

II. AKTUALNE TEME

1. O KONCEPCIJI MONETARNE POLITIKE

U Hrvatskoj postoje dva vrlo različita stava o koncepciji vođenja monetarne politike. Jedno gledanje počiva na pretpostavci da se egzogenom monetarnom ekspanzijom može potaknuti brži rast ekonomske aktivnosti i da pritom ne treba brinuti o deprecijaciji valute. U ekstremnoj verziji ovoga stava predlaže se čak suspenzija sadašnjeg deviznog zakona i devalvacija kune koju bi potom pratila monetarna ekspanzija. U prvoj verziji šok ponude novca je egzogen, a tečaj endogen, dok je u drugoj verziji tečajni šok egzogen, a novac endogen.

Drugo gledanje na monetarnu politiku temelji se na dosad postignutim rezultatima stabilizacijskog programa i činjenici da smo mala, otvorena ekonomija u kojoj postoji čvrsta pozitivna veza između tečaja i cijena. Egzogeno potaknute deprecijacije ili devalvacije u takvoj ekonomiji nemaju nikakvog smisla jer njihovi realni efekti bivaju u kratkom roku neutralizirani porastom cijena. Monetarni okvir zbog toga treba prilagođavati tako da se očuva sadašnja stabilnost.

Suštinske razlike između ovih dviju koncepcija monetarne politike još uvijek su prikrivene jer izbori su daleko, a preuzete su i "neke" obveze prema MMF-u. Čak i uvjereni protivnici ekonomske politike na koju smo se obvezali potpisivanjem stand-by aranžmana lako uočavaju koristi koje nam je taj sporazum donio. Međutim, početkom 1996. blizina izbora povećat će političku osjetljivost kreatora ekonomske politike, a obveze iz Pisma o namjerama vjerojatno neće više ograničavati mogućnost manipuliranja makroekonomskim varijablama. Zbog toga će različiti pogledi na koncepciju vođenja makroekonomske, posebice monetarne politike, doći do izražaja u većoj mjeri. Ekonomska politika postat će mnogo osjetljivija na različite koncepcijske pristupe i najgore što se u tom trenutku može dogoditi jest - ostati bez jasne koncepcije.

To su dovoljni razlozi da se već u ovom trenutku započne s analizom rezultata dosadašnje ekonomske politike. Prikupljanje što većeg broja mjerljivih činjenica, njihova usporedba i tumačenje omogućit će budućim donositeljima odluka oslanjanje na stvarne podatke, a ne na apriorna vjerovanja koja često mogu biti pogrešna.

Zbog toga ovaj rad započinje kratkom analizom stanja hrvatske ekonomije i rezultata ekonomske politike. U drugom dijelu rada objašnjavaju se glavni uzroci postizanja tih rezultata pri čemu se koristi ekonometrijska analiza utjecaja tečaja i novca na realni output. U trećem dijelu rada ukratko se raspravlja o važnosti dobivenih rezultata za cjelovitu koncepciju ekonomske politike.

1. Rezultati

Rezultate treba mjeriti. Prije toga treba izabrati ekonomske varijable pomoću kojih mjerimo rezultate, te izabrati kriterije za vrednovanje kretanja tih varijabli.

Nema prirodnijeg pristupa problemu do onoga koji polazi od inflacije i realnog outputa kao glavnih ekonomskih varijabli koje treba mjeriti. Veći problem se, međutim, krije u izboru kriterija za vrednovanje kretanja spomenutih varijabli. Kretanje se može vrednovati u vremenu i prostoru, a zaključke treba donositi na temelju oba kriterija. Pogrešno kombiniranje kriterija može voditi pogrešnim zaključcima. Primjerice, ako zanemarimo prostorni kriterij te realni output ocjenjujemo u odnosu na godinu 1990., zaključujemo da je realni output prošle godine bio 30,7% niži nego u baznoj godini (prema službenoj procjeni GDP-a koju objavljuje Državni zavod za statistiku). Međutim, ako GDP u zadnjem kvartalu prošle godine mjerimo u odnosu na zadnji kvartal prethodne godine, otkrit ćemo da je zabilježen rast od 4,1%. Kada tome dodamo prostorni kriterij, zaključci počinju zavisiti o tome s kojim se zemljama uspoređujemo.

U tablici 1 prikazani su glavni ekonomski pokazatelji - inflacija cijena na malo i promjene realnog outputa za arbitrarno izabranu skupinu zemalja koje donekle nalikuju Hrvatskoj. Hrvatska je očito daleko najuspješnija kada se promatra stupanj stabilnosti cijena.

Tablica 1

	Inflacija u %*	GDP(1994/1993) u %	GDP(1994/1989) u %
Hrvatska	-2,9	0,8	-36,6
Češka	10,2	2,7	-19,3
Slovačka	11,7	4,8	-22,3
Slovenija	18,3	5,0	-20,0
Mađarska	21,2	2,0	-16,0
Latvia	26,3	-2,2	-49,4
Poljska	29,5	4,7	-11,2
Estonija	41,7	-1,5	-30,6
Litva	45,1	0,6	-65,7

Izvori: Hansson, Ardo, 1995, str. 20; Mundell, Robert, 1995, str. 2-3.

Kada se analizira kretanje "realnog GDP-a", treba povesti računa o tri važna čimbenika. Prvo, mjerenja "realnog GDP-a" statistički su nepouzdana u svim promatranim zemljama. Danas postoji konsenzus o tome da su mjerenja realne dodane vrijednosti u ovim zemljama pristrana na niže, tj. da umanjuju stvarni rast nakon što indikatori ukažu na to da je zemlja prošla dno krize. Razmimoilaženja postoje samo o tome kolika je pogreška u mjerenju. MMF-ov pokušaj korekcije rezultata za Baltičke zemlje u 1994. godini pokazao je da prosječna korekcija iznosi +4%, od +1% u Litvi, do +7,5% u Estoniji (Hansson, 1995).

Općenito, visina pogreške u mjerenju GDP-a za 1994. godinu zavisi o inflaciji u 1993. i 1994. godini, investicijama u nacionalne statističke urede i stranoj tehničkoj pomoći tim istim uredima. Po svim ovim kriterijima, Hrvatska se nalazi u zoni vjerojatnosti vrlo visoke pogreške mjerenja. Stoga, ako statističku granicu od +4% arbitrarno odaberemo kao granicu signifikantnosti, zaključujemo da su razlike rasta unutar ove grupe zemalja statistički beznačajne. Tomu u prilog govori i činjenica da su poljska, češka i slovenska mjerenja koja pokazuju najbolje rezultate, ujedno i najpouzdanija.

