

# Deset godina tranzicije

Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim  
i istočnoeuropskim državama  
(uključujući baltičke države)

Warren Coats  
Marko Škreb

Deset godina tranzicije  
Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i  
istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)

Warren Coats  
Marko Škreb

Pregledi  
Hrvatska narodna banka  
Lipanj 2002

---

Stavovi izneseni u ovom radu stavovi su autora i nisu nužno  
stavovi institucija u kojima su autori zaposleni.

*Izdaje:*

Hrvatska narodna banka  
Direkcija za izdavačku djelatnost  
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb  
Telefon centrale: 4564-555  
Telefon: 4922-070, 4922-077  
Telefaks: 4873-623

*Web adresa:*

<http://www.hnb.hr>

*Glavni urednik:*

dr. sc. Evan Kraft

*Uredništvo:*

dr. sc. Ante Babić  
mr. sc. Igor Jemrić

*Urednica:*

mr. sc. Romana Sinković

*Grafički urednik:*

Slavko Križnjak

*Prijevod*

Lidija Čurčija

*Lektorica:*

Marija Grigić

*Suradnica:*

Ines Merkl

*Tisak:*

Intermark d.o.o., Zagreb

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Tiskano u 450 primjeraka

ISSN 1332-2168

Warren Coats i Marko Škreb

## Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)

### Sažetak

Cilj je ovog rada analizirati značajne promjene koje su se dogodile u središnjim bankama srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država u prvom desetljeću tranzicije. U samo nekoliko godina one su se u potpunosti transformirale iz socijalističkih u suvremene, neovisne središnje banke, čije su funkcije jednake onima u bilo kojoj središnjoj banci u razvijenom gospodarstvu. Danas je njihova *de iure* neovisnost uglavnom vrlo velika, vjerojatno veća od *de facto* neovisnosti. Stabilnost cijena glavni je zadatak gotovo svih središnjih banaka. Inflacija je znatno smanjena u prvih nekoliko godina. Monetarna je politika doživjela korjenite promjene kad su države zamijenile direktne instrumente monetarne politike indirektnim instrumentima (neke s fiksnim tečajnim režimima, npr. valutnim upravama, neke s fleksibilnim). Okruženje monetarne politike (bankarstvo, tržište novca, platni sustav) također se promijenilo, ali je u nekim državama preostalo još dosta posla na tim područjima. Budućnost središnjih banaka u tranziciji uvelike ovisi o odnosima tih država s Europskom unijom. Ipak, čak i kad (a za neke treba reći, ako) tranzicijske središnje banke svoje monetarne funkcije prepuste Europskoj središnjoj banci, njihova će uloga i dalje biti važna, npr. u istraživanju, diseminaciji informacija, obrazovanju o zdravoj gospodarskoj politici, sistemskoj financijskoj stabilnosti, a većina će ih i dalje imati ulogu u nadzoru bankovnog sustava.

**JEL klasifikacija:** P200; E580; E520

**Ključne riječi:** središnje bankarstvo; tranzicija; monetarna politika

Prijašnja verzija ovog rada predočena je na *5th Dubrovnik Conference on Transition Economies* (www.hnb.hr) 1999. godine. Skraćena verzija objavljena je u: Warren Coats, Marko Škreb, "Central Banking in Transition: an Overview of Main Issues Ten Years After", *Revue d'Economie Financiere*, posebno izdanje 2001., str. 265-287.

Autori zahvaljuju Hrvoju Dolenecu na njegovu izvrsnom radu na prikupljanju podataka i uređivanju tablica.

Warren Coats je pomoćnik direktora Direkcije MMF-a za monetarne i tečajne poslove, a Marko Škreb je savjetnik u Banci Albanije i Centralnoj banci Bosne i Hercegovine.

# Sadržaj

<b>1. Uvod</b> . . . . .	<b>1</b>
1.1. Polazište . . . . .	1
1.2. Tranzicijski put . . . . .	2
<b>2. Središnje bankarstvo u tranzicijskim zemljama</b> . . . . .	<b>3</b>
2.1. Pravno i institucionalno uređenje . . . . .	3
2.2. Funkcije tranzicijske središnje banke . . . . .	3
<b>3. Monetarna politika</b> . . . . .	<b>5</b>
3.1. Ciljevi politike i izbor sidra . . . . .	5
3.2. Poslovne strategije . . . . .	6
3.2.1. Srednjoročni ciljevi . . . . .	6
3.2.2. Instrumenti politike . . . . .	7
3.3. Poslovno okruženje . . . . .	8
3.3.1. Bankarski sektor . . . . .	8
3.3.2. Tržišta novca i platni sustavi . . . . .	9
3.4. Uspješnost . . . . .	9
3.4.1. Proizvodnja . . . . .	9
3.4.2. Inflacija, novac i bankarstvo . . . . .	9
3.4.3. Fiskalna politika . . . . .	10
3.4.4. Eksterna ravnoteža i tokovi kapitala . . . . .	11
3.5. Pouke . . . . .	11
<b>4. Buduća uloga tranzicijskih središnjih banaka</b> . . . . .	<b>12</b>
4.1. Tranzicijske središnje banke u postojećem međunarodnom okviru . . . . .	12
4.2. Tranzicijske središnje banke u odnosu na članstvo u EU/ESSB-u . . . . .	13
Literatura . . . . .	14

---

# Deset godina tranzicije

## Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)

### 1. Uvod

Pothvat transformiranja dirigiranih gospodarstava u tržišna gospodarstva, poduzet paralelno s uspostavljanjem demokratskih političkih režima, bio je najveći društveni projekt za koji znamo. On nije bio, kao što su se neki nadali, jednostavno stvar toga da se kaže *oslobodite ih i oni će ga izgraditi*. Tranzicija je gorljivo započeta prije deset godina u srednjoj i istočnoj Europi. Prije nego što je gigantska fizička obnova tih gospodarstava mogla poboljšati životni standard bilo je prijeko potrebno ponovno uspostaviti i modernizirati infrastrukturu tržišnih gospodarstava (pravnu, informacijsku, stavove, odnose) koja je bila uklonjena prije pedesetak godina, odnosno prije više od 80 godina u bivšim sovjetskim republikama, uključujući baltičke, koje su se pridružile tranziciji nakon što je 1991. došlo do raspada Sovjetskog Saveza. Ovisno o stajalištu, tempo tranzicije bio je bolno spor (samo su tri srednjoeuropske države dosegnule razinu BDP-a iz 1989. – iako se može pretpostaviti da je vrijednost proizvodnje prije deset godina bila preuveličana) ili nevjerovatno brz (većina potrebne infrastrukture je uspostavljena, iako još ne funkcionira jako dobro). Usredotočujući se na monetarni sustav, mi zauzimamo potonje stajalište.

Trenutak u kojemu su započeti napori da se srednjoeuropske i istočnoeuropske države transformiraju bio je pogodan jer je došao ubrzo nakon što je u razvijenim tržišnim gospodarstvima uspostavljen nov konsenzus o mnogim aspektima ustroja monetarnih sustava. Oni obuhvaćaju poželjnost stabilnog novca, potpunu konvertibilnost valute, autonomnost središnje banke, indirektno instrumente monetarne politike i transparentnost politike. Kao rezultat, tranzicijske su države mogle uspostaviti znatno poboljšane pravne i regulativne sustave tako što su usvojile velik dio trenutačno najboljih spoznaja. Srednjoeuropske i istočnoeuropske države mogle su zato za samo deset godina razviti moderne sustave, za što je etabliranim tržišnim gospodarstvima trebalo nekoliko stoljeća. Dakako, sve još nije do kraja doručeno, a možda će biti potrebno još jedno desetljeće da se sudska i tržišna praksa dovedu na zadovoljavajuću razinu. Sadržaj je još daleko od forme, ali, gledano dugoročno, napredak je impresivan.

U ovoj smo studiji srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama dodali tri baltičke države jer je njihov povijesni razvitak sličniji onom srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država nego povijesnom razvitku ostalih republika bivšeg Sovjetskog Saveza. One su postale dijelom SSSR-a kasnije od ostalih republika, a može se reći da su ga napustile ranije (ili su brže počele provoditi reforme, npr. prve su uvele vlastite valute). Uz to, njihove su veze s Europom bile čvršće. Studijom nismo obuhvatili Bosnu i Hercegovinu i Saveznu Republiku Jugoslaviju zbog nesređenih političkih okolnosti u njima i zbog toga što je tranzicija u tim državama tek počela.

U središtu naše pozornosti su središnje banke. One pridonose tranziciji osiguravajući stabilan novac i financijsku disciplinu te nadzirući dio financijskog sektora koji je najneposrednije povezan s monetarnim sustavom, tj. banke. Na najopćenitijoj razini, alokacija resursa i usmjerenost gospodarstva prema decentraliziranim tržištima zahtijevaju dobre informacije o javnoj potražnji za robom i uslugama, troškovima resursa za njihovu proizvodnju, te o dodatnom prihodu koji se može ostvariti ako se odgovori na te zahtjeve. Stabilan novac te integrirana i efikasna tržišta novca (stabilne cijene na makrorazini te zakon jednake cijene kod relativnih cijena na mikrorazini) preduvjet su da se dođe do tih informacija, dok je platni sustav preduvjet strogoga proračunskog ograničenja koje vodi i/ili prisiljava alokaciju resursa da odgovori na te cjenovne signale.

Zbog toga su na monetarnom području srednjoročni ciljevi tranzicijske strategije bili osloboditi cijene, stabilizirati razinu cijena, liberalizirati trgovinu, unificirati tržišta (posebice devizno tržište i tržište novca), a time i cijene (tečaj i kamatne stope), te smanjiti i učiniti transparentnijim političko (državno) upletanje u alokaciju resursa. Potonje je zahtijevalo djelomično ukidanje državnog usmjeravanja dodjele kredita preko središnje banke i bankovnog sustava, a time i uvođenje indirektnih instrumenata monetarne kontrole.

