Izvoz u 1994. (tisuća USD)

B = Izvoz u 1995. (tisuća USD)

C = Indeks rasta izvoza u 1995.

D = Indeks rasta fizičkog obujma proizvodnje u 1995.

E = Indeks rasta uvoza prema granama industrije u 1995.

Od tih deset grana, u 1995. polovica je zabilježila pad ili stagnaciju volumena proizvodnje (stupac D) a isto toliko ih je zabilježilo pad vrijednosti izvoza (stupac C). Kod grana koje bilježe pad vrijednosti izvoza i pad ili stagnaciju proizvodnje, opaža se visoka stopa rasta uvoza (Proizvodnja finalnih proizvoda od drva, prerada kemijskih proizvoda, brodogradnja, proizvodnja prehrambenih proizvoda, proizvodnja kožne obuće i galanterije). Moglo bi se zaključiti da kod tih proizvodnji dolazi do supstitucije domaće proizvodnje uvoznom robom. Jedino proizvodnja naftnih derivata pokazuje visoku sposobnost izvozne ekspanzije.

Očito je da u proizvodnji i vanjskoj trgovini dolazi do strukturnih promjena. No, teško bi bilo zaključiti da su te promjene, i s kratkoročnog i dugoročnog gledišta, poželjne. Ponajprije, željeno oživljavanje privredne aktivnosti i prelazak u ekspanzivnu fazu razvitka može doći samo iz ekspanzije izvoza, ne ekspanzije domaće potražnje. Rast izvoza

usluga (turizma), je poželjan i moguć prvenstveno zbog lakšeg financiranja deficita robne razmjene koji će morati i dalje rasti kad jednom doista dođe do povećanja investicija i uvoza tehnologije iz inozemstva. No, rast proizvodnje i izvoza robe, ostaje temeljna veza sa svjetskim tehnološkim napretkom i pretpostavka trajnog privrednog rasta. U ta razmatranja trebalo bi, naravno, uključiti i poljoprivrednu proizvodnju. Procesi stagnacije i/ili opadanje proizvodnje i izvoza robe u uvjetima rasta domaće potražnje, zahtijevaju veliku pažnju i jasno definiranje industrijske politike, kako ne bi postali ireverzibilni.

Kakva je tu konačna uloga tečaja? Ako i ne postoji čvrsta metodološka osnovica za procjenu stupnja "realnosti" tečaja, kretanja u platnoj bilanci nedvosmisleno ukazuju da sadašnji tečaj precjenjuje domaću valutu. Rastući deficit u platnoj bilanci naprosto kaže da je u međunarodnoj razmjeni naš uvoz jeftin, a izvoz skup. Tečaj, naravno nije jedini faktor koji utječe na sadašnje kretanje ekonomske razmjene kod nas. Važni su i neki drugi faktori koje smo naveli u uvodu: tehnološka i organizacijska svojstva pojedinih proizvodnji, raspoloživost sredstava za restrukturiranje i sl. Precijenjenost domaće valute, kao i zaoštavanje financijske discipline vrše pritisak na restrukturiranje, rast efikasnosti proizvodnje i profitabilnosti. No, suviše jak pritisak može uroditi ne prilagođavanjem, već nestankom. U tom smislu tečaj ima posebno veliku važnost, jer kod mnogih proizvodnji prostor za prilagođavanje se ne nalazi samo na domaćem, već na svjetskom tržištu. A te proizvodnje gube konkurentnost i na domaćem tržištu.

5. Zaključak

U gospodarstvu Hrvatske, kao i u drugim postsocijalističkim privredama dolazi do strukturnih promjena u proizvodnji i ekonomskoj razmjeni s inozemstvom. Taj proces određuju, s jedne strane stabilizacijska makroekonomska politika (zaoštavanje financijske discipline) a s druge, i dalje prisutna paternalizacija slabih sektora i sklonost rastu potrošnje iznad proizvodnih mogućnosti privrede. U tako ambivalentnom stanju tržišni pokazatelji mogu pružati pogrešne signale u pogledu postizanja

dugoročnih razvojnih ciljeva. U ovome radu pažnju smo obratili tečaju, ocjeni njegove "realnosti" i utjecaju koji tečaj može imati na strukturno prilagođavanje i ekonomsku razmjenu s inozemstvom.

Statistička analiza nedvosmisleno pokazuje da sadašnja razina tečaja precjenjuje domaću valutu. Na takav zaključak upućuju i kretanja u platnoj bilanci. Pad konkurentnosti na svjetskom tržištu prati pad konkurentnosti domaćih proizvođača i na domaćem tržištu. Takvo stanje utječe na slabljenje poslovne aktivnosti i onih grana prerađivačke industrije koji su nosioci izvoza odnosno, koji drže značajne tržišne udjele na danas veoma konkurentnom svjetskom tržištu.

Nakon proglašenja stabilizacijskog programa i stvarnog stabiliziranja cijena, po svemu sudeći labavi potrošačka disciplina, što se ogleda u rastu domaće potrošnje (u prvom redu osobne i javne) u odnosu na kretanje bruto domaćeg proizvoda. U takav model upotrebe društvenog proizvoda uklapa se precijenjenost domaće valute.

Zaključci ovih razmatranja nisu usmjerena, međutim, samo na tečaj. Iako kretanja tečaja, odnosno mjere ekonomske politike koje na to utječu, mogu olakšati ili otežati proces restrukturiranja, promjena tečaja sama za sebe ne može dati efikasne rezultate. Iako bi realniji tečaj kratkoročno djelovao na smanjenje potražnje za uvozom robe i usluga i tako olakšao probleme poslovanja privrede, bez niza drugih mjera, prvenstveno onih koje bi djelovale na usklađivanje domaće potrošnje s domaćom proizvodnjom, mogao bi završiti tek vraćanjem rastu cijena. Smisao zaključaka ove analize je pokušaj usmjeravanja pažnje na razne činioce koji utječu na ekonomsku razmjenu s inozemstvom i promjenu u proizvodnoj strukturi te konzekventnu potrebu definiranja industrijske politike koja će procese restrukturiranja uskladiti s dugoročnim razvojnim preferencijama.

LITERATURA

1. Z. Anušić, et al. ur. **A Road to Low Inflation**, Croatia 1993./1994. Vlada Republike Hrvatske, Zagreb, 1995.
2. J.A. Frankel i K.A. Froot, "Understanding the US Dollar in the Eighties: The Expectations of Chartists and Fundamentalists", u zborniku, R. MacDonald i M.P. Taylor, **Exchange Rate Economics**, Vol I, The International Library of Critical Writings in Economics, 16, Univ.Press, Cambridge, 1992.
3. P. Kortweg, "Exchange Rate and Monetary Policy in a World of Real Exchange Variability", u **Exchange Rate Policy**, ur. R.A. Batchelor and G.E. Wood, McMillan Press, London, 1982.
4. E.B. Maciejewski, "'Real' Effective Exchange Rate Indices: A Re-Examination of the Major Conceptual and Methodological Issues", **IMF Staff Papers**, Vol 30, br. 3, rujan 1983.
5. National Bank od Croatia, Main Statistical Indicators, različiti brojevi.