Drugi važan čimbenik tiče se mjerenja u odnosu na 1989. godinu, a povezan je uz šok ponude potaknut ratom. Hrvatska je jedina u ovoj skupini zemalja koja se našla u vihoru ratnih zbivanja. Treći važan čimbenik povezan je s nejednakim djelovanjem šokova potražnje potaknutih raspadom država. Hrvatska je i prema tom kriteriju u nepovoljnijem položaju u odnosu na Poljsku ili Mađarsku primjerice.

Kada se ovdje prikazanim rezultatima dodaju i sofisticirana znanstvena mjerenja nekih drugih parametara uspjeha ekonomske politike (liberalizacija cijena, primjerice), Hrvatska se smješta u isti rang s "najuspješnijima" - Slovenijom, Češkom, Poljskom i Mađarskom (de Melo i dr., 1995). I zašto se onda ustručavati upotrijebiti riječ - uspjeh ekonomske politike, posebno ako se ima na umu da je Hrvatska to ostvarila u neusporedivo težim uvjetima u usporedbi s drugim zemljama? Do pred samo 18 mjeseci na svim listama uspješnosti zauzimali smo uvjerljiva mjesta u dnu tablica.

2. Uzroci stabilnosti i rasta: o načelima makroekonomske politike u Hrvatskoj

Stabilnost i rast nisu slučajni. I nisu, kao što se često govori, posljedica "monetarističke magije" kojom je postignuta samo "financijska", a ne i "realna" stabilizacija.

Zabluda o dubokom jazu između "financijske" ili "monetarne" i "realne" stabilizacije posljedica je pogrešne interpretacije ekonomske metodologije. Ta greška se, nažalost, prenosi i u preporuke za vođenje ekonomske politike. Spomenuti koncept monetarne politike koji polazi od potrebe za ekspanzijom i devalvacijom ili deprecijacijom, dobrim se dijelom temelji upravo na toj zabludi. Zbog toga će se u nastavku rada analizirati pretpostavke koje leže u pozadini spomenute preporuke.

Postoje tri osnovne pretpostavke koje bi trebale vrijediti da bi politika utemeljena na devalvaciji ili deprecijaciji i monetarnoj

ekspanziji pouzdano dovela do dugoročno održivog rasta realnog outputa. Jedna je pretpostavka teorijska, a dvije su praktične. Teorijska je pretpostavka da se realni output može definirati kao funkcija inflacije koja, barem na jednom dijelu, ima pozitivan nagib (tako da je rast inflacije povezan s rastom realnog outputa). Praktične su pretpostavke:

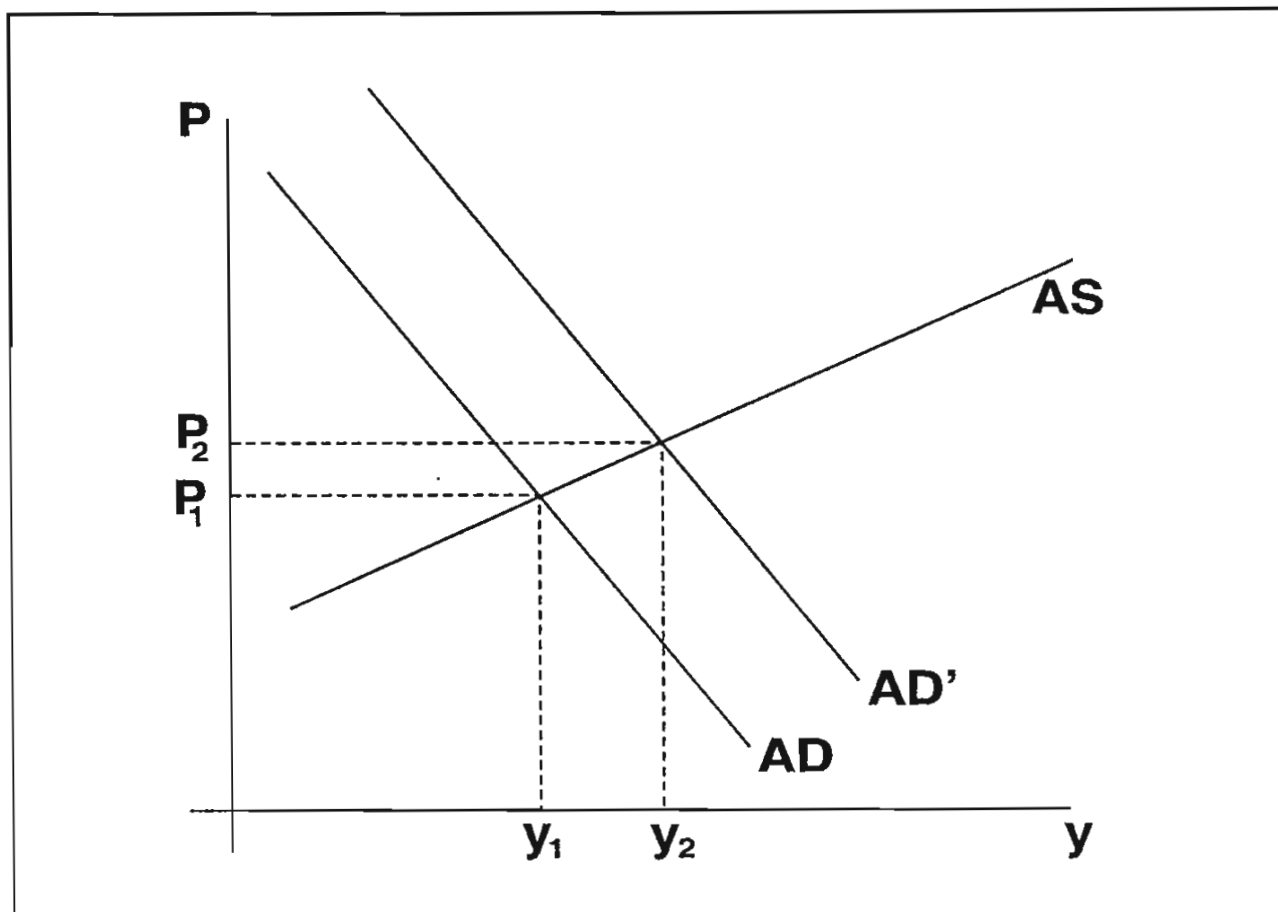
- a) da monetarna ekspanzija te devalvacija ili deprecijacija ne utječu na potražnju za novcem,
- b) da devalvacija ili deprecijacija ne utječu na troškove, odnosno na pomake funkcije agregatne ponude prema gore.