Ovaj je rad organiziran kako slijedi: nakon uvoda (koji opisuje polazište za reforme središnjeg bankarstva i prikazuje tranzicijski put koji su tranzicijske središnje banke morale prijeći) rad se usredotočuje na dva glavna pitanja: a) središnje bankarstvo i b) monetarnu politiku u tranzicijskim gospodarstvima tijekom prvih deset godina tranzicije od centralnoplanskog gospodarstva do tržišnog gospodarstva. Dio o središnjem bankarstvu uglavnom se bavi pravnim i institucionalnim uređenjem te funkcijama tranzicijskih središnjih banaka. Monetarna politika u tranzicijskim gospodarstvima analizirana je u sljedećim dijelovima: ciljevi politike i izbor sidra, strategije poslovanja, poslovno okruženje i uspješnost. To poglavlje završava poukama izvučenim iz iskustva monetarne politike. Rad završava mogućom budućom ulogom tranzicijskih središnjih banaka u tranzicijskim gospodarstvima.

#### 1.1. Polazište

Polazišta središnjeg bankarstva i monetarne politike u tranzicijskim gospodarstvima bila su relativno jednostavna i međusobno vrlo slična.<sup>1</sup> Sva su tranzicijska gospodarstva naslijedila samo nekoliko važnih financijskih institucija (banke, osiguravateljska društva, fondove i tržišta ka-

---

1 Detaljniji opis novca u socijalizmu može se naći u Sundararajan, V. (1992.) ili de Melo i Denizer (1999.).

---

pitala). Centralnoplansko gospodarstvo znači da je novac jednostavno pasivno usklađivan s ciljevima realnog sektora planiranim u jednom centru moći, s tim da su ciljevi često bili izraženi u fizičkim, a ne u financijskim veličinama. Financijski sektor općenito nije imao ulogu posrednika, a cijene nisu odražavale ni relativnu vrijednost robe (novca) niti su korištene kao instrument makroekonomske politike.

Novac je u osnovi bio knjigovodstveni mehanizam za centralistički određivanu alokaciju resursa različitim sektorima i/ili poduzećima. Zbog toga instrumenti monetarne politike koji se obično koriste u tržišnim gospodarstvima i nisu postojali. Važno je zamijetiti da je financijski sektor u centralnoplanskom gospodarstvu u potpunosti zanemarivao pojam rizika i određivanje njegove cijene. Katkad se kaže da je socijalizam djelovao kao veliko osiguravateljsko društvo. U takvom sustavu poduzeća nisu mogla propasti (uvijek su spašavana), a radnici nisu bili izloženi riziku gubitka radnog mjesta. Banke (ako ih se može nazvati bankama) nisu morale brinuti o kreditnom ili deviznom riziku jer su njihovi (računovodstveni) gubici uvijek bili socijalizirani. Država je prikupljala implicitne premije osiguranja (oporezivanjem ili preko nejednakih relativnih cijena) ne uzimajući u obzir pojedinačne rizike. Financijski je sustav bio stabilan jer nikome nije bilo dopušteno da propadne, a novac je uvijek bio dostupan.

Ne treba ni reći da je u takvom sustavu moralni hazard bio vrlo uobičajen. On je važan element jer u takvom okviru bonitetna regulativa i nadzor banaka nisu bili potrebni. Središnje banke zbog toga nisu obavljale svoje uobičajene funkcije (vodile monetarnu politiku, provodile nadzor nad bankama i platnim sustavom). Tako nije postojala funkcionalna razlika između središnje banke i postojećih poslovnih banaka. U jednorazinskom bankovnom sustavu (engl. *monobanking system*) središnja je banka (tj. centralni plan) određivala sveukupnu alokaciju kredita. Središnja je banka bila uključena u "komercijalne aktivnosti" kreditiranja poduzeća (katkad preko poslovnih banaka) na osnovi centralnog plana. Ne treba ni spominjati da u takvom okviru indirektni instrumenti monetarne politike nisu mogli biti korišteni za upravljanje makroekonomskim kretanjima.

Specijalizirane banke (sve u državnom vlasništvu) služile su kao transmisijski mehanizmi za alokaciju resursa različitim sektorima (poljoprivredi, industriji itd.) prema unaprijed planiranoj alokaciji. Poduzeća (iako kontrolirana dodijeljenom količinom kredita) nisu morala brinuti o financiranju novih ulaganja ili o obrtnom kapitalu. Financiranje je bilo osigurano mehanizmom planiranja (i jednorazinskim bankovnim sustavom), tako da poduzeća nisu strahovala od isključivanja s tržišta – ukratko rečeno, bila su suočena s blagim proračunskim ograničenjima.

Sektor stanovništva bio je odvojen od financiranja poduzeća. Radnici su uglavnom isplaćivani gotovinom. Financijska sredstva stanovništva sastojala su se samo od gotovine i štednje u specijaliziranim štedionicama (ili je ponegdje, preko neslužbene dolarizacije, devizna gotovina čuvana u "madracima", izvan bankovnog sustava). Kako su cijene robe i usluga bile administrativno određivane, a mogućnosti trošenja ograničene, prisilna je štednja dovela do "monetarnog viška" (engl. *monetary overhang*) u tim gospodarstvima.

Ukratko rečeno, na početku tranzicije pred tim je državama stajao golemi zadatak da svoje financijske susta-

ve, koji su bili i mali i plitki, transformiraju iz pasivnih ostataka prošlosti (jednorazinski bankovni sustav i administrativno regulirane cijene) u sustave čija je zadaća povećati efikasnost gospodarstva te koji imaju aktivnu ulogu u upravljanju makroekonomskim kretanjima (dvorazinski bankovni sustav, indirektni instrumenti monetarne politike itd.). Čini se očitim da takvo uređenje nije moglo biti primjerena osnova efikasnoga makroekonomskog instrumentarija za borbu protiv inflacije (koja je postala problem u većini tranzicijskih gospodarstava, između ostaloga, zbog ubrzane liberalizacije cijena i ukidanja obilnih subvencija) niti za razvoj odgovarajuće alokativne uloge poslovnih banaka u decentraliziranim tržišnim gospodarstvima.

Transformiranje bankarstva (uključujući središnje bankarstvo) bilo je svakako na popisu prioriteta svih kreatora politike u tim državama s obzirom da je zdrav tržišnoorijentiran financijski sustav nužan za tržišno gospodarstvo.

## 1.2. Tranzicijski put

Od tih su polazišta put i tempo reformi bili pod utjecajem nekoliko čimbenika. Njihov minimalni popis obuhvaća: opseg političke podrške, tempo uspostavljanja pravne i institucionalne infrastrukture tržišnog gospodarstva (zakonodavstvo, sudovi, korporativno upravljanje, računovodstveni i profesionalni standardi itd.), privatizaciju poduzeća, razvoj platnih sustava prilagođenih tržištu, razvoj tržišta novca, duga i kapitala te razvoj zdravoga i efikasnoga bankarskog sektora (i djelotvornoga nadzora banaka).

Mnogo je godina potrebno za stvaranje ovih infrastrukturnih i organizacijskih uvjeta, kao i za izobrazbu, stjecanje vještina, razvoj tržišne etike, standarda i prakse koji su preduvjet efikasnog poslovanja gospodarstva. Strategije prelaska na tržišno gospodarstvo obuhvaćale su brzo stvaranje tih preduvjeta, tako što su se uvelike preuzimala zakonska rješenja i pristup uspješnih tržišnih gospodarstava. Srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama njihovi su vlastiti pretkomunistički pravni sustavi katkad bili dobro polazište za povratak na tržišno gospodarstvo. Jedan od najvažnijih elemenata, iako uglavnom slabo primjetan – etika tržišta i poslovnih odnosa – pokazao se i jednim od najtežih i vremenski najzahtjevnijih.

Sve su te države primile tehničku pomoć vlada, organizacija, tvrtki i pojedinaca iz tržišnih gospodarstava i međunarodnih organizacija, a većina je primila golemu pomoć. Što se tiče središnjeg bankarstva, MMF je bio vodeća institucija za pružanje takve pomoći, a značajna je pomoć stigla i iz Svjetske banke, Europske banke za obnovu i razvoj (EBRD), Europske zajednice i agencija mnogih država OECD-a (poglavito USAID-a i njegovih europskih pandana). Samo je Direkcija MMF-a za monetarne i tečajne poslove (MAE) tijekom posljednjih deset godina svake godine osigurala pomoć 64 djelatnika Fonda i stručnjaka (uglavnom iz središnjih banaka država OECD-a) na terenu te pomoć 26 osoba iz sjedišta. Vidi Tablicu 1.

## 2. Središnje bankarstvo u tranzicijskim zemljama

Tijekom deset godina tranzicije postalo je jasno da je tranzicija znatno složeniji problem nego što se mislilo na početku. Ona obuhvaća, uz liberalizaciju tržišta (internu i eksternu), makroekonomsku stabilnost, privatizaciju (uobičajeni elementi) i, što je vrlo važno, izgradnju institucija te pravnoga i regulativnog okvira za tržišno gospodarstvo. Dodatni je problem bio što je usprkos vrlo ograničenim ljudskim resursima sve to trebalo biti učinjeno gotovo istodobno. Tako su se kreatori politike, usred svih ostalih reformi, suočili i s potrebom izgradnje novoga pravnog i institucionalnog uređenja i potrebom za razvitkom funkcija središnjeg bankarstva.

