

## II. AKTUALNE TEME

### 1. RAST I STABILNOST (teorijski okvir, iskustva, slučaj Hrvatske)

#### Uvod

*U cilju objašnjenja složenih ekonomskih fenomena, te formuliranja eventualnih naputaka za ekonomsku politiku, razvijene su brojne ekonomske teorije čija je objašnjavajuća moć provjeravana na empirijskim podacima. No koliko god ekonomske teorije bile složene, one po svojoj unutarnjoj logici moraju biti pojednostavljene stvarnosti koju objašnjavaju, te stoga ostavljaju uvijek dovoljno prostora za kontroverzije. Isto tako, njihova provjera na empirijskim podacima izložena je brojnim ograničenjima, koje svaki ekonometričar vrlo dobro poznaje, pa su suprotni rezultati česta pojava.*

*Ovaj kratki predgovor ima za cilj upozoriti da je određena doza skeptičnosti uvijek nužna, kako se ne bi podleglo zabludi da se izuzetno složene fenomene može vrlo jednostavno objasniti i iz toga izvući nedvosmislene pouke za ekonomsku politiku. U tom duhu treba gledati i analizu koja slijedi u nastavku.*

*Rast i stabilnost dva su fenomena kojima svakako ne nedostaje složenosti, tako da se i danas, usprkos enormnom razvoju ekonomske teorije može reći, da još nije sasvim jasno koji sve činitelji i na koji način doprinose rastu, kao i što je presudno za postizanje i održavanje stabilnosti, odnosno niske stabilne inflacije. No dok je, s jedne strane, s razvojem teorija tzv. endogenog rasta koje u standardne teorije rasta eksplicitno uvode i ljudski kapital, te razvojem institucionalne ekonomije "nepoznata zemlja" u analizi rasta nešto smanjena, a s druge strane, s teorijom racionalnih očekivanja bitno dopunjen rudimentarni keynesijanski aparat za analizu inflacije i politike stabilizacije, dotle je veza između rasta i makroekonomske*

stabilnosti ostala još uvijek teorijski nedovoljno osvjetljena, pa stoga i empirijski nedovoljno provjerena što zajedno postavlja ozbiljna ograničenja i za eventualne relevantne ekonomsko-političke zaključke.

U tom teorijsko-empirijski još nedovoljno osvjetljenom području, u nedostatku neke potencijalne opće teorije rasta, kreću se sve vlade koje nastoje povećati stope rasta uz zadržavanje stabilnosti, a isto tako i međunarodne financijske institucije koje nastoje osigurati rast i stabilnost svjetske ekonomije. U tom i takvom kontekstu, formirao se relativno čvrst stav, koji je zbog ranije navedenog razloga još uvijek više empirijskog, nego teorijskog karaktera, da su makroekonomska stabilnost i efikasno funkcioniranje tržišta u svim njegovim segmentima nužne pretpostavke stabilnom održivom rastu. Stoga je na svim razinama vođenja ekonomske politike posebna pozornost posvećena politikama makroekonomske stabilizacije i strukturnog prilagođavanja kojima se nastoji utjecati na ključne činitelje rasta kao što su: štednja, investicije u fizički i ljudski kapital, produktivnost kapitala, te tehnološki napredak.

U nastavku rada, a bez pretenzija na cjelovitost, nakon kratkog prikaza rezultata nekih recentnih empirijskih istraživanja veze između rasta i stabilnosti, usmjerit ćemo se na razmatranje samo nekih od širokog spektra problema, koji se pojavljuju u gore spomenutom kontekstu, a značajni su za sadašnju situaciju u Hrvatskoj. Tako ćemo jednostavnim analitičkim aparatom analizirati vezu između domaće štednje, priliva inozemnog kapitala i realnog tečaja, te u tom kontekstu, vezu između makroekonomske politike, unutrašnje i vanjske ravnoteže i rasta u Hrvatskoj u posljednjih nekoliko godina, a zatim i vezu između priliva kapitala i tečaja, te vanjske i unutrašnje ravnoteže, odnosno stabilizacijske politike u uvjetima prisutnosti supstitucije novca u Hrvatskoj.

Analiza pokazuje da je nakon osamostaljenja i rata u Hrvatskoj došlo do promjena domaće štednje i investicija, te izvoza i uvoza, što je rezultiralo promjenom realnog ravnotežnog tečaja.

*Analitički rezultati ilustrirani su podacima procijenjenih nacionalnih računa. Nadalje, da je nakon vjerodostojnog zaustavljanja hiperinflacije došlo do priliva kapitala iz inozemstva, najvećim dijelom kroz povrat kapitala iz inozemstva i "čarapa" rezidenata, odnosno povratnu supstituciju novca, koji je u prvom razdoblju, do druge polovice 1994. bio uvjetovan pretežno povećanom potražnjom za novcem, što je imalo utjecaja na aprecijaciju tečaja, ali ne i na tekuću bilancu, a u nastavku 1994. i u 1995. povećanom potrošnjom, što je rezultiralo deficitom tekuće bilance, te nastavkom pritiska na aprecijaciju tečaja.*

*Osnovne implikacije analize za ekonomsku politiku mogu se sumirati u stavu da je za rast neophodno povećati neto domaću štednju, kako bi se uz rastuće investicije omogućila deprecijacija realnog tečaja i potaknuo izvoz. Bez te pretpostavke, te u kontekstu još uvijek prisutne supstitucije novca, pokušaj realne deprecijacije tečaja putem isforsirane nominalne deprecijacije rezultirao bi gubitkom vjerodostojnosti ekonomske politike, te posljedično porastom inflacijskih očekivanja, porastom inflacije, padom privredne aktivnosti i neodrživom platno-bilančnom pozicijom uz ponovni bijeg kapitala.*