U nastavku analiziramo valjanost ovih pretpostavki.

Na slici 1 su prikazane funkcija agregatne ponude (AS) i agregatne potražnje (AD). Ekspanzivni pomak agregatne potražnje zbog obezvrijeđenja valute i monetarne ekspanzije prikazan je odmakom od AD do AD'. Pomak se odvija uzduž AS, tako da je konačni rezultat inflacija ($\pi = (P_2 - P_1) / P_1$) ali i rast outputa ($Q = (Y_2 - Y_1) / Y_1$). Općenito, što je funkcija agregatne ponude položajija, za dani pomak agregatne potražnje inflacija će biti manja, a rast realnog outputa veći, i obratno.

Na slici 1 se koristi metoda komparativne statike koje stvara privid o tome da postoji trade-off između inflacije i realnog outputa. Izvodi se tako da se funkcija potražnje pomiče duž funkcije ponude. Problem je, međutim, u tome što se realni output ne može definirati kao funkcija inflacije, jer su i realni i output i inflacija endogene varijable u simultanom modelu agregatne ponude i potražnje (Karras, 1993). A primjetite da smo, bez ikakvog razloga, prilikom izvođenja navodnog trade-offa pretpostavili da se funkcija ponude ne mijenja.

Slika 1



Ne može se, međutim, zamisliti da tektonski makroekonomski šokovi, poput devalvacije ili deprecijacije i velike monetarne ekspanzije, ne utječu na funkciju agregatne ponude. I u zemljama s mnogo zatvorenijom gospodarskom strukturom od naše, makroekonomski šokovi djeluju i na agregatnu ponudu, tako da konačni rezultat, koji se očituje u promjenama cijena i realnog outputa, zavisi o simultanom spletu egzogenih šokova i endogenih reakcija. U nas uvoz čini oko 50% procijenjenog GDP-a, a 60-70% uvoza roba jest uvoz kapitalnih i intermedijarnih dobara čija cijena zbog devalvacije ili deprecijacije raste. Prema tome, efekt povećanih cijena uvoznih proizvoda prenosi se input-output vezama i na ostale domaće intermedijarne komponente. Stoga se obezvrijeđenje nacionalne valute na našim grafikonima očituje u pomaku funkcije agregatne ponude prema gore.

Osim toga, devalvacija, a posebno očekivana devalvacija, signalizira neisplativost držanja domaće valute u imovinskom

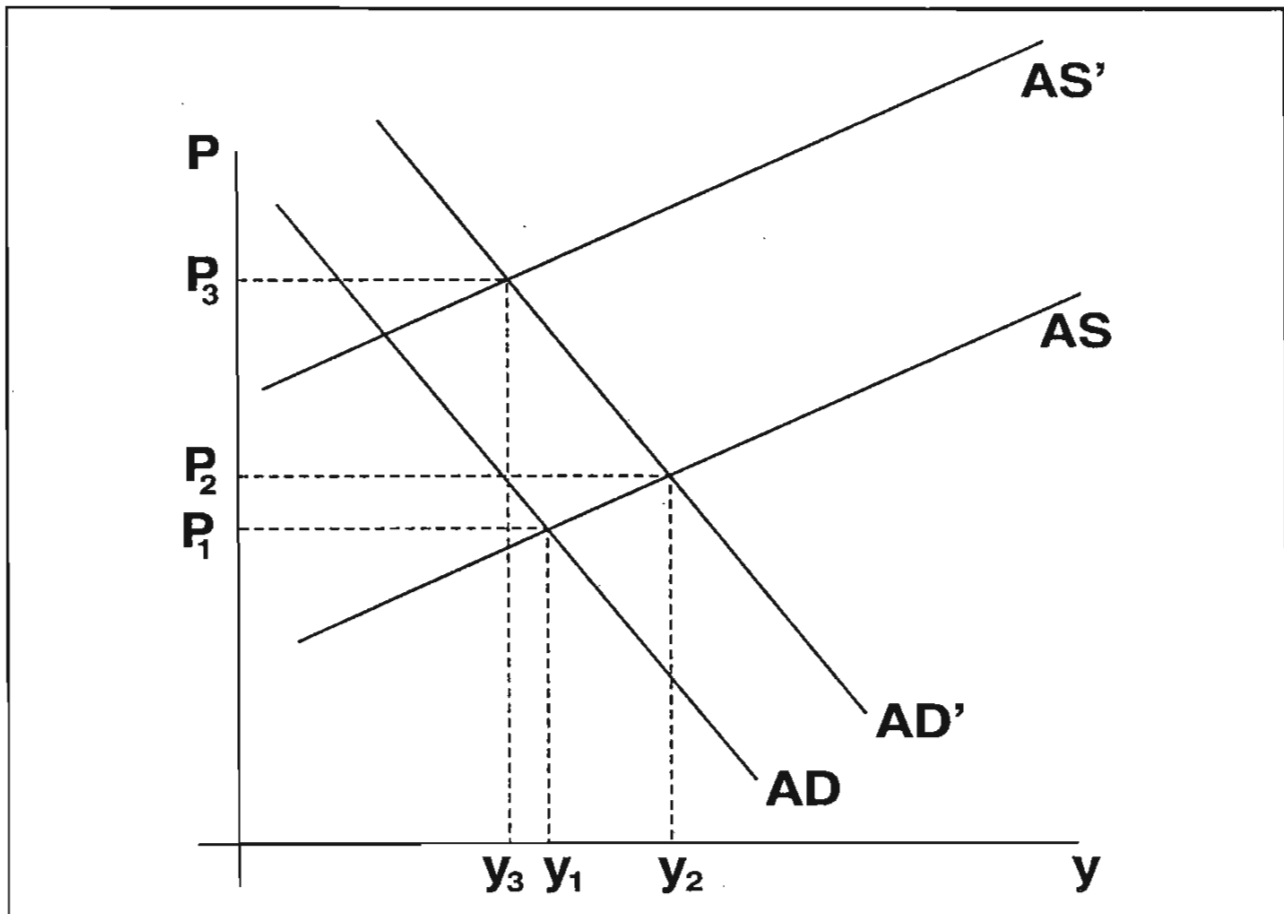
portfelju. Nakon početnog obezvrijeđenja valute i monetarne ekspanzije ljudi će vjerojatno željeti držati manje količine domaćeg novca zbog narušenog povjerenja u njegovu stabilnost. Zbog toga će se pojaviti višak ponude novca na deviznom tržištu, što može izazvati dodatni deprecijacijski pritisak koji će se očitovati u još jačem kontrakcijskom pomaku funkcije agregatne ponude prema gore.¹