### 2.1. Pravno i institucionalno uređenje

U većini tranzicijskih gospodarstava kojima se bavimo u ovom radu novi su zakoni o središnjim bankama doneseni 1991. ili 1992. kako bi se promijenila jednorazinska bankovna struktura. Nakon 5-6 godina neka od njih izmijenila su svoje zakonodavstvo i funkcioniranje središnjeg bankarstva potpuno (npr. Bugarska, koja je 1998. uvela valutnu upravu), a neka uvelike (npr. Estonija ili Poljska)<sup>2</sup>. Gotovo sve države u našoj skupini danas imaju zakone o središnjoj banci koji im daju visok stupanj neovisnosti.

Na samom početku tranzicijskog puta tranzicijska su se gospodarstva suočila s jednorazinskim bankovnim sustavima (već opisanim) koji su bili inkompatibilni s decentraliziranim odlučivanjem u tržišnom gospodarstvu. Zbog toga je njihov prvi prioritet bila transformacija postojećeg sustava u dvorazinski bankovni sustav. Postojala je stvarna potreba da se napravi institucionalna razlika između središnje banke i poslovnih banaka. Osim novih zakona o aktivnostima središnje banke i poslovnih banaka (kao i brojnih podzakonskih akata i pravila), postojala je potreba i za promjenom ponašanja obiju vrsta institucija. U centralnoplanskim gospodarstvima nije bilo mjesta za aktivnosti poslovnih banaka ili središnjih banaka u suvremenom smislu.

Neka tranzicijska gospodarstva započela su reforme prema dvorazinskom bankovnom sustavu prije pada Berlinskog zida. Države bivše Jugoslavije započele su ih sredinom šezdesetih, dok su reforme u Mađarskoj započete 1987. Prvi korak u zakonskoj reformi bilo je institucionalno razdvajanje budućih poslovnih banaka od središnje banke. Drugi je bio davanje odgovarajuće uloge središnjoj banci u gospodarstvu i društvu. U trenutku donošenja zakonodavstva koje je reguliralo funkcioniranje tranzicijskih središnjih banaka (većinom 1991. i 1992.) već je iz teorije i prakse središnjeg bankarstva bilo poznato da središnja banka mora imati visok stupanj neovisnosti (osobne neovisnosti, neovisnosti ciljeva i financijske neovisnosti, ukratko neovisnosti od političkih utjecaja). Danas središnje banke u tranzicijskim gospodarstvima imaju vrlo visok stupanj neovisnosti u usporedbi sa središnjim bankama ostalih gospodarstava, posebice u usporedbi sa središnjim bankama u razvijenim gospodarstvima. Prema Cukiermanu et al., 1998., ovaj je zaključak valjan bez obzira na vrstu agregatnog indeksa koja se koristi za mjerenje

neovisnosti. Autori ipak upozoravaju da je stvarna (*de facto*) neovisnost vjerojatno ipak manja zbog toga što je stupanj poštivanja zakona u novim tranzicijskim društvima u prosjeku niži od onog u razvijenim gospodarstvima s dugom tradicijom demokracije. Nedavna iskustva nekih država potvrđuju to mišljenje (npr. Češke, Hrvatske i Mađarske).

Postojeće iskustvo navodi na zaključak da je pravna uspostava neovisne središnje banke prijeko potreban korak, ali je postojanje odgovarajuće uloge središnje banke u društvu znatno više od puke uspostave institucije. Da bi se središnja banka razvila u respektabilnu instituciju s važnom ulogom u izgradnji društvenoga konsenzusa o zdravim načinima rješavanja problema koji izlaze iz kruga pitanja povezanih sa središnjim bankarstvom u užem smislu, potrebni su vrijeme, hrabrost, odlučnost, politički utjecaj i mnogo strpljenja.

Općenito se prihvaća da je makroekonomska stabilnost nužan preduvjet ne samo za nisku inflaciju i visoki gospodarski rast već i za iznimno potrebne reforme financijskog sektora u tranziciji (vidi Blejer i Škreb, 1997. i 1999.a). Postignut je konsenzus da je neovisnost prijeko potrebna središnjoj banci u njezinoj borbi protiv inflacije. Zbog toga je, usprkos njegovoj relativno ograničenoj ulozi u monetarnoj politici, važno zamijetiti da je "ispravan" pravni okvir prijeko potreban za vođenje zdrave makroekonomske politike u tranziciji.

### 2.2. Funkcije tranzicijske središnje banke

Središnje se bankarstvo obično ponosi svojom tri stotine godina dugom poviješću (od osnutka *Bank of England* i *Rijksbank*). Ipak, suvremeno središnje bankarstvo vjerojatno postoji tek posljednjih 50 godina. U povijesti je središnje bankarstvo katkad shvaćano kao antiteza onome što je ono danas. Primjerice, Napoleon je osnovao *Banque de France* 1800. godine da bi financirala državu, s čime se mnogi središnji bankari danas ne bi složili (više o povijesti središnjeg bankarstva vidi u Capie et al., 1994.).

Funkcije središnjih banaka u tranziciji određene su stanjem središnjeg bankarstva u razvijenim gospodarstvima, političkom i ekonomskom situacijom u njihovim vlastitim gospodarstvima (i društvima), njihovim povijesnim naslijeđem i trendovima u svjetskom gospodarstvu. U tržišnim su se gospodarstvima funkcije središnjih banaka promijenile u posljednjih 30 godina. Zbog toga se tranzicija, koja je započeta 1989., odvijala u potpuno novom međunarodnom gospodarskom okruženju, i općenito, i posebice kad je riječ o središnjem bankarstvu.

Glavni trendovi u svjetskom gospodarstvu u posljednjih 20 godina te izazovi koje oni danas postavljaju pred središnje bankarstvo mogu se opisati na sljedeći način<sup>3</sup>:

- produbljivanje financijskih tržišta. Volumen financijskih transakcija uvelike se povećao, i mjeren njihovim brojem i mjeren njihovom prosječnom vrijednošću (ukupni iznos transakcija u platnom sustavu raste nekoliko puta brže od rasta BDP-a, npr. ukupni iznos transakcija u platnom sustavu Japana 100 puta je veći od BDP-a). Takva kretanja očito utječu na instrumente monetarne politike kao i na funkciju platnog sustava u tranzicijskim središnjim bankama.

2 Vidi detaljnije u Cukierman et al. (1998.).

3 Na temelju Godišnjeg izvješća BIS-a (Banke za međunarodne namire) – različita izdanja.



- globalizacija financijskih tržišta, mjerena time što se volumen međunarodnih transakcija povećava 10 do 20 puta brže od volumena domaćih transakcija. Globalizacija i integracija tranzicijskih gospodarstava sa svijetom ima očito brojne pozitivne elemente. Ipak, postoje i neke opasnosti. S globalizacijom se povećava broj egzogenih varijabli koje kreatori politike moraju uzeti u obzir, a stupanj njihove slobode se smanjuje. Taj trend utječe na način na koji se tranzicijske središnje banke odnose prema tokovima kapitala, a time i na vođenje monetarne politike.
- brojne inovacije, koje imaju dva osnovna oblika: prvo, pojava novih instrumenata (izvedenice ili derivati, ali i elektronički novac) i drugo, razvitak novih tehnologija plaćanja koje omogućuju potpuno različito i znatno efikasnije obavljanje financijskih transakcija (kompjutori, telekomunikacije itd.). To ne samo da utječe na monetarne instrumente već čini funkciju nadzora koju obavljaju tranzicijske središnje banke mnogo složenijom.
- liberalizacija i deregulacija financijskih tokova. Diljem svijeta postoji snažan trend oslanjanja na tržišne snage. Jasno je da ne smijemo zaboraviti ni sekuritizaciju ni dezintermedijaciju.

Ovi trendovi uvelike premašuju samo središnje bankarstvo i utječu na način na koji središnje banke danas posluju te na način na koji se gleda na njih. Primjerice, globalni financijski trendovi prisilili su središnje banke da znatno pažljivije prate tokove kapitala. Povećana transparentnost te brzina i količina informacija prisilila ih je da budu manje tajanstvene nego npr. prije 30 godina.<sup>4</sup> Doista, transparentnost se smatra jednom od najvećih vrhuna suvremene središnje banke.

Kod provođenja velike promjene (kao što je transformacija jednorazinskoga bankovnog sustava u tržišno utemeljen financijski sustav) važno je imati jasan cilj – standard kojemu se teži. Nemojmo zaboraviti da su prije 15 do 20 godina i u razvijenim državama (poglavito u Zapadnoj Europi) još bile primjenjivane administrativne i selektivne mjere za kontrolu novca, zajedno s različitim oblicima kontrole kamatnih stopa. Poanta jest da se središnje bankarstvo (uključujući i funkcije središnje banke) brzo mijenjalo u razvijenim gospodarstvima. U skladu s tim bi se moglo tvrditi da bismo imali posve različit pristup središnjem bankarstvu u tranzicijskim gospodarstvima da se tranzicija (tj. propast socijalističkoga gospodarskog sustava) kojim slučajem dogodila prije 30 godina. Današnja temeljna načela središnjih banaka obuhvaćaju zajedničko ekonomsko znanje: visoki troškovi koje inflacija nameće gospodarstvu dovode do potrebe za održavanjem stabilnosti cijena (što je nužan uvjet rasta) uz efikasnu, ali ograničenu ulogu monetarne politike i središnjih banaka (tj. ulogu u dugoročnoj stabilnosti cijena, ali ne u sektorskoj alokaciji) itd.

Danas su funkcije središnjeg bankarstva u tranzicijskim gospodarstvima više-manje jednake onima u suvremenim, decentraliziranim tržišnim gospodarstvima. Nisu

sve tranzicijske središnje banke jednako razvile sve te funkcije, ali poanta jest da njihove funkcije nisu bitno različite od funkcija koje imaju središnje banke u razvijenim gospodarstvima.