### **Rast i inflacija: iskustva**

*Najveći dio empirijskih istraživanja veze rasta te makroekonomskih i strukturnih varijabli zasnovan je na parcijalnim teorijama, odnosno ad hoc odabiru objašnjavajućih varijabli bez solidne teorijske osnove. Zato su i rezultati istraživanja različiti i stoga dvosmisleni. No, kako ističu Kahn i Villanueva (1991), čak i pokušaji ocjene reduciranih oblika potpuno specificiranih modela rasta ne bi u potpunosti izbjegli problem simultanosti s obzirom da bi neke egzogene ekonomsko-političke varijable u stvari mogle biti endogeno određene zbog reakcije vlade na određena makroekonomska kretanja, uključujući promjene u stopi rasta.*

*U pregledu novijih empirijskih istraživanja efekata makroekonomskih politika na rast, Kahn i Villanueva (1991) ilustriraju gornji stav. Od deset promatranih makroekonomskih varijabli, varijable fiskalne politike pokazuju najveću različitost, odnosno nejasnoću. Nasuprot tomu, izvoz i realna kamatna stopa, za koju se može uzeti da u obrnutom smislu odražava i utjecaj inflacije, imaju nedvosmisleno pozitivan utjecaj na rast.*

*U pogledu odnosa rasta i inflacije, rašireni stav da umjerena inflacija i rast mogu biti pozitivno korelirani u kratkoročnom, cikličkom kontekstu, dok je u srednjem i dugom roku njihova veza negativna, također nije dobio nedvosmislenu potvrdu u empirijskim istraživanjima. Naime, dok se u pedesetim i šezdesetim godinama još moglo naći empirijske potvrde o pozitivnoj vezi u kratkom roku, što je i oblikovalo poznatu Phillipsovu krivulju, u sedamdesetim i osamdesetim godinama ta se veza više nije mogla empirijski potvrditi, čemu je odgovarala i modificirana Friedman-Phelpsova verzija Phillipsove krivulje prema kojoj ciklička nezaposlenost može pasti ispod prirodne stope samo ako je stvarna inflacija veća od očekivane.*

*Tek je s najnovijom studijom Bruna i Easterlya (1994) dobijena čvršća empirijska potvrda negativne veze rasta i inflacije. No, dok je negativna veza pri visokoj inflaciji nedvosmislena, dotle pri niskoj i umjerenom inflaciji ta veza još uvijek ostaje empirijski neodređena. Ono što je još zanimljivije, posebno iz našeg kuta gledanja, je nalaz studije da uspješnu stabilizaciju visoke inflacije slijedi snažan oporavak rasta u razdoblju od oko šest godina, dakle ako se da dovoljno vremena da se dovrši proces prilagođavanja. Obrazac je dakle slijedeći: nakon pada stopa rasta, odnosno negativnog rasta uzrokovanog visokom inflacijom (granična visina inflacijske krize utvrđena je na razini stope od 40%), uspješna stabilizacija dovodi do oporavka rasta po stopama višim od onih prije krize.*

*Iako studija nije rasvijetlila koji mehanizam stoji iza empirijski utvrđenog obrasca, nekoliko se promjena uočilo iako još uvijek na razini anegdotalnog dokaza. Tako se uočilo da je nakon krize*

fiskalna politika postala znatno konzervativnija, te da se često nakon krize osnovala nezavisna središnja banka ili se znatno ojačala nezavisnost postojeće središnje banke. Često se prekidala ili ograničavala veza između proračuna i središnje banke, a većom liberalizacijom trgovine utjecalo se na povećanje produktivnosti i konkurencije čime se ograničio povratak inflacije. Oporavak i rehabilitacija financijskog sektora također su uočeni kao mogući kanal oporavka rasta. Spomenut je i potencijalni učinak dezintegracije lobističkih interesnih skupina u tijeku krize, što može povoljno djelovati na bolje funkcioniranje tržišnih mehanizama i oporavak rasta u post-kriznom razdoblju. Zanimljiv je i nalaz da se investicije u pravilu sporije oporavljaju od rasta, što upućuje na neke novije nalaze da investicije slijede rast, a ne obrnuto.

Pažljivijem blagonaklonom motritelju naših prilika neće promaknuti da su sve navedene promjene u ekonomskoj politici, koje otvaraju mogućnost za snažan oporavak rasta nakon uspješnog stabiliziranja hiperinflacije, prisutne i u Hrvatskoj. Dakle, važne, iako, kao što ćemo vidjeti, ne i sve pretpostavke su tu, te valja nastojati da se razboritom i vjerodostojnom ekonomskom politikom stvorena šansa iskoristi. No, to je samo dijelom pitanje struke, jer je, kao što u zaključku i autori studije ističu, na političkoj ekonomiji da objasni zašto se usprkos jasno utvrđenih povoljnih učinaka na rast, stabilizacijske politike često odgađaju.

## **Slučaj Hrvatske**

U ovom ćemo dijelu analizirati vezu makroekonomske ravnoteže i rasta u kontekstu događanja u Hrvatskoj. Makroekonomsku ravnotežu definiramo kao takvu konstelaciju unutrašnje i vanjske ravnoteže koja je konzistentna s dinamičnim stabilnim rastom. Odnosno, dinamičku ravnotežu definiramo kao situaciju u kojoj je rast konzistentan s niskom i stabilnom inflacijom te održivom platno-bilančnom pozicijom. Naime, polazimo od stava da, iako je eventualno u kratkom roku visoka inflacija spojiva s rastom, te