Prema tome, niti jedna od početnih pretpostavki ne vrijedi. Ne samo da ekonomska teorija ne dopušta jednoznačno definiranje realnog outputa kao funkcije inflacije, nego obezvrijeđenje valute i monetarna ekspanzija mogu smanjiti potražnju za novcem te izazvati kontrakcijske pomake funkcije agregatne ponude. Kada dopustimo da se sve varijable mijenjaju simultano, dobivamo mogući rezultat koji je prikazan na slici 2. Snažan pomak funkcije ponude prema gore uzrokuje mnogo veću inflaciju od one prikazane na slici 1, a zbog toga realni novac u optjecaju bilježi pad, baš kao i realni output.

Pomoću slike 2 možemo lakše razumjeti zbog čega su mjere ekonomske politike objavljenje u listopadu 1993. godine bile koncepcijski ispravne i zbog čega su polučile uspjeh. Liberalizacijom deviznog tržišta omogućeno je uravnoteženje cijene na tom tržištu. Do trenutka liberalizacije, cijena (tečaj) administrirana je tako da je umjetno potiskivana nagore (deprecijacija), u zonu viška ponude, tako da se tržište na početku stabilizacijskog programa uravnotežilo aprecijacijom. Aprecijacija je potom potisnula funkciju agregatne ponude desno dolje (jeftiniji uvozni inputi, nagli pad inflacijskih očekivanja, deflacija indeksiranih cijena) i omogućila centralnoj banci

¹ Detaljnije razmatranje transmisijskih mehanizama putem kojih se promjene tečaja prenose na promjene cijena u Hrvatskoj čitatelj će pronaći u: Šonje, Velimir i Marko Škreb, (1995): "Exchange Rate and Prices in a Stabilization Programme: The Case of Croatia." *The First Dubrovnik Conference on Transition Economies* (u tisku). Također vidjeti: Anušić, Z.; Rohatinski, Ž i V. Šonje, eds., (1995): *A Road to Low Inflation: Croatia 1993/1994*. The Government of the Republic of Croatia.

Slika 2



neinflatorno povećanje ponude novca (remonetizaciju) otkupom deviza, odnosno intervancijama na deviznom tržištu. Ti se događaji na slici mogu interpretirati putanjom ekonomije od točke (P₃,Y₃) do točke (P₂,Y₂). Na toj se putanji događaju aprecijacija, deflacija i rast ponude novca. Dakle, sve ono što se u Hrvatskoj zaista događalo krajem 1993. i tijekom 1994. godine.

I ekonometrijskom analizom može se poduprijeti stav o tome da tečaj i novac utječu na realni output na prethodno opisan način. Analizirani su kvartalni podaci za razdoblje od 1981. do 1994. godine. Ocijenjen je model industrijske proizvodnje (indeks je Y_t) koja zavisi o stopi promjene nominalnog tečaja (e_t) i o stopi promjene ponude novca (m_t). Rezultat je (t-testovi u zagradama):

$$Y_t = 0,999Y_{t-1} - 0,099e_t + 0,076m_t$$

(399) (-2,984) (1,752)

R²_{kor}=0,968 Dh=1,68 F=858

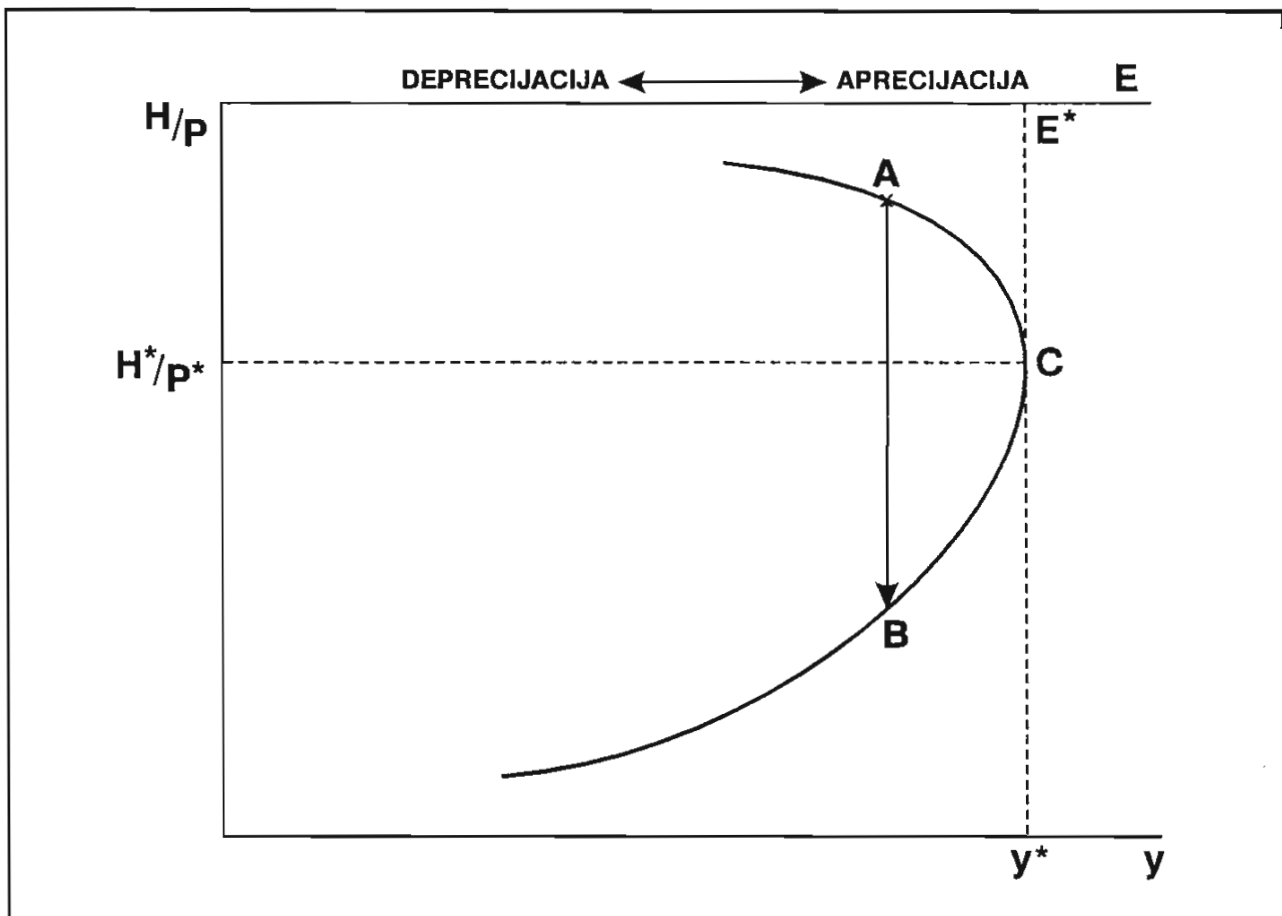
Predznaci parametara pokazuju da deprecijacija ili devalvacija utječu na pad industrijske proizvodnje, dok monetarna ekspanzija utječe na rast. Parametar uz tečaj signifikantan je na razini 0,01 dvostranog t-testa, dok je parametar uz novac signifikantan tek na razini 0,1.