Središnje banke diljem svijeta danas obavljaju veliki niz funkcija. Te se funkcije mogu grupirati na mnogo različitih načina (vidi npr.: Fry, 1999., Fischer, 1994., Wagner, 1998. itd.). Smatramo da je korisno razlikovati sljedeće skupine aktivnosti:

- monetarna i tečajna politika,
- sustav plaćanja i namire,
- nadzor banaka i bonitetna regulativa,
- izdavanje novčanica i kovanica,
- pružanje bankarskih usluga državi,
- ostale funkcije.

Prve tri funkcije – monetarna politika, platni sustavi i nadzor banaka – obično se smatraju temeljnim funkcijama središnjeg bankarstva.

- Vođenje monetarne politike oduvijek je smatrano “glavnom” funkcijom središnje banke. Središnje su banke obično “emisijske banke” i već neko vrijeme imaju monopol na izdavanje novčanica i kovanica. Funkcija vođenja tečajne politike katkad se obavlja zajedno s državom ili je egzogena (kao npr. kod valutnih uprava). Upravljanje međunarodnim pričuvama povezano je s tečajnom funkcijom. Sve tranzicijske središnje banke obavljaju te funkcije.<sup>5</sup>
- Središnje su banke sve više uključene u platne sustave.<sup>6</sup> Njihova se uključenost temelji na dvije osnove: prvo, efikasan i pouzdan sustav plaćanja i namire omogućava lakšu provedbu monetarne politike; drugo, zbog povezanosti središnje banke s financijskom stabilnošću, i uz rastući volumen transakcija, javlja se potreba za ograničavanjem rizika plaćanja i namire. Zbog toga središnje banke upravljaju, reguliraju ili nadziru (ili su uključene u sva tri posla) barem dio platnog sustava, kao što je (relativno nedavno) uvođenje RTGS-a (sustava velikih plaćanja u realnom vremenu na bruto načelu). Njihova je uloga obično znatno veća s obzirom da su rizici povezani s platnim sustavima danas poznatiji nego prije (vidi Tablicu 2.).
- Središnje se banke vrlo često povezuje s održavanjem financijske stabilnosti. Cilj održavanja financijske stabilnosti jako je povezan s nadzorom institucija koje primaju depozite – (obično) banaka. U većini tranzicijskih gospodarstava ta se funkcija vrši unutar središnje banke, dok je u Mađarskoj ona izvan središnje banke.

Kao što je prije objašnjeno, ta funkcija nije postojala u tranzicijskim gospodarstvima prije reformi. U pravilu, bankovni se sustav mnogo brže razvijao nego nadzor banaka. On obuhvaća ne samo potpuno novo zakonodavstvo na tom području već i njegovu provedbu (što je znatno teže). Bonitetna regulativa relativno je nov pojam u nadzornim sustavima razvijenih država, a jednostavno je potrebno vrijeme da bi se inspektori razvili dovoljno da postignu ciljeve. Uz to, nadzor se oslanja na ostala područja poput računovodstva, koje se vrlo sporo reformiralo.

4 Zanimljivi primjeri globalizacije središnjih banaka su: a) formiranje nadnacionalne Europske središnje banke (ESB) i b) činjenica da je BIS (središnja banka središnjih banaka) nedavno znatno proširio svoje članstvo na države diljem svijeta te otvorio predstavništvo u Hong Kongu.

5 Budući da će se o funkciji monetarne politike detaljnije raspravljati u daljnjem tekstu, ovdje o njoj nećemo više govoriti.

6 Detaljnije o ulozi središnje banke u platnim sustavima vidi u Fry (1999.).

- Sve su središnje banke zadužene za izdavanje novčanica i kovanica, pa tako i ovdje promatrane tranzicijske središnje banke. Neke od njih nemaju izravan pristup javnosti. Primjerice, sve države nastale nakon raspada bivšeg Sovjetskog Saveza, Jugoslavije i Čehoslovačke poslije stjecanja neovisnosti izdale su vlastiti novac (posredstvom svojih središnjih banaka). Središnje su banke obično odgovorne za distribuciju novčanica i kovanica (Tablica 4.). Neke od njih ne tiskaju i/ili ne kuju svoj novac.
- Pružanje bankarskih usluga državi obično obuhvaća ulogu fiskalnog agenta za državu i davanje kredita državi. Pritom je glavno razlikovati države s valutnom upravom i one bez nje. Tri države s valutnom upravom (Bugarska, Estonija i Litva) ne smiju kreditirati državu. Kreditiranje države često je vrlo ograničeno: obično postoji gornja granica zaduženosti, a kreditiranje često služi za privremeno premošćivanje problema u financiranju, a ne za financiranje deficita (kao u Sloveniji ili Albaniji).
- Ostale funkcije obuhvaćaju širok raspon funkcija, od kojih su neke postojale u prošlosti, a neke su nedavno uspostavljene. One uključuju: statističku funkciju, davanje ekonomskih savjeta državi, razvijenu istraživačku funkciju te međunarodne odnose. Neke središnje banke imaju ulogu u deviznim kontrolama ili u upravljanju nacionalnim dugom.

Zaključujemo da danas tranzicijske središnje banke nisu bitno različite po svojim funkcijama od središnjih banaka razvijenih gospodarstava. Nakon uvođenja eura 11 država članica EMU-a odustalo od svoje neovisne monetarne politike i prihvatilo nešto nalik valutnoj upravi, ali i dalje trebaju ostvarivati brojne zadatke u svojim gospodarstvima.

### 3. Monetarna politika

U svim srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama reforme su u ranim fazama tranzicije obuhvaćale liberalizaciju cijena, unifikaciju i liberalizaciju deviznog tržišta te stabilizaciju razine cijena.<sup>7</sup> Tijekom prvih deset godina tranzicije sve su te države prešle put od toga da su praktički sve ili gotovo sve cijene u svakoj od njih bile određivane u jednom centru do toga da su praktički sve ili gotovo sve cijene tržišno određene. U većini je država glavnina cijena liberalizirana na početku tranzicije. Slično tome, u većini srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država došlo je do liberalizacije i unifikacije deviznog tržišta na početku ili ubrzo nakon početka tranzicijskog procesa (zajedno s otvaranjem vanjske trgovine), iako je razvoj tih tržišta bio postupan. Devizna su tržišta svih tih država sada unificirana, a sve su države, osim Albanije, prihatile obveze iz članka XIII. Statuta MMF-a.

Kao što je navedeno, sve su srednjoeuropske i istočnoeuropske države donijele svoje zakone o središnjoj banci, koji su njihovim središnjim bankama dali, u pravilu, mnogo veću pravnu neovisnost od one koju su tada (ra-

nih 90-ih)<sup>8</sup> propisivali zakoni o središnjim bankama razvijenih država te u kojima je određeno da je zadatak središnje banke postići određeni oblik stabilnosti cijena. Promatrana na razini grupe, stopa inflacije srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država dramatično je smanjena sa 251 posto u prve četiri godine tranzicije (1990. – 1993.) na 33 posto u posljednje četiri godine (1995. – 1998.)<sup>9</sup> (vidi Tablicu 12.). Čak i kad u tu skupinu ubrojimo Rumunjsku, čija je stopa inflacije bila 45 posto, prosječna je stopa inflacije 1998. bila niža od 10 posto.<sup>10</sup>

U tržišnim gospodarstvima smanjenje inflacije gotovo uvijek dovodi do privremenog smanjenja stope rasta (ili razine) prihoda, dok se ne postigne nova ravnotežna stopa inflacije. Smatra se da su trajanje i dubina toga privremenog učinka na prihod (monetarna politika određuje stopu inflacije i nema trajni učinak na prihod) usko povezani s jasnoćom (transparentnošću) i vjerodostojnošću donesene politike.

U tranzicijskim gospodarstvima taj je normalni učinak stabilizacijskog programa "prekrio" dramatične promjene u realnom sektoru. I na procijenjeni i na stvarni obujam proizvodnje tih gospodarstava nije utjecalo samo to što su svi monetarni i financijski sustavi morali biti iznova uspostavljeni nego su uvelike utjecale velike promjene u organizaciji i strukturi samoga realnog sektora gospodarstva. Zbog toga se ne može reći kakav bi bio neovisni učinak monetarne politike na proizvodnju, osim da je ona imala vrlo veliku ulogu u olakšanju tržišnodređene alokacije resursa i stvaranju financijske discipline nužne za efikasno funkcioniranje tržišta. Očekuje se ipak da će na kraju tranzicije nastati produktivnije gospodarstvo koje će rezultirati višim životnim standardom u socijalnom i političkom okruženju koje je pravednije i više poštuje pojedince.<sup>11</sup>

Rast je zapravo počeo u prvom desetljeću tranzicije u svim srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama, osim u Rumunjskoj, iako su samo tri države (Poljska, Slovačka i Slovenija) dosegule višu razinu proizvodnje od one na početku tranzicije. Stope gospodarskog rasta prosječno su povećane sa –8,3 posto u prve četiri godine tranzicije na 3,3 posto u posljednje četiri godine (vidi Tablicu 10.).<sup>12</sup> Razlike između uspješnosti pojedinih država su ipak znatne. Neki od ostalih pokazatelja uspješnosti navedeni su u Tablici 5. Ostala poglavlja ovog teksta detaljnije se bave monetarnom politikom i gospodarskim rezultatima.

#### 3.1. Ciljevi politike i izbor sidra

U prvih nekoliko godina tranzicije cilj makroekonomske stabilizacije, a posebice stabilizacije razine cijena, usredotočio je pozornost na pitanje kako smanjiti visoke stope inflacije kojima je riješen problem monetarnog viška. Mjere za smanjenje inflacije trebale su i dobiti su široku podršku. Pouke tržišnih gospodarstava nisu međutim bile iz-

<sup>7</sup> Jasno je da je temelj svih strategija reforme bilo uspostavljanje i proširenje vlasničkih prava pojedinca i pravne infrastrukture potrebne za njegovu zaštitu.