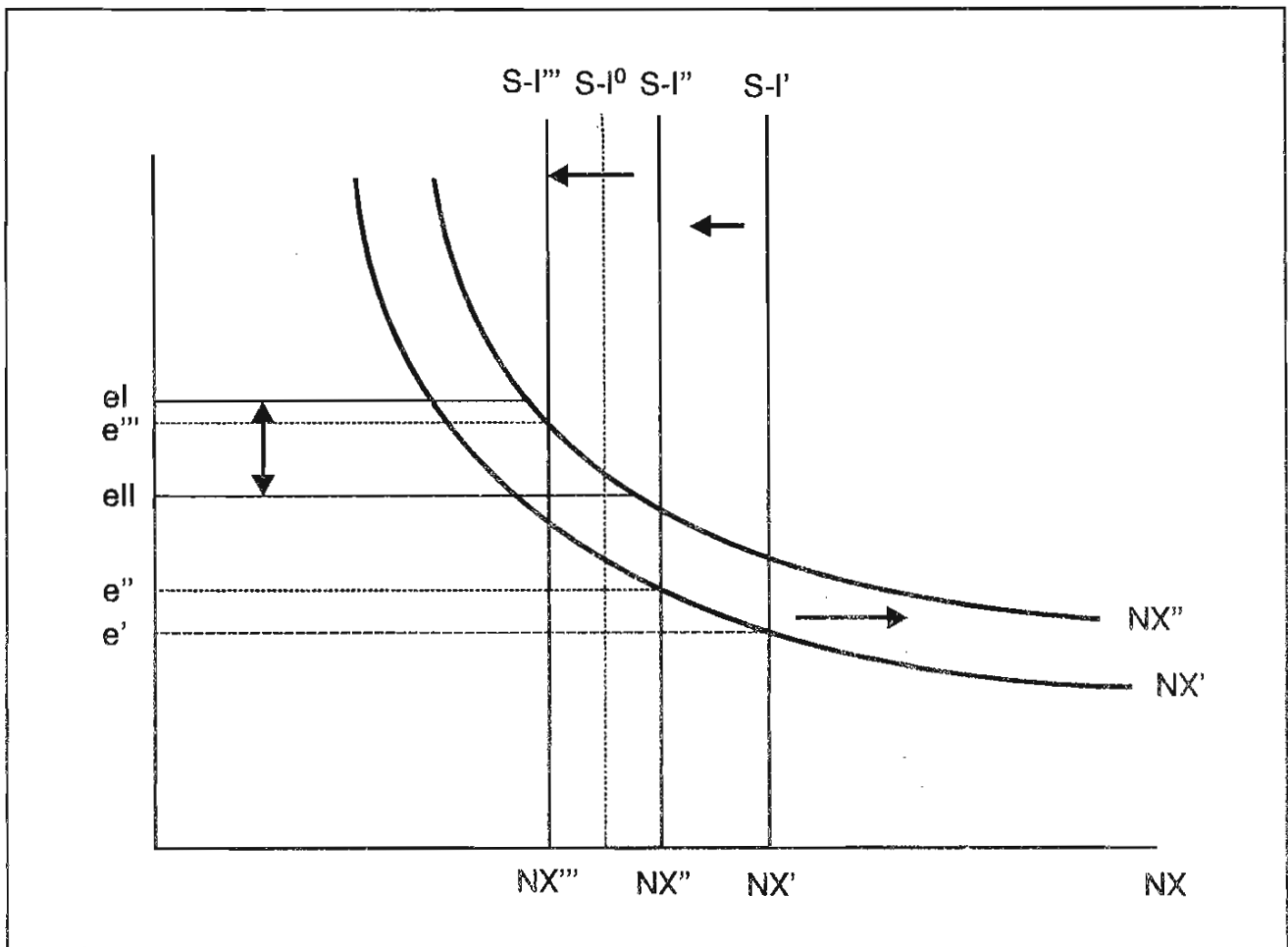
da deficit platne bilance može ubrzati rast, u srednjem i dugom roku visoka inflacija i visoka rastuća zaduženost negativno utječu na rast.

U već spomenutom nedostatku općeg modela rasta, koji bi integrirao makroekonomsku ravnotežu i rast, našu ćemo pažnju usmjeriti na analizu makroekonomske ravnoteže u okviru analitičkog modela male otvorene ekonomije, dok će veza s rastom ostati na verbalnoj razini. Pri tome ćemo posebnu pažnju posvetiti štednji, investicijama, platnoj bilanci i realnom tečaju koji su, prema teoriji rasta, i glavne odrednice dugoročnog rasta.

U tom okviru analizirat ćemo zašto je u Hrvatskoj, nakon osamostaljenja i rata, došlo do aprecijacije realnog tečaja, te što ekonomska politika može i treba poduzeti kako bi osigurala rast u stabilnosti, dakle uz održavanje unutrašnje i vanjske ravnoteže. Pri tome valja naglasiti da vanjska ravnoteža ne znači uravnoteženost tekućeg računa, već onaj saldo tekućeg računa, koji je održiv i konzistentan s fazom razvoja zemlje.

Poslužit ćemo se grafikonom na kojem su prikazane krivulje vanjske i unutrašnje ravnoteže, koje u svojem presjecištu određuju ravnotežan realni tečaj. Za odgovor na pitanje da li je taj tečaj ravnotežan i u dinamičkom smislu, odnosno da li on osigurava održiv rast morat ćemo se, međutim, zadržati na verbalnoj analizi.

Na grafikonu su u funkcionalnoj vezi neto izvoz kao reprezentant salda na tekućem računu i realni tečaj. Krivulja ima negativan nagib jer uz niži realni tečaj raste neto izvoz. S-I krivulja koja pokazuje neto domaću štednju, odnosno saldo štednje i investicija, nije u direktnoj funkcionalnoj vezi s realnim tečajem te je prikazana kao okomiti pravac paralelan s ordinatom na kojoj je prikazan tečaj. Znači, ravnotežan realni tečaj je određen odnosom unutrašnje i vanjske ravnoteže.