Empirijski rezultat potvrđuje da je pogrešna svaka koncepcija monetarne politike koja bi posredno ili neposredno težila obezvrijediti nacionalnu valutu. Monetarna ekspanzija može odigrati pozitivnu ulogu samo ako ne utječe na deprecijaciju. Tako nam se otkriva pravi trade-off ekonomske politike u Hrvatskoj: on se ne krije u vezi između realnog outputa i inflacije, nego u vezi između novca i tečaja te realnog outputa. Stilizirani prikaz toga trade-offa prikazan je na slici 3. Na toj je slici grafički prikazana priroda odnosa između tečaja (E), novca (M), cijena (P) i realnog outputa (Y). Govorimo o stiliziranom prikazu zbog toga što prikazana krivulja nije izvedena iz matematičkog modela nego iz prethodnih verbalnih razmatranja te na temelju ocijenjene jednadžbe. Utoliko prikaz treba shvatiti kao još uvijek neformaliziranu skicu koja olakšava izlaganje.

Metoda je statička i pretpostavimo stoga da postoji neka početna ravnotežna točka C u kojoj je output maksimalan, tečaj ravnotežan (E^), a ponuda realnog novca u ekonomiji tolika da podržava razinu potencijalnog outputa Y^* . Ravnotežu narušavamo tako da počinje monetarna ekspanzija. Raste nominalna ponuda novca, a cijene zbog rigidnosti ne reagiraju trenutačno, tako da realni novac (M/P) raste na putanji od točke C prema točki A. Cijene financijskih imovina prilagođavaju se brže od cijena roba, tako da tečaj reagira deprecijacijom prije nego što cijene roba i usluga reagiraju inflacijom (Dornbusch, 1976). Deprecijacija poskupljuje uvozne inpute i u uvozno zavisnoj ekonomiji započinje pad outputa, tako da na gornjoj i donjoj osi pratimo istovremeni pad outputa i deprecijaciju. Oblik krivulje ukazuje na to da za isti rast realnog novca duž putanje od C do A tečaj reagira sve jačom deprecijacijom, te je i pad outputa sve jači (parametri iz prethodno ocijenjene jednadžbe potvrđuju da to*

vrijedi u Hrvatskoj).²

Slika 3



Cijene, međutim, ne mogu vječno ostati nepromijenjene na početnoj razini P^* . Deprecijacija i veća ponuda novca stvaraju snažan inflacijski pritisak i cijene reagiraju; dolazi do pada realnog novca. Na našoj slici to se očituje u naglom "padu" ekonomije od točke A (ili od bilo koje točke između C i A) do točke B. Pritom se output i razina tečaja uopće ne moraju promijeniti. Razloge zbog kojih je istu razinu otuputa (ispod maksimalne Y^*) moguće postići s dvije bitno različite razine

² Jedina pretpostavka u ovom grafičkom prikazu je da je relativni utjecaj tečaja na realni output (u usporedbi s utjecajem nominalnog novca) jači od elastičnosti tečaja u odnosu na ponudu novca. U nas je relativni utjecaj tečaja izračunat na temelju prethodno ocijenjene jednadžbe jednak $1,3 (= 0,099/0,076)$, što znači da će se ekonomija ponašati na opisani način ako postotna promjena nominalne ponude novca uzrokuje deprecijaciju od najmanje 0,77% ili veću.

realnog novca, treba tražiti u obliku i parametrima prethodno ocijenjene jednadžbe. Tamo se output nalazi pod utjecajem nominalnog tečaja i nominalnog novca, a kako se niti jedna od tih veličina ne mijenja u trenutku reakcije cijena, realni output ostaje nepromijenjen. Cijene su u modelu implicitno neutralne.

Jednom kad se ekonomija nađe u točki B, moguća su dva scenarija koja će zavisiti o reakcijama kreatora ekonomske politike. Prvi je scenarij akomodirajuća politika, drugi je scenarij - objava stabilizacijskog programa. Ako se nastavi s akomodirajućom politikom u uvjetima sada već vrlo prilagodljivih cijena, nominalna ekspanzija bit će praćena daljom deprecijacijom, a zbog inflacije i inflacijskih očekivanja realni novac neće rasti, nego će nastaviti pad. Zbog relativno jačeg utjecaja deprecijacije od utjecaja nominalne monetarne ekspanzije padat će i realni output, i ekonomija će krenuti lijevo od točke B. Međutim, ako se objavi vjerodostojan stabilizacijski program koji će obnoviti povjerenje u domaću valutu, narast će potražnja za novcem. Zbog niske početne ponude realnog novca tečaj će aprecirati i bit će moguće povećati nominalnu ponudu novca, a da to ne izazove inflaciju. Ekonomija će se tada naći na putanji desno od točke B i krenuti prema točki C. U isto vrijeme će se događati rast realnog novca, aprecijacija i rast realnog outputa. Upravo to se dogodilo u Hrvatskoj.