<sup>8</sup> Vidi Cukierman, Miller i Neyapti (1998.).

<sup>9</sup> Nema smisla uspoređivati stope inflacije prije početka tranzicije s obzirom da su cijene bile administrativno regulirane i nisu odražavale tržišni kliring ponude i potražnje. Ostale studije potvrđuju istovjetni brzi silazni trend inflacije tijekom tranzicije (vidi: Wyplosz, 2000. ili Fischer i Sahay, 2000.).

<sup>10</sup> Za usporedbu, prosječne stope inflacije država OECD-a u ta dva razdoblja bile su praktički nepromijenjene, 4,7 posto, odnosno 4,6 posto.

<sup>11</sup> O krajnjim ciljevima tranzicijskog procesa vidi Škreb, 2000.

<sup>12</sup> Prosječne stope rasta u državama OECD-a su u ta dva razdoblja bile 1,7 posto, odnosno 2,4 posto.

gubljene, te su na početku tranzicije doneseni novi zakoni o središnjim bankama, koji su, kako je već navedeno, dali središnjim bankama srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država znatnu neovisnost i za osnovni cilj odredili stabilnost cijena. Sve su te države donijele nove zakone 1991. i 1992., osim Poljske, u kojoj je zakon o središnjoj banci donesen 1989., i Makedonije, koja je novi zakon o središnjoj banci donijela 1996. (vidi Tablicu 6.).

Središnje banke tranzicijskih gospodarstava suočile su se s nekoliko poteškoća u pokušaju da postignu svoj cilj vezan za stabilizaciju razine cijena. One nisu imale iskustva sa svojim novim ovlastima i instrumentima, a time ni praktičnu vještinu da djelotvorno provedu ciljeve svoje politike. Okruženje u kojem su morale poslovati (slabi porezni sustavi i fiskalne kontrole, slabi bankovni sustavi, slaba tržišna disciplina u vezi s alokacijom resursa i ponašanjem tvrtki te slabi pravni sustavi i ostvarenje vlasničkih prava i ugovora) nije pridonosilo djelotvornoj transmisiji politike. One do tada nisu imale uspjeha koji bi im pomogli u izgradnji povjerenja javnosti u vjerodostojnost njihovih politika. Drugi od tih elemenata (nedovoljno razvijena tržišna infrastruktura) slabi vezu između monetarne politike i cijena, iskrivljuje relativne cijene i alokaciju resursa te slabi financijsku disciplinu (strogo proračunsko ograničenje) potrebnu da bi se uživalo u svim gospodarskim koristima od stabilnih cijena. Treća poteškoća (nedostatak vjerodostojnosti) dovodi do sporijeg prilagođivanja očekivanja javnosti u vezi s inflacijom, što rezultira time da realne kamatne stope rastu ili duže vrijeme ostaju visoke te dovodi do duže privremene negativne reakcije proizvodnje na pooštavanje monetarne politike.<sup>13</sup> Uz te poteškoće postojao je i nedostatak podrške nekih pojedinaca koji su još uvijek bili na vlasti (tj. nedostatak želje da odustanu od ovlasti ili povlastica).

Ti uvjeti zahtijevaju jednostavnu i transparentnu monetarnu politiku. Najjednostavnija za provedbu i najtransparentnija je monetarna politika fiksnog tečaja. Valutna uprava kao inačica fiksnog tečaja najjednostavnija je za provedbu i dovodi do najvišeg stupnja vjerodostojnosti (ako postoji uvjerljiva podrška potrebna da bi ona funkcionirala). Zbog toga fiksni tečaj može biti osobito privlačan novim središnjim bankama koje nemaju prethodne uspjehe, a imaju slabe podatke o tržištu i malo praktičnog iskustva. Osim toga, institucionalne promjene koje karakteriziraju tranzicijska gospodarstva također dovode do toga da je potražnja za novcem manje stabilna i da ju je teže empirijski procijeniti (kratke vremenske serije pod novim režimom itd.), a takve procjene nisu potrebne za provedbu tečajnog sidra.

Fiksni tečaj ujedno je i režim koji najviše zahtijeva od ostalih politika (posebice fiskalne politike) potrebnih za njegovo održavanje; to je režim koji najteže oprašta pogreške u politici. Poteškoće u uspostavi fiskalne discipline i novih poreznih sustava, onakvih kakvi su u tržišnom gospodarstvu, bile su najozbiljnije prepreke makroekonomskoj stabilizaciji tranzicijskih gospodarstava. Uz to, obrana fiksnog tečaja od neopravdanih (ili drugih) napada na tržištu zahtijeva dostatne devizne pričuve u portfelju središnje banke. Kad su fiskalni deficiti veliki, a devizne pričuve male, fiksni tečaj nije izvediva opcija.

13 Treba dodati da u određenoj mjeri javnost nije bila upoznata s tržišnim određivanjem cijena te stoga nije znala kako tumačiti najave i poteze monetarne politike.

## 3.2. Poslovne strategije

### 3.2.1. Srednjoročni ciljevi

U naporu da uspostave stabilnost cijena sedam od trinaest srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država uvelo je tečajna sidra.<sup>14</sup> Jedna je središnja banka (estonska, 1992.) odmah na početku tranzicije uvela valutnu upravu, a slijedile su je još dvije središnje banke (litavska, 1994., i bugarska, 1997.).<sup>15</sup> Od šest država koje su se na početku opredijelile za fluktuirajući tečaj, dvije su, kako je već spomenuto, kasnije uvele valutnu upravu, dvije su uvele fiksni vezani tečaj (Letonija u veljači 1994. i Makedonija u rujnu 1995.) kao dio stabilizacijskog programa, a dvije su zadržale fluktuirajući tečaj (Rumunjska i Slovenija).<sup>16</sup> S druge strane, sve države čije su valute bile početno vezane (osim onih s valutnom upravom) prešle su na tržišni (upravljani ili slobodni fluktuirajući) tečaj.<sup>17</sup> Dvije države koje su svoje reforme započele s prilagodljivim vezanim tečajem (Mađarska i Poljska) razvile su sustave puzajućeg raspona fluktuiranja. Dvije države koje su imale vezani tečaj, nedavno su uvele sidro ciljane inflacije (Češka i Poljska), a druge dvije razmišljaju o sličnim koracima (Mađarska i Slovačka). Vidi Tablicu 6.

Pitanje koje se prirodno postavlja jest jesu li države koje su odabrale fluktuirajući tečaj umjesto sidra fiksnog tečaja, u skladu s tvrdnjom postavljenom u prethodnom odjeljku, imale veće deficite i manje devizne pričuve. Podaci u Tablici 7. pokazuju da je prosječni godišnji deficit središnje države u 1992. i 1993. (dakle, u godinama na koje se odnose spomenuti tečajni režimi) činio 4,0 posto BDP-a u državama koje su imale fluktuirajući tečaj, odnosno 3,4 posto u državama s vezanim tečajem.<sup>18</sup> Ipak, ako Mađarsku i Poljsku koje su imale prilagodljivi vezani tečaj, koji je učestalo prilagođivan, uvrstimo u skupinu država s fluktuirajućim tečajem umjesto u skupinu država s vezanim tečajem, udio prosječnog deficita u BDP-u se u skladu s očekivanjima povećava na 4,3 posto u državama s fluktuirajućim tečajem, u usporedbi sa 2,3 posto u državama s vezanim tečajem. Usporedba omjera bruto međunarodnih pričuva i BDP-a (prosjek za 1992. – 1993.) istih skupina pokazuje da su međunarodne pričuve činile 8,5 posto BDP-a u državama s fluktuirajućim tečajem, odnosno 9,4 posto u državama s vezanim tečajem. Ako Mađarsku i Poljsku premjestimo iz jedne skupine u drugu, proizlazi da je, u prosjeku, udio pričuva u BDP-u država s fluktuirajućim tečajem bio 8,3 posto, a država s vezanim tečajem 10,1 posto. Vidi Tablicu 8.

14 Albanija, Hrvatska, Čehoslovačka (Češka i Slovačka), Estonija, Mađarska i Poljska.

15 Bosna i Hercegovina, koja nije obuhvaćena našim uzorkom zbog štetnih učinaka nedavnog rata, također je uvela valutnu upravu u rujnu 1997. kao dio Daytonskog mirovinskog sporazuma.

16 Moglo bi se ustvrditi da Rumunjska i Slovenija održavaju fluktuirajući tečaj iz suprotnih razloga: Rumunjska zbog toga što se nije uspjela dovoljno stabilizirati da bi obranila fiksni tečaj, a Slovenija zbog toga što je uspostavila dovoljno vjerodostojnu monetarnu politiku da joj fiksni tečaj nije potreban, a fluktuirajući joj tečaj pomaže da donekle drži pod kontrolom tokove kapitala.

17 Albanija, Hrvatska, Češka i Slovačka.

18 Albanija, koja je u te dvije godine imala fiskalne deficite u prosjeku veće od 17 posto BDP-a isključena je zbog toga što je netipičnim vrijednostima svojih veličina znatno utjecala na rezultate i zbog toga što je odustala od vezanog tečaja u srpnju 1992.

Sve te države, osim Slovenije, imale su stabilizacijske programe (i programe za strukturnu prilagodbu) koje je podržao MMF. Tako su sve, osim Slovenije, prije ili kasnije imale eksplicitno određene kriterije za ocjenu uspješnosti provedbe monetarne politike kao dio uvjeta za podršku MMF-a. Slovenija je bez podrške MMF-a također provodila sličnu politiku monetarnog ciljanja (monetarno sidro).