Što se dogodilo u Hrvatskoj nakon 1992. godine, a što je utjecalo na pomicanje krivulja unutrašnje i vanjske ravnoteže i promijenilo ravnotežni realni tečaj. Ako pretpostavimo da je do 1992. ravnotežni tečaj bio  $e'$  koji odgovara presjecištu krivulja  $NX'$  (neto izvoz) i  $S-I'$  (neto domaća štednja), tada slika prikazuje situaciju u kojoj postoji pozitivan neto izvoz, odnosno višak na tekućem računu, kojem odgovara višak domaće štednje nad investicijama. Podaci u tablici ilustriraju tu situaciju. Iscrtkana krivulja  $S-I^0$  predstavlja situaciju u kojoj je  $NX = S-I = 0$ . (Pri tome napominjemo da je višak na tekućem računu u razdoblju do 1992, zapravo podaci su raspoloživi i relativno vjerodostojni samo do 1990, uključivao i višak u razmjeni s ostalim područjima bivše Jugoslavije).

## Nacionalni računi Hrvatske

struktura u %

	pros.1986-88	pros.1989-90	1994	1995
1. BDP	100.0	100.0	100.0	100.0
2. Osobna potr.	50.7	56.8	59.0	65.9
3. Javna potr.	22.3	27.1	27.4	28.3
4. Ukupna potr.	73.0	83.9	86.4	94.2
5. Štednja (1-4)	27.0	16.1	13.6	5.8
6. Investicije	20.3	15.7	15.0	17.9
7. Neto izvoz = Neto štednja (5-6)	6.7	0.4	-1.4	-12.1

Izvor: Društveni računi Hrvatske 1986-1988 i 1989-1990, RZS, te ocjene i prognoze autora.

Iz podataka se, međutim, može uočiti da se i u razdoblju do 1992. (odnosno do 1990.) bitno razlikuju dva podrazdoblja. Tako je u razdoblju 1986-1988. neto domaća štednja bila pozitivna na prosječnoj razini od oko 6,7% BDP-a čemu je odgovarao neto izvoz definiran kao saldo izvoza i uvoza robe i usluga. (Dohoci faktora i transferi su tretirani kao kapitalne transakcije zbog teškoća u razlučivanju tekućih od kapitalnih transakcija u sektoru stanovništva. Stoga i koncept štednje odgovara domaćoj, a ne nacionalnoj štednji, a neto izvoz prikazuje tzv. bilancu resursa, a ne tekuću bilancu). U 1989. i 1990. zbog pada proizvodnje i visoke inflacije dolazi do snažnog pada štednje, te nešto manjeg pada investicija. Time se neto štednja, odnosno neto izvoz smanjuje u prosjeku na samo oko 0,5% BDP-a. To je na grafikonu ilustrirano pomakom S-I krivulje u lijevo čime je i povećan realni ravnotežni tečaj sa  $e'$  na  $e''$ .

Od 1992, odnosno već od druge polovice 1991, gubitak tržišta u bivšoj Jugoslaviji, te utjecaj rata rezultiraju padom proizvodnje, te padom štednje i investicija. Ratni rizik negativno utječe na izvoz no istovremeno preusmjerenje proizvodnje s bivšeg jugoslavenskog na izvozna tržišta neutralizira taj utjecaj i umanjuje pad izvoza. Uvoz, međutim, pada zbog smanjenja proizvodnje i investicija.



Osim toga, osamostaljenjem Hrvatska se našla u potpuno drukčijoj strukturnoj situaciji. Naime, Hrvatska je u bivšoj Jugoslaviji bila, kroz višak u tekućoj bilanci, snabdjevač deviza koje su se trošile na razini zemlje. Stoga je osamostaljenjem Hrvatske bitno promijenjen, odnosno povećan realni tečaj, koji uravnotežuje vanjsku bilancu.

To je, zajedno s padom uvoza uzrokovanim padom privredne aktivnosti, rezultiralo pomicanjem krivulje vanjske ravnoteže u desno, jer je u novim uvjetima, uz pretpostavku nepromijenjene domaće neto štednje, potreban viši tečaj da se održi postojeća ravnoteža izvoza i uvoza. S obzirom da se pad štednje nastavio po bržoj dinamici od pada investicija, neto domaća štednja je postala negativna što je pomaknulo  $S-I$  krivulju u lijevo iza točke  $S-I=NX=0$ , odnosno neto izvoz je također postao negativan na razini od oko 1-1,5% BDP-a.

Novi ravnotežni realni tečaj  $e'''$  određen je u presjecištu krivulja  $NX''$  i  $S-I'''$  i znatno je viši od tečaja  $e'$ , koji je bio ravnotežan u razdoblju druge polovice osamdesetih. To je slika stanja zaključno s 1994. godinom. Promjene koje su nastale u 1995. analizirat ćemo u nastavku. No prije toga treba pokušati odgovoriti na pitanje, da li je dostignuti realni tečaj koji je prevladavao u 1994. ravnotežan i u dugom roku, odnosno u dinamičkom smislu kako smo ga ranije definirali?

Ako dugoročni ravnotežni tečaj definiramo kao onaj tečaj koji uz date dugoročne varijable relevantne za njegovo određivanje, u dugom roku rezultira istodobnim postizanjem ranije definirane unutrašnje i vanjske ravnoteže u dinamičkom kontekstu, tada za odgovor na postavljeno pitanje treba vidjeti da li sadašnja razina realnog tečaja odgovara toj definiciji.

Da li, dakle, sadašnja razina tečaja osigurava nisku i stabilnu inflaciju uz razinu nezaposlenosti koja je blizu prirodne stope, zatim, da li je sukladna s fazom razvoja u ciklusu koji osigurava da je suma sadašnjih i budućih deficita i suficita tekuće bilance diskontiranih na sadašnju vrijednost jednaka nuli, i na kraju da li

osigurava takvu dinamiku rasta, koja maksimizira per capita dohodak u dugom roku.