Danas se nalazimo na strmijem dijelu krivulje između točke B i točke C, što znači da uz iste stope rasta realnog novca kakve smo imali pred godinu i više dana, imamo sve manje stope aprecijacije.

Ova činjenica upućuje na oprez. Nesmotrenim potezima ili čak promjenama koncepcije monetarne politike otvara se opasnost "promašaja" točke C. Deprecijacijom ili devalvacijom i ekspanzijom možemo se ponovo početi vraćati od točke C prema točki A i još jednom ponoviti vlastite pogreške. Na slici bi se to očitovalo ponavljanjem ciklusa C-A-B.

3. Pouke za kreatore ekonomske politike

Svatko dobronamjieran želio bi "pronaći" točku C. Glavno je pitanje: kako to učiniti u ekonomiji koja se nalazi na putanji od B prema C? Na prvi pogled, rješenje je jednostavno: fiksirati tečaj na razini E^* i dopustiti prilagodbu ostalih varijabli. Ako se ekonomija nalazi između točaka B i C, uravnoteženje će se obaviti rastom ponude novca (intervencijama na deviznom tržištu) ili deflacijom. Ako se nalazi između C i A, uravnoteženje će se obaviti padom nominalne ponude novca (prodajom deviza od strane centralne banke uz aprecijaciju) ili inflacijom.

Međutim, postoje dva velika problema povezana s ovim "rješenjem". Prvi je problem vezan uz određivanje položaja točke C, odnosno uz određivanje ravnotežnog fiksnog tečaja. Točka ravnotežnog tečaja mijenja položaj u vremenu, posebno u vremenima kada proizvodnost zbog restrukturiranja može bilježiti velike promjene u kraćim vremenskim razdobljima. Prema tome, ako kreatori ekonomske politike potcijene mogućnosti povećanja proizvodnosti prilikom fiksiranja tečaja (a oni će to u pravilu učiniti jer se nalaze pod stalnim lobističkim pritiscima iz sektora s niskom proizvodnošću), nema nikakve garancije da će ekonomija krenuti prema ravnoteži.

Prema tome, fiksiranje tečaja nema mnogo smisla. Slikovno, fiksiranje tečaja može značiti postavljanje prepreke na put prema točki C. Smisla ima "asimetrično fiksiranje" (objavljivanje "gornje" interventne točke) kakvo je učinjeno u Hrvatskoj 1993., ili fluktuiranje tečaja uz zadržavanje diskrecijskog prava centralne banke da intervenira na deviznom tržištu. Asimetrično fiksiranje ima smisla ako je vjerodostojnost nepotpuna, no ako je vjerodostojnost uspostavljena, a inflacija oborena, ono nema mnogo smisla. Slikovno, asimetrično fiksiranje tečaja znači postavljanje prepreke na put lijevo od točke B i ostavljanje puta prema točki C prohodnim.

S režimom fluktuirajućeg tečaja uz zadržavanje diskrecijskog prava centralne banke da intervenira na deviznom tržištu (u

nastavku: režim "prijavog plivajućeg tečaja") povezan je drugi skup problema. Naime, u ovom se režimu izbjegava mogućnost početne pogreške pri određivanju tečaja, ali se pretpostavlja da je:

- a) devizno tržište kompetitivno,
- b) da su kreatori ekonomske politike u stanju razlikovati rast outputa do kojeg dolazi zbog rasta proizvodnosti, od rasta outputa potaknutog ostalim faktorima,

Drugim riječima, pretpostavlja se da su tržišne institucije sistema i iskustvo dovoljno izgrađeni da mogu odigrati ulogu "navigatora", tj. da mogu emitirati i ispravno interpretirati informacije koje će navoditi sustav prema točki C. Što to konkretno znači? Krenimo redom.

a. ULOGA DEVIZNOG TRŽIŠTA

Pretpostavimo da se u ekonomiju slijeva strani kapital tako da postoji prirodan pritisak na aprecijaciju koja bi se stvarno i dogodila na kompetitivnom deviznom tržištu. Međutim, pretpostavimo da je devizno tržište duopol u kojem se s jedne strane nalazi centralna banka koja intervenira na tržištu koristeći se aukcijskim tehnikama, a s druge strane je bankarski kartel koji može lako utjecati na tečaj. Unutar kartela se ne trguje. Kapital ulazi u zemlju tako da se strana valuta polaže na račune u domaćim komercijalnim bankama. Banke konvertiraju stranu u domaću valutu na domaćem (duopolnom) deviznom tržištu i potom odobravaju kredite u domaćoj valuti. Nakon što zarade kamatu u domaćoj valuti, taj iznos ponovo konvertiraju u stranu valutu i plaćaju kamatu na devizni depozit. Pretpostavljamo da su kamate zadane.

Gledano statički, aprecijacija se podudara s ciljem banke da maksimizira tijek profita. Veći broj jedinica domaće valute banka dobiva pri konverziji depozita u domaću valutu, a manji broj jedinica domaće valute mora izdvojiti za jedinicu strane valute

nakon aprecijacije, kada obračunava kamatu. Problem je, međutim, u tome što se novi devizni depoziti slijevaju u bankarski sustav i što, nakon aprecijacije, za te depozite banka dobiva manji broj jedinica domaće valute koji su raspoloživi za odobravanje novih kredita. Prema tome, aprecijacija povećava tekući tijek profita po osnovi manjeg troška pasivnih kamata, ali istovremeno smanjuje budući tijek profita po osnovi novoodobrenih kredita jer se manji broj jedinica dobiva nakon konverzije novih deviznih depozita u domaću valutu. Ova činjenica unosi element inercije na kartelizirano devizno tržište: banke imaju prirodni interes zadržavanja postojeće razine tečaja ukoliko očekuju priljev kapitala u stranoj valuti u budućnosti.³