Rumunjska je bila prva od srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država koja je povukla sredstva od MMF-a – 1973. godine, a imala je seriju programa sve do sredine 80-ih. Njezina izloženost MMF-u trajala je do otplate dugova 1988., odnosno do samog početka tranzicije, kada je u ožujku 1991. – da bi podržala taj proces – prvi put povukla sredstava od MMF-a.

Prva dva programa koja je MMF podržao u razdoblju tranzicije bili su programi u Poljskoj (veljača 1990.) i Mađarskoj (ožujak 1990.).<sup>19</sup> U to su vrijeme to bili uzbudljivi događaji za Europu i za MMF. Nakon ta dva programa 1991. su slijedili programi u Bugarskoj i Čehoslovačkoj uz podršku MMF-a. Nakon raspada Čehoslovačke MMF je podržao nove programe u Češkoj i Slovačkoj. Aranžman koji je Češka sklopila 1993. (*stand-by* aranžman) bio je uglavnom sklopljen kao mjera opreza. Samo jedanput su povučena sredstva odobrena aranžmanom, a iste su godine otkupljena (otplaćena) zajedno s ukupnim preostalim sredstvima koje je Češka povukla od MMF-a. Slijedila je Slovačka sa svojim *stand-by* aranžmanom iz 1993. i drugim *stand-by* aranžmanom iz 1994., ali su sredstva povučena samo dvaput zbog toga što se program nije ostvarivao.

Usprkos tome što se sedam srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država oslanjalo na tečajna sidra, sve su one (kako je uobičajeno kod stabilizacijskih programa uz podršku MMF-a) također prihvatile eksplicitno određivanje ciljeva, i to domaćega kreditiranja bankovnog sustava (ciljevi povezani s primarnim novcem bili su kratko određeni u Letoniji i Litvi), međunarodnih pričuva, odobravanja kredita središnje banke državi, deficita državnog proračuna i inozemnog zaduživanja različite vrste.

U nekoliko srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država vjerodostojan fiksni tečaj, visoke domaće kamatne stope (djelomično zbog velikih investicijskih mogućnosti, a djelomično zbog velikih fiskalnih deficita) i poboljšani domaći uvjeti za investiranje doveli su do priljeva kapitala koji je premašivao priljev koji se mogao lako ili unosno apsorbirati (kroz povećani uvoz). Cilj stabilnosti cijena bio je u sve većem i većem neskladu sa sidrom fiksnog tečaja.

Preveliki priljev kapitala povećava novčanu masu ako središnja banka intervenira radi obrane tečaja. Ako se devize otkupljene u sklopu tih intervencija steriliziraju (kao što su često bile sterilizirane u tim državama), nastavlja se pritisak viših domaćih kamatnih stopa, što dovodi do još većeg priljeva kapitala. Taj isti kamatni diferencijal stvorio je velike gubitke središnjim bankama koje su sterilizirale devize otkupljene u sklopu intervencija (devize koje su središnje banke otkupile ulagane su u inozemstvu po “niskim” međunarodnim kamatnim stopama, a na zapise koje su izdale – ili na druge korištene instrumente sterilizacije – primjenjivale su više domaće kamatne stope).<sup>20</sup> Velika dobit, koja je privlačila inozemni kapital, isplaćivana je velikim troškovima intervencija središnje banke.

Neke su države pokušale usporiti priljev kapitala s pomoću kontrole kapitala (npr. Slovenija, Hrvatska i Češka). Kao što je pokazalo iskustvo nekih drugih država, djelotvornost takvih kontrola je ograničena, osobito kad su viškovi platne bilance bili rezultat priljeva kapitala potaknutih fiskalnim deficitom. Na kraju su ciljevi vezani uz održavanje domaće inflacije na određenoj razini zamijenjeni tečajnim ciljevima (u Estoniji) ili su vezane stope zamijenjene tržišnim stopama i ostalim nominalnim sidrima (u Češkoj i Slovačkoj).

Uz sazrijevanje tranzicije u državama koje su u ranoj fazi bile uspješne (Poljska, Češka, Mađarska i Slovačka), početna su tečajna sidra zamijenjena fleksibilnijim tečajevima s monetarnim ciljevima i/ili operativnim ciljevima vezanim uz kamatne stope, koji su odabrani radi postizanja inflacijskih ciljeva (tzv. ciljanje inflacije). Ta evolucija dovela je do nekih prednosti, ali i do priličnih rizika. Fleksibilniji tečaj eliminirao je (ili smanjio) spekulacije međunarodnih ulagača da će se tečaj kretati samo u jednom smjeru, a time su uklonjeni i umjetno stvoreni povodi za priljev kapitala. Time je ujedno omogućeno da se monetarna politika usredotoči na stabilnost domaćih cijena. Ipak, potrebna je znatno veća praktična vještina središnje banke da bi se primijenilo monetarno ili inflacijsko sidro nego da bi se održavao fiksni tečaj, a može biti teže i zadržati povjerenje javnosti. Uvjete za smanjivanje inflacije na jednoznamenkastu brojku lakše je razumjeti i ostvariti nego uvjete za smanjenje inflacije s razine od, primjerice, 10 posto na 0 do 2 posto (potonje je zahtjevnije glede stabilnosti potražnje za novcem). Ipak, trebalo bi biti moguće pažljivo graditi na vjerodostojnosti koju su te središnje banke svojim uspjesima stekle posljednjih sedam ili osam godina.

### 3.2.2. Instrumenti politike

Osim Albanije, Mađarske i Makedonije, sve srednjoeuropske i istočnoeuropske države sada provode monetarnu politiku indirektnim instrumentima (operacijama na otvorenom tržištu, tržišnozasnovanim kreditiranjem i obveznim pričuvama).<sup>21</sup> Na početku tranzicije sve su središnje banke tih država koristile direktne instrumente kontrole – administrativno su regulirale kamatne stope na bankovne depozite i kredite te određivale gornju granicu kredita za pojedinačnu banku. Uklanjanje takvog načina kontrole bio je važan dio procesa tranzicije prema tržišnom gospodarstvu. Detaljniji opis uporabe i promjene instrumenata monetarne politike u tranziciji može se pronaći u Melo i Denizer (1999.).

*Direktne kontrole potiču političko upletanje u alokaciju kredita, priječe i cjenovnu konkurenciju za kredite od postojećih banaka i ulazak novih banaka na tržište (odnosno izlazak starih), sklone su poticati negativne realne kamatne stope, dezintermedijaciju i financijsku represiju te postaju sklone izbjegavanju i evaziji usporedo s produbljenjem financijskog sustava. Direktne kontrole domaćih tržišta usmjeravaju poslovanje prema deviznim transakcijama, najprije s domaćim institucijama, a nakon što se i one podrgnu direktnoj kontroli poslovanje se usmjerava prema inozemnim institucijama.*<sup>22</sup>

19 Mađarska je od kraja 1982. do danas sklopila tri *stand-by* aranžmana sa MMF-om.

20 Izvršnu i potpuniju raspravu o ovim pitanjima vidi u Begg, 1996.

21 Moglo bi se ustvrditi da su neki od složenih vrijednosnih papira, obvezne pričuve te ostali zahtjevi korišteni u Sloveniji zapravo kao oblici direktnih instrumenata.

22 Begg, 1966., str. 46.

Uspješna uporaba indirektnih instrumenata ovisi o postojanju financijskih tržišta i zdravih banaka. S druge strane, zamjena direktnih kontrola indirektnim instrumentima olakšava razvoj financijskih tržišta. Opravdano nastojanje da se prema liberalizaciji financijskog tržišta i uporabi indirektnih instrumenata monetarne politike napreduje oprezno političke vlasti mogu vrlo lako iskoristiti (i često jesu iskoristile) da bi zaštitile neefikasna poduzeća ili umjetno stvorene niske troškove zaduživanja države.

Ipak, potpuno uvođenje indirektnih instrumenata, i to smjesta, općenito nije bilo moguće na početku tranzicije u tim državama. Uvođenje indirektnih instrumenata zahtijevalo je prethodni razvoj tržišne infrastrukture i okruženja u kojemu financijska tržišta mogu primjereno funkcionirati. Inicirani su programi kojima se nastojala poboljšati pravna osnova financijskih tržišta (zakoni i drugi propisi o bankarskom poslovanju, kolateralu, stečaju, upravljanju poduzećem, financijskim instrumentima itd.), osuvremenili platni sustavi kako bi se omogućilo (i zahtijevalo) upravljanje likvidnošću banaka<sup>23</sup>, prihvatili međunarodni računovodstveni standardi i standardi financijskog izvještavanja, razvile sposobnosti i propisi modernog nadzora banaka te ojačale ili eliminirale slabe i/ili insolventne banke.

Tijekom provedbe dugoročnih programa razvoja tih područja mnoge su srednjoeuropske i istočnoeuropske države sredstva direktne kontrole postupno prilagodile tržištu. Tako su administrativno regulirane kamatne stope približene razinama tržišnoga kliringa (i realno pozitivnim kamatnim stopama), a banke s manjom potražnjom za kreditima su bankama s većom potražnjom na aukcijama nudile svoje kreditne kvote (npr. Bugarska). Mnoge od tih središnjih banaka počele su svoje kredite nuditi na aukcijama umjesto da direktno reeskontiraju odobrene kredite banaka. Uz napredak reformi povećavao se udio kredita središnje banke ponuđen na aukcijama, a istodobno je smanjivan udio direktnoga kreditiranja. U tom su razdoblju banke počele učiti tehnike licitiranja na aukcijama deviza, državnih vrijednosnih papira i kredita središnje banke, počele su preuzimati odgovornost za kredite koje su plasirale na temelju kredita pribavljenog na aukciji ili iz vlastitih resursa, a time i vještine procjenjivanja kreditne sposobnosti. Ukratko, banke su počele postajati banke.