Odmah treba reći da se eksplicitan odgovor u nedostatku modela koji bi povezao sve relevantne varijable ne može dati. Ono što se može je to, da se na verbalnoj razini razmotri koji ključni činitelji ne odgovaraju toj dinamičkoj dugoročnoj ravnoteži.

Pri tome ćemo zanemariti neke važne faktore koji određuju ravnotežni realni tečaj, kao što su uvjeti razmjene, tehnologija, tokovi kapitala, promjena produktivnosti, te efikasno funkcioniranje tržišta i to stoga što su dobrim dijelom egzogenog karaktera ili ih je teško opažati, a i da pojednostavimo analizu. Usmjerit ćemo se, stoga, na one ključne činitelje (tzv. fundamentals) koji su uočljivi ili ih čine ekonomsko-političke varijable ili su neposrednije pod njihovim utjecajem. To su štednja, investicije, javna potrošnja, trgovinska zaštita i izvoz. To su varijable koje su ključne kako za određivanje makroekonomske ravnoteže, tako i za rast.

Koja konstelacija tih varijabli odgovara maloj otvorenoj privredi, koja želi maksimizirati životni standard u dugom roku? Poznato nam je iz teorije rasta da štednja i investicije u fizički i ljudski kapital moraju biti što veće, da trgovinska zaštita mora biti što manja, da javna potrošnja mora biti što manja kako ne bi istiskivala investicije i izvoz, te da izvoz mora dinamično rasti. Nadalje, da bi se zadovoljio spomenuti uvjet intertemporalne uravnoteženosti vanjske bilance, potrebno je osigurati da fazu rasta uz zaduživanje i priliv direktnih investicija slijedi faza rasta uz suficit tekućeg računa, kako bi se mogao nesmetano servisirati akumulirani dug. U tom cilju stopa rasta mora biti barem na razini realne kamatne stope na svjetskom tržištu (u srednjem roku najmanje 5-6% s konvergencijom prema dugoročnoj stopi rasta od 2-3% koja odgovara dugoročnoj realnoj kamatnoj stopi na svjetskom tržištu).

Kako su te varijable izgledale u Hrvatskoj u 1994. godini u kontekstu stiliziranih činjenica za zemlje slične veličine i stupnja razvijenosti? Stopa domaće štednje je prepolovljena u odnosu na predratnu i iznosi oko 13-14% BDP-a. Bruto investicije u fiksne fondove su na nešto višoj razini (oko 15% BDP-a) te je neto štednja negativna i postoji vanjski deficit na razini od oko 1% BDP-a. Očito da je, ukoliko se želi ubrzati rast u srednjem roku, nužno znatno povećati investicije (prema 20-25% BDP-a) te da se u tom cilju mora znatno povećati i domaća štednja, kako bi se vanjska ravnoteža održala u okvirima ranije definirane dugoročne održivosti. Drugim riječima, vanjski deficit ne bi trebao u fazi zaduživanja u srednjem roku prelaziti u prosjeku 3-5% BDP-a. Eventualno veće stope bile bi prihvatljive samo na račun većeg priliva direktnih investicija.

Iz identiteta (1) i (2), koji predstavljaju ravnotežne uvjete u realnom sektoru otvorene ekonomije, vidljivo je da javna potrošnja direktno smanjuje štednju, a deficit javnog sektora je još dodatno smanjuje što se vidi iz jednadžbe (3) koja predstavlja razradu jednadžbe (2).

$$(Y-C-G)-I=NX \quad (1)$$

$$S-I=NX \quad (2)$$

$$(Sp-Ip)+(Sg-Ig)=NX \quad (3)$$

( $Y=BDP$ ;  $C=$ Osobna potrošnja;  $G=$ Javna potrošnja;  $I=$ Investicije;  $NX=$ neto izvoz ili bilanca robe i nefaktorskih usluga;  $p$  i  $g$  označavaju privatni i javni sektor)

Može se reći da je sa stajališta potrebe povećanja domaće štednje javna potrošnja koja doseže oko 28% BDP-a prevelika. Činjenica da je u 1994. javni sektor bio uglavnom uravnotežen amnestira ga od dodatne optužbe da smanjuje štednju i kroz deficit. Slijedi, da bi javnu potrošnju trebalo smanjiti, a svakako izbjeći generiranje deficita. Čak bi možda trebalo ostvariti i manji suficit kako bi se stvorio prostor za veći rast privatnih investicija, a da se pretjerano ne poveća vanjski deficit.

Osim toga, u strukturi javnih izdataka treba, u skladu s teorijom endogenog rasta, povećati udio izdataka za obrazovanje, znanost-tehnologiju i zdravstvo kao ulaganja u ljudski kapital, na račun izdataka za obranu, koji prema empirijskim istraživanjima imaju izrazito negativan utjecaj na dugoročni rast (vidi o tome u Knight, Loayza i Villuaneva (1995)).

Daljnja liberalizacija trgovinskog režima (smanjenje zaštite) i otvaranje prema svijetu dodatni su poželjni poticaj rastu izvoza kroz utjecaj na deprecijaciju realnog tečaja i sve poznate prednosti povećanja međunarodne razmjene za rast i stabilnost male ekonomije.

Niska i stabilna inflacija nužna je pretpostavka za izvodivost ovakvog scenarija, koji bi vodio visokom i stabilnom rastu.

Kako bi se spomenute poželjne promjene odrazile na realni tečaj, odnosno da li je realni tečaj, koji bi bio konzistentan s opisanim scenarijem, te stoga i dugoročno ravnotežan, bitno različit od postojećeg? Vratimo se našem grafikonu kako bi mogli lakše analizirati utjecaj naznačenih poželjnih promjena na realni tečaj.