Devizno tržište je "navigacijski instrument" koji omogućava putanju ekonomije prema ravnotežnoj točki C, duž koje se putanje odvija aprecijacija. Ako je cijena na tom tržištu administrativno regulirana ili je tržište kartelizirano, ekonomija nema sposobnost emisije i interprecije informacija koje su nužne da bi ekonomski akteri donosili odluke koje bi navodile sustav prema ravnotežnoj točki C u kojoj je realni output maksimalan. Jednostavnije rečeno, struktura deviznog tržišta je takva da za racionalne aktere nema motiva da apreciraju tečaj do ravnotežne razine.

b. RAZLIKOVANJE UZROKA RASTA

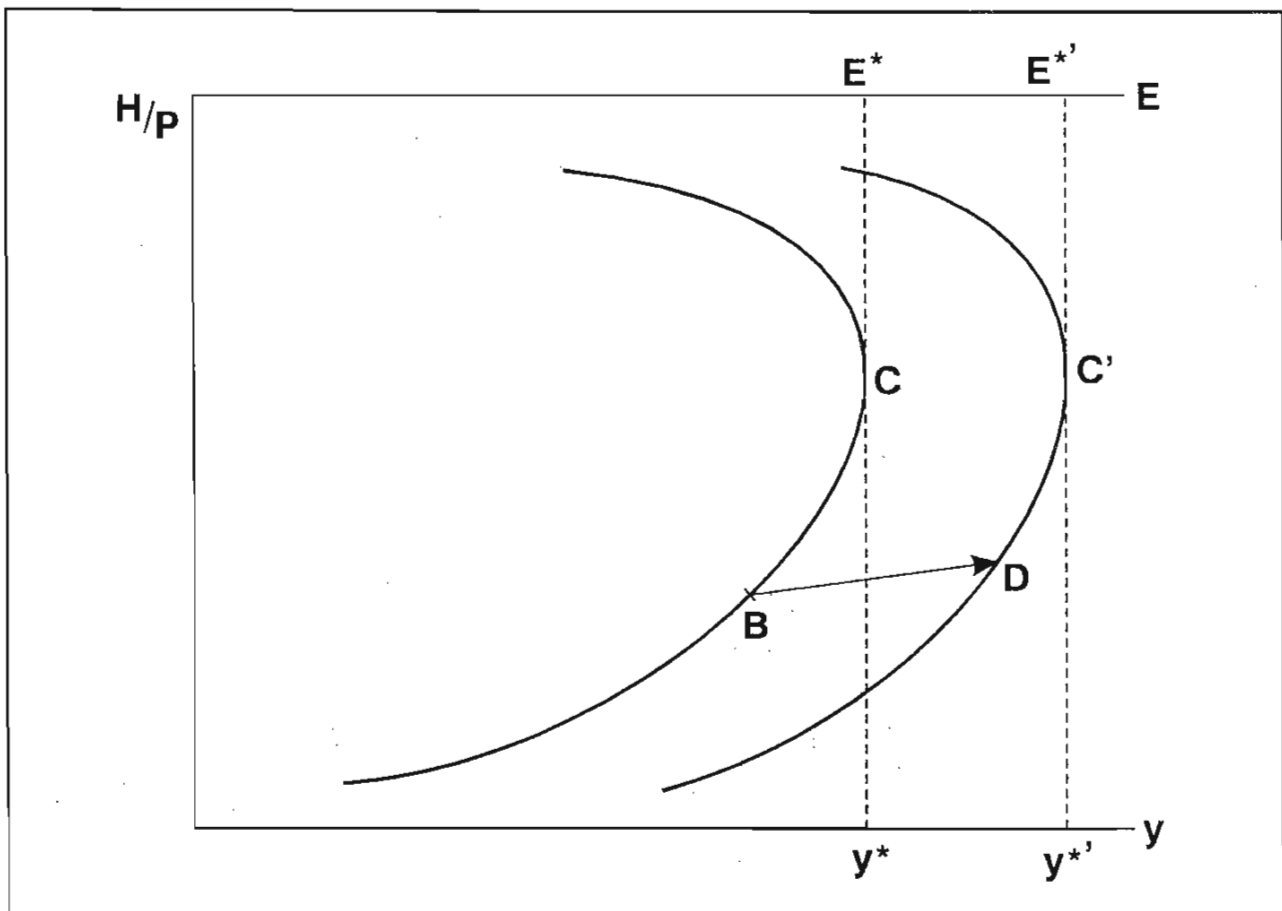
Kreatori ekonomske politike u zemljama kao što je naša raspoložuju krajnje nesavršenim informacijama na temelju kojih donose odluke. A odluke koje se donose na temelju pogrešnih informacija neće nanijeti štete samo ako su donositelji odluka rođeni pod sretnom zvijezdom.

³ Opisani verbalni "model" ponašanja poslovnih banaka donekle odražava stvarno ponašanje banaka u Hrvatskoj, no stvarno je ponašanje ipak daleko složenije i pod utjecajem mnogo većeg broja drugih činitelja koji mogu jačati ili slabiti fleksibilnost tečaja.

Najveće informacijske pogreške javljaju se u mjerenju glavne ekonomske veličine - realne dodane vrijednosti. O tom je govora bilo na početku rada. Ako tomu dodamo goleme probleme s mjerenjem zaposlenosti, jasno je da nismo u stanju pouzdano mjeriti niti proizvodnost rada. Na slici 4 je prikazan problem do kojeg može doći u interpretaciji ekonomskih događaja kada kreatori ekonomske politike nemaju pouzdane informacije o proizvodnosti.

Egzogeno povećanje proizvodnosti pomiče krivulju u desno. Raste potencijalni output, a ravnotežni tečaj aprecira. Kako se sve to događa u fazi rasta realnog novca, ekonomija se pomiče od točke B do točke D. Tri veličine (realni output, nominalni tečaj i novac) ponašaju se na jednak način bez obzira radi li se o pomicanju ekonomije duž krivulje, ili o pomaku ekonomije zajedno s krivuljom u desno.