Dok su na taj način ukupni krediti središnje banke, a time i primarni novac, bili sve više kontrolirani, postalo je jasno da su u većini tranzicijskih gospodarstava velike banke u državnom (ili nekadašnjem državnom) vlasništvu uzimale lavovski dio kredita središnje banke po gotovo bilo kojoj kamatnoj stopi. Uzajmljivanje u nuždi insolventnih, ali još operativnih banaka poremetilo je alokaciju kredita putem financijskih tržišta i vodilo je tome da su središnje banke pokušavale na različite načine smanjiti koncentraciju takvog uzajmljivanja, dok je nadzor banaka još pokušavao dostići potrebnu razinu. Uvođenje operacija na otvorenom tržištu moralo je pričekati ne samo da se razvije tržište državnih vrijednosnih papira i sve što ono

23 Poljska, prva od srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država koja je započela s transformacijom, naučila je ostale koliko je za tržišno gospodarstvo važan platni sustav, što je bio rezultat dobro reklamirane organizirane prijevare da se profitira iz novca u platnom prometu (engl. bank float).

iziskuje (računovodstvo, platni sustav itd.) već i da bankovni sustav i nadzor banaka budu dovoljno jaki da se u potpunosti oslone na tržišnu alokaciju kredita.<sup>24</sup>

### 3.3. Poslovno okruženje

Tržišno okruženje u kojemu djeluje monetarna politika najvažnije je za njezin uspjeh. Da bi se aktivnosti središnje banke prenijele na gospodarstvo bez većih poremećaja, potrebni su, uz monetarno nominalno sidro (ili ciljanje inflacije), i tržišno određene kamatne stope i alokacija primarnog novca. Hoće li biti koristi od stabilnog novca ovisi o tome da li financijsko tržište i tržište realnog sektora primjereno reagiraju na tržišnu kamatnu stopu i cjenovne signale koje odašilju javna potražnja i ograničenost resursa. Zdravlje i efikasnost financijskog sektora, a posebice banaka, iznimno je važno. Efikasnost i struktura platnog sustava druga je bitna komponenta u uvođenju tržišne discipline (strogo proračunsko ograničenje) i upravljanju likvidnošću, koje je iznimno važno za uspješno bankarstvo. Istraživanje tih područja prelazi okvire ovoga kratkog prikaza, ali je uspostava banaka, tržišta novca i platnih sustava na načelima tržišnog gospodarstva bila veliki izazov tranzicijskim gospodarstvima i zaslužuje da je se ukratko spomene.

#### 3.3.1. Bankarski sektor

U centralnoplanskim gospodarstvima banke su bile administrativne “produžene ruke” države za provedbu centralnog plana. U tržišnom gospodarstvu banke bi se u vršenju svoje uloge u alokaciji resursa (osiguranje privlačnih uvjeta plaćanja i štednje za stanovništvo, tvrtke i vladu te osiguranje sredstava za potrošnju i ulaganja onima koji će ih koristiti na najproduktivniji način), trebale ravnati prema dobiti i sigurnosti.<sup>25</sup> U tu svrhu banke trebaju biti oslobođene državne kontrole (privatizirane) te razviti nove vještine i sustave upravljanja rizikom. Primjena računovodstvenih standarda i standarda financijskog izvještavanja moraju omogućiti iskazivanje stvarnog financijskog stanja banaka kako bi se njima moglo primjereno upravljati i kako bi javnost mogla bolje procijeniti njihovo zdravlje. Važnost i priroda banaka (posebice njihova uloga u platnim sustavima) zahtijevaju poseban režim nadzora.

Privatizacija banaka nije se odvijala pravocrtno. U mnogim su tranzicijskim gospodarstvima banke bile oslobođene (uglavnom postupno) obveza da odobravaju kredite za “socijalne” svrhe kako bi ih mogla kupiti poduzeća (često još uvijek u državnom vlasništvu) koja su nastavila s praksom korištenja javnih sredstava za svoje osobne potrebe (džepne banke). Malo tranzicijskih gospodarstava ima dobre zakone kojima je regulirano isključivanje propalih banaka s tržišta ili rješavanje problema tih banaka.

24 Krediti koje je središnja banka nudila na aukcijama mogli su pritijecati bankama – zajmoprimcima u nuždi sve dok je tim bankama bilo dopušteno da nastave s poslovanjem. Krediti središnje banke ostvareni kupnjom na otvorenom tržištu bili bi odobreni samo bankama koje su imale dovoljno trezorskih zapisa ili drugih vrijednosnih papira za prodaju. Prijelaz s aukcija kredita na operacije na otvorenom tržištu doveo je do velikog povećanja tržišne discipline banaka.

25 Ti ciljevi zapravo nisu odvojeni ili potencijalno konkurentni, s obzirom da dugoročna maksimizacija dobiti zahtijeva sigurnost i posvećivanje pažnje upravljanju rizicima.

Zabrinutost za sistemski kolaps bankovnog sustava, tj. opću navalu na banke ili želju da se banke nastave iskorištavati kako bi bio omogućen opstanak starog sustava "državne" alokacije resursa, dovela je do skupog odgađanja provođenja nadzora. Zbog toga je tržišni proces iskorjenjivanja slabo vođenih ili neprofitabilnih banaka često bio onemogućen državnom intervencijom za spas insolventnih banaka (čime je ponovno uspostavljena veza između bankovnih resursa i državne riznice).

Veliki su naponi bili potrebni da bi se u tranzicijskim gospodarstvima razvili svi elementi potrebni za postizanje i održanje zdravoga bankarskog sektora (privatno vlasništvo, odgovarajuće računovodstvo i financijsko izvještavanje, primjereni nadzorni i bonitetni propisi, brzo i efikasno isključivanje insolventnih banaka s tržišta). Proces tranzicije još je daleko od svoga svršetka, ali je većina srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država prošla najgori dio puta, a njihove su banke sve zdravije i efikasnije.

### 3.3.2. Tržišta novca i platni sustavi

Efikasna tržišta vrijednosnih papira i tržišta novca poboljšavaju alokaciju resursa tako što ujednačuju relevantne cijene (kamatne stope) financijskih instrumenata, povećavaju povrat od kredita, smanjuju trošak posudbi, olakšavaju transmisiju monetarne politike i poboljšavaju upravljanje likvidnošću općenito (i posebice kod banaka). Efikasna tržišta novca i vrijednosnih papira tako pridonose zdravlju i efikasnosti banaka.

Mnogi čimbenici pridonose razvoju tih tržišta, a golemi posao njihova razvoja bio je dio tranzicije. Ipak, uloga platnog sustava je presudna. Taj je sustav sredstvo s pomoću kojega se stroga proračunska ograničenja nameću tvrtkama, a njegov osnovni ustroj i funkcioniranje pomažu ili priječe razvoj tržišta novca i vrijednosnih papira te upravljanje bankovnom likvidnošću. Banke moraju znati i moći kontrolirati svoju likvidnost – npr. stanje pričuva kod središnje banke – u što je moguće realnijem vremenu. Preustroj i osuvremenjivanje platnih sustava naslijeđenih iz centralnoplanskog sustava zahtijevali su značajan napor u svim srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama, ali su neke prevalile znatno veći dio toga puta od drugih.<sup>26</sup>

## 3.4. Uspješnost

### 3.4.1. Proizvodnja

Raspon i veličina transformacije zasigurno su najveći u povijesti. Iako se onima koji se bore s transformacijom tempo mora činiti nevjerojatno spor – do kraja 1998. samo su tri srednjoeuropske i istočnoeuropske države (Poljska, Slovačka i Slovenija) dosegnule ili premašile razine realnog BDP-a iz 1989. – iz šire su perspektive raspon i tempo transformacije bili doista impresivni (vidi Tablicu 5.). Rast realne proizvodnje (BDP-a) povećan je s prosječnih –10,2 posto godišnje u godini koja je prethodila godini u kojoj je započet program reformi svake od država<sup>27</sup> na po-

zitivnih 2,7 posto godišnje tri godine nakon godine početka reformi (vidi Tablicu 9.).<sup>28</sup>

Oporavak BDP-a u odnosu prema njegovoj razini iz 1989. uvelike je povezan s trenutkom početka reforme i njezinom dubinom (Wyplosz, 2000., Fischer i Sahay, 2000.). Iznimke su Bugarska i Rumunjska, jedine države s negativnim prosječnim realnim rastom u posljednje četiri godine. Obje su rano započele reformu i obje su imale seriju programa uz podršku MMF-a, koji u oba slučaja često nisu provedeni prema planu. U obje je države nedostajalo političke predanosti reformama, imale su nestabilne vlade i najviše stope inflacije (zajedno s Makedonijom) u prve tri godine nakon početka reformi (88 posto na godinu u Bugarskoj i 186 posto na godinu u Rumunjskoj) te najviše prosječne stope inflacije u posljednje četiri godine (231 posto na godinu u Bugarskoj i 70 posto na godinu u Rumunjskoj). Bugarska nije uspjela stabilizirati svoju valutu (stabilnost valute ovdje je definirana kao trajno smanjenje godišnje stope inflacije na ispod 40 posto) sve dok nije u ljeto 1997. uvela valutnu upravu. Promjene rasta proizvodnje bile su velike: od –6,9 posto na godinu u 1997. do plus 4,5 posto u 1998. (vidi Tablicu 10.). U te dvije godine stopa inflacije je u Bugarskoj smanjena sa gotovo 580 posto na godinu na 1 posto (vidi Tablicu 12.). Rumunjska se još mora stabilizirati.