Ako se zadržimo na utjecaju samo spomenutih varijabli, dakle zanemarimo promjene ostalih "fundamentals", tada možemo reći da bi daljnja liberalizacija trgovinskog režima utjecala na pomicanja krivulje NX na lijevo što bi uz ostale nepromijenjene faktore vodilo deprecijaciji realnog tečaja i time poticanju izvoza.

Da li će se, kuda i koliko pomaknuti S-I krivulja, to ovisi o kretanju štednje i investicija u pojedinim fazama razvoja. Ukoliko bi se ekonomskom politikom uspio smanjiti udio potrošnje u BDP-u, posljedični bi rast štednje pomicao krivulju u desno i utjecao na deprecijaciju realnog tečaja. Međutim, s obzirom da bi se i investicije povećavale, ishod bi ovisio o njihovoj relativnoj dinamici. U skladu s našom pretpostavkom da bi u početnoj fazi investicije brže rasle od rasta štednje, sve u odnosu na BDP, to bi rezultiralo povećanjem negativne štednje, no na višoj razini i štednje i investicija, što bi pomaklo S-I krivulju u lijevo i dovelo

do aprecijacije realnog tečaja. U kasnijoj fazi u kojoj bi štednja na višoj razini dohotka porasla, svorili bi se uvjeti za postupno smanjenje negativne neto štednje što bi S-I krivulju pomicalo u desno do u blizinu iscrtkane S-I krivulje, s jedne ili druge strane, što bi ovisilo o konstelaciji niza ostalih spomenutih i nespomenutih faktora koje nismo analizirali.

Opisana pomicanja NX i S-I krivulja rezultiralo bi kretanjem realnog ravnotežnog tečaja u rasponu označenom na ordinati između tečajeva  $e_l$  i  $e_{ll}$ . U prvoj bi se fazi tečaj kretao prema  $e_l$  a u drugoj prema  $e_{ll}$ . Očito je, stoga, da ne postoji jedan fiksni ravnotežni realni tečaj u toku vremena (vidi o tome u Edwards (1988)), te da sadašnji tečaj leži u rasponu ili na putanji mogućeg kretanja dugoročnog ravnotežnog realnog tečaja u vremenu.

Iz analize, međutim, slijedi i to da je sadašnji realni tečaj određen takvom konstelacijom fundamentalnih činitelja, koji ne osiguravaju visoki dugoročni rast. No isto je tako važno uočiti da je realni tečaj u osnovi endogena varijabla, te da pokušaji neposredne promjene nominalnog tečaja bez promjena spomenutih fundamentalnih činitelja, koji određuju realni tečaj mogu rezultirati samo makroekonomskom neravnotežom s negativnim utjecajem na činitelje ključne za ekonomski rast. Isto vrijedi i za kamatnu stopu, jer su tečaj i kamatna stopa preko svojih determinanti u manje više direktnoj vezi.

Može se, stoga, zaključiti da se ekonomska politika mora usmjeriti na promjenu onih faktora na koje može utjecati u pravcu koji je konzistentan sa dinamičnim stabilnim rastom, ali i s održanjem niske i stabilne inflacije. Dakle, ekonomska politika mora makroekonomskom politikom, strukturnim politikama, te izgradnjom institucionalnog okvira stvoriti stabilan, ali fleksibilan ambijent koji će osigurati poticaje da proces prilagođavanja rezultira porastom štednje, investicija i snažnom konkurentskom sposobnošću, koja će osigurati maksimalnu uključenost u međunarodnu ekonomiju.

Razrada politika i mehanizama, pa čak i njihovo grubo oslikavanje prelazi okvire ovog rada. Ono što pri tome valja naglasiti je to, da je u tom procesu uloga države da osigura poticajni okvir, a da glavnu ulogu u prilagođavanju mora odigrati tržište, odnosno privatni poduzetnici.

U zadnjem dijelu rada pokušat ćemo osvjetliti događanja u 1995. u postavljenom analitičkom okviru, ali uz izvjesno proširenje. Naime, u sliku ćemo uvesti i kapitalni račun platne bilance, te monetarni segment gospodarstva uz isticanje njegovih specifičnosti, odnosno uz uočavanje činjenice da u Hrvatskoj postoji fenomen supstitucije novca. U tom cilju proširit ćemo jednakost (3), te dodati nekoliko definicijskih relacija kako slijedi:

$$(Sp+FI-Ip) + (Sg-Ig) = NX + FI = dNFA = dM - dDC \quad (4)$$

$$NX = dNFA - FI \quad (5)$$

$$dM = dMD+dFDA+dFC \quad (6)$$

$$dNFA = dFAB+dFDA+dFC-dFLB+dFLP \quad (7)$$

(FI=direktne inozemne investicije; NFA=neto inozemna aktiva monetarnog i nemonetarnog sektora; M=široko definirani novac; MD=domaća komponenta novca uključujući i devizne depozite u domaćim bankama; FDA=devizni depoziti u stranim bankama; FC=strana valuta kod rezidenata; FAB=inozemna aktiva monetarnog sustava; FLB=inozemna pasiva monetarnog sustava; FLP=inozemna pasiva nemonetarnog sektora; ostali simboli su već ranije definirani).

Iz jednakosti (4) slijedi da je neto domaća štednja privatnog i javnog sektora jednaka ukupnoj platnoj bilanci (suma tekućih i kapitalnih transakcija) što je, dalje, jednako promjeni neto vanjske aktive a što je, konačno, jednako razlici u promjeni agregata novca i domaćeg kredita. Time je prikazana veza između realnog i monetarnog sektora u otvorenoj privredi.