Slika 4



U uvjetima nepreciznih mjerenja, kreatori ekonomske politike ne znaju o kakvoj se promjeni zapravo radi, što ih može navesti na krive zaključke. Primjerice, ako se aprecijacija zaustavi u točki D zbog kartelizacije deviznog tržišta, kreatori ekonomske politike mogu zaključiti da su dostigli točku C i ne poduzeti ništa, iako bi ispravno bilo poduzeti mjere demonopolizacije deviznog tržišta kako bi se ekonomiju navelo na prirodno uravnoteženje.

Prema tome, dugoročna stabilizacija ekonomije bez fiksiranja tečaja, u uvjetima režima "priljavog plivajućeg tečaja", zahtijeva mnogo više od onoga što se uobičajeno podrazumijeva pod pojmom "stabilizacijski program". Prije svega zahtijeva izgradnju regulacijskog sustava tržišta pod čime podrazumijevamo zamjenu administrativnih pravila upravljanja tržišnim pravilima. Jer, da bi tržišta funkcionirala kao "navigacijski instrumenti", moraju biti demonopolizirana. U tom je smislu svako administrativno upravljanje veličinama koje bi inače trebale oscilirati na tržištu, koncepcijski neprihvatljivo. Jednako je tako neprihvatljivo ne činiti ništa tamo gdje nema ni administrativnog upravljanja ni konkurencije, odnosno tamo gdje tržišni lideri podređuju funkcioniranje tržišnih institucija svojim interesima. Za stabilizaciju je jednako tako važno brzo izgraditi statistički sustav pouzdanih ekonomskih informacija. Ponekad je najbolje uopće ne donositi makroekonomske odluke kada takav sustav ne postoji.

4. Zaključak

U Hrvatskoj postoje dvije suprotstavljene koncepcije vođenja monetarne politike. Prema prvoj koncepciji, koja je zasad alternativna, simultanom monetarnom ekspanzijom i obezvrijeđenjem nacionalne valute treba ubrzati ekonomski rast. Prema drugoj koncepciji, koja se zasad službeno provodi, rast je moguć samo u uvjetima stabilne vrijednosti nacionalne valute.

Prva se koncepcija temelji na sljedećim pretpostavkama:

- 1. Realni output je rastuća funkcija inflacije.*
- 2. Monetarna ekspanzija te devalvacija ili deprecijacija ne utječu na potražnju za novcem.*
- 3. Devalvacija ili deprecijacija ne utječu na troškove, odnosno na pomake funkcije agregatne ponude prema gore.*

Niti jedna od ovih pretpostavki ne vrijedi. Hrvatska je iskusila najveće padove realnog outputa u uvjetima visoke inflacije. Potražnja za realnim novcem strahovito se smanjila u razdobljima sukcesivnih devalvacija, deprecijacija i akomodirajućih monetarnih ekspanzija. A ekonometrijska analiza kojom se izolirano može promatrati utjecaj deprecijacije ili devalvacije na realni output pokazuje da obezvrijeđenje domaće valute u hrvatskoj privredi djeluje kao troškovni šok koji se očituje u kontrakcijskom pomaku funkcije agregatne ponude prema gore. Uzroci toga šoka su: poskupljenje uvoznih inputa i transmisija viših cijena kroz input-output sustav, te vezanost inflacijskih očekivanja uz očekivanu vrijednost domaće valute. Zbog toga je dugoročni rast i razvoj u Hrvatskoj moguć samo u uvjetima stabilne vrijednosti domaće valute.

Taj se cilj može postići pomoću različitih politika tečaja. U ovom su radu razmatrane dvije politike koje mogu osigurati stabilnost: politika fiksnog i politika "prljavog fluktuirajućeg" tečaja ("dirty float"). Pokazano je da politika fiksnog tečaja u uvjetima potrebnog restrukturiranja ekonomije može usporiti

restrukturiranje i spriječiti kretanje ekonomije prema ravnoteži u kojoj je output maksimalan jer je nemoguće unaprijed izračunati ravnotežnu razinu tečaja domaće valute. Utoliko se sustav plivajućeg tečaja s diskrecijskim intervencijama centralne banke na deviznom tržištu nametnuo kao bolje rješenje. Međutim, i s tom su politikom tečaja povezani problemi. Istaknuta su dva najvažnija: mogućnost pojave rigidnosti tečaja u uvjetima kartelizacije deviznog tržišta i mogućnost pogrešnog tumačenja rasta proizvodnosti u uvjetima lošeg sustava makroekonomskih mjerenja. Stoga svaka zemlja koja se, poput Hrvatske, odlučuje na vođenje takve politike tečaja, mora u stabilizacijski program ugraditi mjere povećanja konkurentnosti u bankovnom sektoru i izravne mjere poticanja osjetljivosti tečaja na odnose ponude i potražnje na deviznom tržištu. Ako bi se poruka ovoga rada sažela u jednoj rečenici, ona bi glasila: dilema stabilizacija vs. rast umjetno je nametnuta; stabilnost i rast, a posebno stabilnost i razvoj međusobno su uvjetovane i međusobno podržavajuće pojave pri čemu iskustvo poučava da rast i razvoj u uvjetima nestabilnosti jednostavno nisu mogući.

LITERATURA

Anušić, Zoran; Željko Rohatinski i Velimir Šonje (ur.), 1995. *A Road to Low Inflation: Croatia 1993/1994. The Government of the Republic of Croatia.*

Dornbusch, Rudiger, 1976. "Expectations and Exchange Rate Dynamics." *Journal of Political Economy*, 84(6): str. 1161-1176.

Hansson, Ardo H., 1995. "Macroeconomic Stabilization in the Baltic States." *The First Dubrovnik Conference on Transition Economies.*

Karras, Georgios, 1993. "Money, Inflation and Output Growth: Does the Aggregate Demand-Aggregate Supply Model Explain International Evidence?" *Review of World Economics*, 129(4): str. 662-674.

de Melo, Martha; Cevdet Denzier i Alan Gelb, 1995. "From Plan to Market: Patterns of Transition." *The First Dubrovnik Conference on Transition Economies.*

Mundell, Robert A., 1995. "Great Contractions in Transition Economies." *The First Dubrovnik Conference on Transition Economies.*

Šonje, Velimir i Marko Škreb, 1995. "Exchange Rate and Prices in a Stabilization Program: The Case of Croatia." *The First Dubrovnik Conference on Transition Economies.*