Ono što je specifično za zemlju u kojoj je prisutan fenomen supstitucije novca je to, da agregat novca definiran u jednakosti (6) osim komponente domaćeg novca MD, uključuje i stranu valutu u rukama privatnog sektora u zemlji FC, te devizne depozite rezidenata u stranim bankama FDA. Osim toga i dio domaćeg novca MD u obliku je deviznih depozita rezidenata u domaćim bankama. Kao pandan tome i neto inozemna aktiva sadrži, uz uobičajene dijelove monetarne imovine i obveza domaćeg monetarnog sustava, imovinu i obveze domaćeg nemonetarnog sektora, odnosno stanovništva i poduzeća.

O takvoj situaciji u ekonomiji, odnosno o fenomenu supstitucije novca, koja ima mnogobrojne implikacije na ekonomsku politiku i ekonomska kretanja u zemlji, razvijena je u svijetu opsežna literatura. Mi ćemo se, međutim, ograničiti na upotrebu ovako proširenog analitičkog okvira u funkciji osvjetljavanja događanja u Hrvatskoj u 1995. godini u kontekstu problema koje razmatramo u ovo radu.

Što se je zapravo dogodilo? Nakon uspješno provedene stabilizacije hiperinflacije krajem 1993, promijenila se relativna potražnja domaćeg nebankarskog sektora za domaćim i stranim novcem zbog relativne promjene stope povrata korigirane za rizik na domaći i strani novac. Stoga je u procesu remonetizacije ekonomije došlo i do povratne supstitucije novca, odnosno dio inozemne aktive nemonetarnog sektora pretvorio se u domaću monetarnu aktivu, i to uglavnom onaj dio koji je imao transakcijsku funkciju, dakle dio FC.

Kako se taj proces promjene u sastavu financijske aktive nemonetarnog sektora tijekom najvećeg dijela 1994. odvijao u uvjetima porasta potražnje za novcem, priliv inozemnog kapitala kroz smanjenje strane valute u opticaju FC, a dijelom i povlačenje, te konverziju deviznih depozita držanih u stranim bankama FDA, nije imao veće implikacije na tekuću bilancu, jer je smanjenje tih komponenti praćeno povećanjem aktive monetarnog sustava FAB. Pri tome je središnja banka intervencijama na deviznom tržištu smanjivala pritisak kojeg takav

proces vrši na aprecijaciju nominalnog, a uz stabilne cijene i realnog tečaja, dok je rast domaćeg novca MD po toj osnovi bio praćen porastom potražnje za domaćim novcem.

Neto domaća štednja nije se bitnije promijenila u odnosu na 1993, s obzirom da je porast štednje uglavnom pratio i porast investicija, te se realni tečaj tijekom prve polovice 1994. nije bitnije promijenio. Stoga se u našem grafikonu obje krivulje nisu bitnije micale.

Slika se počinje bitno mijenjati u drugoj polovini, odnosno krajem 1994. kada dolazi do rasta poreznih prihoda i plaća, te posljedično, javne i osobne potrošnje. Dio rasta potrošnje privatni sektor financira i smanjenjem inozemne aktive, odnosno povlačenjem i trošenjem depozita u inozemstvu, a dijelom i zaduživanjem u inozemstvu uz mnogo niže kamatne stope od onih u zemlji. Uz to, dio deviznih depozita koji se vraćaju u domaći bankarski sustav banke plasiraju, što je uz visoke kamate vrlo unosno. To je moguće zbog toga što je u post-hiperinflacijskom razdoblju obično glad za kreditima izuzetno velika.

Visoka razina potrošnje omogućena porastom dohodaka javnog i privatnog sektora, te rastom kredita u uvjetima uglavnom saturirane potražnje za domaćim novcem, prenosi se u 1995. Domaća štednja se, stoga, značajno smanjuje dok istovremeno investicije u privatnom sektoru nastavljaju rast što rezultira drastičnim smanjenjem neto štednje. Protustavka tom smanjenju je veliko povećanje deficita u bilanci robe i usluga čime se direktno neutralizira veliki priliv kapitala po svim spomenutim osnovama. Time se i smanjuje pritisak na središnju banku koja monetarne efekte relativno manjeg porasta svoje neto devizne aktive dijelom sterilizira smanjujući multiplikaciju kroz bankarski sustav. Usporedo s tim, značajan dio novih deviznih depozita banke obvezno redeponiraju u inozemstvu što bitno ograničava kratkoročne negativne učinke promjene lokacijske kompozicije devizne aktive privatnog sektora na tekuću bilancu i tečaj.



Dakle, makroekonomska ravnoteža održava se na način da se porast neravnoteže u zemlji zatvara povećanjem vanjske neravnoteže koja se financira padom neto vanjske aktive nebankarskog sektora, a time, i pored relativno manjeg porasta neto vanjske aktive monetarnog sektora, i ukupne neto vanjske aktive zemlje.

Opisane bi promjene u našem grafikonu morale rezultirati znatnijim pomakom S-I krivulje u lijevo te daljnjim porastom realnog tečaja. To se, međutim, nije dogodilo pa bi se moglo reći da je realni tečaj podcijenjen. Postavlja se pitanje zašto nije došlo do značajnije aprecijacije realnog tečaja u 1995? Može se pretpostaviti da se je i NX krivulja pomaknula u lijevo zbog povećane liberalizacije uvoza, pada produktivnosti ili zbog promjene neke druge fundamentalne determinante koja utječe na ponudu i potražnju deviza. No, o tome nemamo informacija.

S obzirom da su se domaće i inozemne cijene kretale po sličnoj dinamici, naše se pitanje pretvara u pitanje zašto se nije promijenio nominalni tečaj? Ovdje je mjesto da se kaže da na realni tečaj preko nominalnog tečaja utječu i kratkoročne mjere makroekonomske politike, te niz drugih tranzitornih varijabli, uključujući i imperfektnost deviznog tržišta, koje mogu dovesti do toga da nominalni, a time i realni tečaj u kratkom roku odstupaju od ravnotežnog. Dio odgovora bi mogao biti u tome.

Međutim, možda bi problem mogao biti i u tome da zapravo problema i nema! Naime, možda je realni tečaj ipak aprecirao. Ako je nominalni tečaj ostao približno isti tada je jedini način da realni tečaj aprecira, ako domaće cijene rastu brže od vanjskih. Ranije smo kazali da su domaće i vanjske cijene rasle približno istom dinamikom. Pri tome smo uspoređivali cijene na malo i cijene proizvođača. No da li su to jedine cijene koje su relevantne?

Za našu bi privredu svakako bile relevantne i plaće kao cijena onog faktora koji je najviše zastupljen u vanjskoj razmjeni. Osim plaća, često se za izračunavanje realnog tečaja koristi i odnos

*cijena razmijenjivih i nerazmijenjivih dobara. Ako bi i mi to učinili, tada bi vidjeli da je rast plaća u Hrvatskoj bio relativno znatno brži od rasta plaća u zemljama naših trgovinskih partnera. Ništa bolje ne stoji ni s relativnim cijenama razmijenjivih i nerazmijenjivih dobara. I tu je prisutna značajna razlika. Dakle, uzimajući u obzir te cijene realni je tečaj aprecirao što je u skladu s našim modelom.*

*Zašto se porast plaća nije u potpunosti prenio na rast cijena i koje su moguće implikacije toga, to je vrlo zanimljivo pitanje, ali njegovo ćemo razmatranje ostaviti za neku drugu prigodu.*

*Mi ćemo nastaviti našu analizu događanja u 1995. u kontekstu problema koji nas sada najviše zanimaju, a to su rast i stabilnost. U tom kontekstu, rast investicija svakako je nešto što nas ne treba zabrinjavati. No pad štednje uzrokovan rastom osobne, a posebno javne potrošnje bržim od rasta BDP-a svakako je zabrinjavajući. Što se tiče privatnog sektora, sama činjenica da je značajan dio negativne neto štednje pokriven zaduživanjem u inozemstvu i nije sama po sebi negativna, jer je značajan dio završio u investicijama. Osim toga, privatni sektor kao svaki racionalni gospodar na taj način izbjegava visoke troškove kamata na domaćem tržištu čime održava svoju konkurentnost i izbjegava financirati visoke profite banaka ili pokrivanje njihovih gubitaka. To radije prepušta državi. Dio deficita koji financira smanjenjem svoje inozemne aktive može u narednom razdoblju imati za posljedicu pokušaj obnavljanja te aktive, što će utjecati na smanjenje potrošnje, te poboljšanje vanjske bilance, te stoga i na deprecijaciju realnog tečaja. Takva kretanja mogu se staviti u kontekst normalne intertemporalne supstitucije potrošnje kroz mehanizam zaduživanja i posuđivanja koji smo spominjali pri definiciji vanjske ravnoteže.*

*Problematičan je, međutim, onaj dio zaduživanja koji je zapravo isforsiran deficitom javnog sektora. Postoje, naime, indicije da javni sektor dio svoje povećane potrošnje financira neplaćenim potraživanjima prema privatnom sektoru. Stoga se može reći da je deficit javnog sektora značajan dio protustavke vanjskog*

deficita. Javni sektor, dakle, smanjuje neto štednju i po osnovi relativnog rasta udjela tekuće potrošnje i po osnovi deficita. Time dolazi u suprotnost i s razvojnim ciljevima, a isto tako i s ciljem održanja stabilnosti.

Naime, teško se može pretpostaviti da će privatni sektor nastaviti s prisilnim i vrlo rizičnim financiranjem javnog sektora. Stoga je u tom segmentu nužna značajna korekcija ekonomske politike, kako se istiskivanjem investicija, a pritiskom na aprecijaciju tečaja i izvoza, ne bi doveo u pitanje rast, odnosno kako se nakon presušivanja privatnih izvora ne bi moralo posegnuti za inflacijskim financiranjem i time ugroziti stabilnost koja je, opet, pretpostavka rasta.

Što bi sve u takvoj konstelaciji fundamentalnih faktora koji determiniraju realni tečaj, te uzimajući u obzir činjenicu da je gotovo polovina domaće likvidnosti u obliku deviznih depozita, a još se barem toliko nalazi u stranim bankama i optičaju, značila njegova isforsirana nominalna deprecijacija prepuštamo da zaključimo njeni zagovornici. Sigurno je to, da bi dio privatnog sektora podnio značajne gubitke, te da bi nas probuđena inflacijska očekivanja i stvarna inflacija vratili natrag gdje smo bili prije listopadskog stabilizacijskog programa. Odnosno još i dalje, jer ponovo zadobiti jednom prokockani kredibilitet puno je teže i skuplje.

## **LITERATURA:**

1. Abel/Bernanke: "Macroeconomics"; Addison-Wesley Pub. Co., 1994.
2. Bruno,M./W.Easterly: "Inflation Crisis and Long-Run Growth"; The World Bank, 1994.
3. Edwards, S.: "Exchange Rate Misalignment in Developing Countries"; The World Bank, 1988.
4. Khan,M./D.Villanueva: "Macroeconomic Policies and Long-Term Growth: A Conceptual and Empirical Review"; **IMF Working Paper**, 1991.
5. Knight,M/N.Loayza/D.Villanueva: "The Peace Dividend: Military Spending Cuts and Economic Growth"; **IMF Working Paper**, 1995.
6. Rodriguez,C.A.: "Money and Credit Under Currency Substitution"; **IMF Working Paper**, 1992.
7. Savastano, M.A.: "The Patern of Currency Substitution in Latin America: An Overview"; **Revista de Analisis Economico**, Vol7, No.1,1992.
8. Williamson,J. ur.: "Estimating Equilibrium Exchange Rate; Institute For International Economics", 1994.