Istina je da monetarna stabilnost i niska inflacija idu skupa s prilagodbom realnog sektora i da pridonose rastu, kao što su, primjerice, Fischer, Sahay i Vegh (1996.) jasno pokazali.

### 3.4.2. Inflacija, novac i bankarstvo

#### Inflacija

Prvi prioritet svih tranzicijskih programa bila je stabilizacija valute. To je u baltičkim državama (1992.) i bivšim jugoslavenskim republikama Hrvatskoj (1994.), Makedoniji (1992.) i Sloveniji (1991.) obuhvaćalo uvođenje njihovih vlastitih valuta u godinama navedenim u zagradama. Rezultat raspada Čehoslovačke bilo je uvođenje vlastitih valuta u Češkoj i Slovačkoj u veljači 1993. Stabilizacija valute mjerena stopom promjene indeksa potrošačkih cijena, što je doprinos tranziciji za koji je središnja banka najneposrednije odgovorna, postignuta je izvanredno brzo. U godini koja je prethodila, odnosno u godini početka stabilizacijskog programa u pojedinoj državi prosječna je inflacija bila 367 posto na godinu, smanjivši se na prosječnih 56

vedbe programa uz podršku MMF-a. Mi smo kao početak u svim slučajevima, osim u dva (Makedonija i Slovenija), odredili datum odobrenja da se povuku sredstva od MMF-a. Makedonija je započela uspješan stabilizacijski program u travnju 1992. (datum korišten u tablicama), a do svibnja 1995. nije imala program uz podršku MMF-a. Slovenija je svoj stabilizacijski program započela 1991. i nikad nije imala program uz podršku MMF-a.

28 Početni učinak stabilizacijskog programa na realnu proizvodnju gotovo je uvijek negativan. Zbog toga je bolje mjeriti učinak na proizvodnju nakon kratkog razdoblja prilagodbe. Mi smo za početak odabrali drugu godinu nakon početka reformi. Ovdje moramo ponoviti dobro poznati problem mjerenja BDP-a u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama. Pretpostavlja se da postoji tendencija da se BDP prikaže manjim nego što doista jest zbog neprijavljenih aktivnosti, slabog statističkog obuhvata novih poduzeća, porezne evazije, nemogućnosti da se izmjere novi proizvodi i posebice nemogućnosti da se izmjeri nova kvaliteta proizvoda itd. (vidi npr. Mundell, 1997. ili EBRD 1999. i prethodne godine).

26 Napredak je općenito bio najveći na sjeveru, a najmanji na jugu.

27 U nekim je slučajevima bilo potrebno donijeti prosudbu o tome kojeg je datuma započeo stabilizacijski program. Vlasti su gotovo uvijek tvrdile da je datum početka bio unutar nekoliko mjeseci od početka pro-

posto na godinu tijekom prve tri godine od početka stabilizacijskih programa (vidi Tablicu 11.). U četvrtoj godini od početka stabilizacije inflacija je u prosjeku bila niža od 16 posto u svim srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama. Prosječna je inflacija u svim tim državama iznosila 9,5 posto u 1998., odnosno 6,5 posto ako se isključi Rumunjska koja se još mora stabilizirati (vidi Tablicu 12.). To je impresivno postignuće.

Važno je zamijetiti da ostali radovi o tranzicijskim gospodarstvima snažno naglašavaju činjenicu da je inflacija u tranzicijskim gospodarstvima bila smanjena znatno i brzo (Wyplosz, 2000., Fischer i Sahay, 2000., EBRD, 1999. itd.).

## Novac

Kao što je već spomenuto, osam od trinaest država u našem uzorku na početku stabilizacijskog programa uvelo je vlastitu valutu. Prihvatanje tih novih valuta bilo je važan izvor emisijske dobiti te važno mjerilo uspješnosti stabilizacije. U vezi s tim posebice dobar uvid daju dva pokazatelja: omjer ukupnih likvidnih sredstava prema BDP-u ( $M4/BDP$ ) i udio domaćeg novca u ukupnim likvidnim sredstvima ( $M2/M4$ ). Vidi tablice 13. i 14.

Stupanj monetizacije uvelike se razlikuje među srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama, među kojima prednjače Češka i Slovačka, slijede ih Albanija i Slovenija, a na začelju su Makedonija, Rumunjska, baltičke države i Bugarska. Najveće postotno povećanje monetizacije u ovom razdoblju dogodilo se u Hrvatskoj, Sloveniji i Albaniji, dok je u Bugarskoj došlo do najvećega postotnog smanjenja (s vrlo visokih 78 posto u 1992. i 1993. na samo 27 posto u 1998.). Iako je, prema očekivanjima, taj udio imao uzlazni trend u državama u kojima se inflacija smanjivala, a silazni trend u državama s visokom ili rastućom inflacijom, prosjek svih srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država zapravo se nije promijenio u proteklom desetljeću. Korisnost toga omjera kao mjere povjerenja u domaću valutu oslabljena je činjenicom da on odražava i zdravlje bankovnog sustava, odnosno bankarske običaje. Tijekom toga razdoblja gotovo su sve srednjoeuropske i istočnoeuropske države imale slabe bankarske sektore i prošle su kroz bankarsku krizu.

Udio domaćeg novca u ukupnim likvidnim sredstvima bolji je pokazatelj povjerenja u domaću valutu, iako bankarske krize obično dovode i do slabljenja povjerenja u domaću valutu (vidi tablice 14. i 5.). Prema tom udjelu nikakav napredak nije postignut u proteklom desetljeću. Premda je monetizacija povećana u državama koje su bile uspješnije u stabilizaciji, u prosjeku nije došlo do povećanja uporabe domaće valute u odnosu na inozemne valute. Iznimke su Poljska i Slovenija, u kojima je udio domaćeg novca u ukupnom novcu porastao za 21 posto, odnosno za 19 posto u razdoblju od 1993. do 1998., te Hrvatska, u kojoj je domaća valuta činila samo 34 posto ukupnih likvidnih sredstava (najmanji udio od svih srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država) i u kojoj je taj udjel zapravo smanjen za 27 posto od 1993. godine. Hrvatski rezultat posebice je iznenađujući ako se promatra u svjetlu njezine vrlo uspješne stabilizacije (prosječna inflacija u posljednje četiri godine bila je 4,1 posto) i njezina brzog povećanja monetizacije. To pokazuje da je valutna supstitucija znatno složenija pojava no što se čini na prvi pogled.

Ti rezultati nesumnjivo su razočaravajući za središnje

banke s obzirom da pokazuju da je tržište samo djelomično prihvatilo njihov proizvod.<sup>29</sup> Međutim, za efikasnost samog gospodarstva važno je da ulagači i oni koji se bave transakcijama imaju na raspolaganju stabilnu valutu koja se može slobodno koristiti. Osim kod emisijske dobiti koja proizlazi iz same aktivnosti, nevažno je tko je izdavatelj valute.

## Bankarstvo

Stabilnost cijena nipošto nije jedini preduvjet zdravoga i efikasnoga bankovnog sustava, ali je sigurno prijeko potreban i daje pozitivan doprinos. Bez namjere da damo cjeloviti pregled bankovnog ili financijskog sustava u tranziciji,<sup>30</sup> spomenut ćemo samo da je jedna od lakodostupnih mjera efikasnosti financijskog posredovanja banaka razlika između kamatnih stopa na kredite i depozite. Vrlo velika razlika uglavnom je posljedica činjenice da banke uzajmljuju u nuždi (kao i nedostatka konkurencije), a time ujedno i nedostatka zdravlja banaka. Tablica 15. prikazuje razvoj te razlike između kamatnih stopa u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama.

Ti podaci govore o problemima i napretku bankarskog sektora, koji je bio neujednačen tijekom razdoblja tranzicije. Veliko povećanje razlike između kamatnih stopa na kredite i depozite uglavnom se događalo tijekom bankarskih kriza, dok postupno smanjenje te razlike uglavnom govori o poboljšanju efikasnosti i jačanju konkurencije. Države u kojima je ta razlika najmanja, a bankarski sektor najjači i najefikasniji, jesu Poljska, Mađarska (koja je platila vrlo visoku cijenu za svoj konačni uspjeh), Češka i Slovačka, a ni Slovenija nije u velikom zaostatku. Kao i u mnogim drugim područjima, Bugarska i Rumunjska su države u kojima je tijekom većeg dijela proteklog desetljeća razlika između kamatnih stopa na kredite i depozite bila najveća. Godine 1998. ta je razlika bila prosječno 6,9 posto, tj. najniža od početka tranzicije. Za usporedbu, prosjek OECD-a je za 1998. godinu bio 4,1 posto.

Detaljniji prikaz bankarstva u tranziciji vidi, primjerice, u Blejer i Škreb (1999.a), EBRD (1998.), Sheng (1996.) ili Bonin i Wachtel (1999.).

### 3.4.3. Fiskalna politika

Doprinos fiskalne politike uspješnoj tranziciji jest složen (odražava odabir određenih rashoda, strukturu i razinu oporezivanja itd.) i prelazi okvire ovog rada (detaljnije vidi u Tanzi i Tsibouris (1999.)). Državne potrebe za financiranjem ipak izravno utječu na monetarnu politiku, i to ponajprije na dva načina: (a) neto državne potrebe za financiranjem (fiskalni deficit) određuju je li središnja banka slobodna težiti cilju stabilizacije umjesto cilju financiranja proračuna, (b) deficiti države koji su dovoljno mali da se mogu financirati posudbama na tržištu po tržišnim stopama ipak utječu na domaće kamatne stope (realne stope), a time i na domaća ulaganja i rast (istiskivanje), priljev kapitala i eksternu konkurentnost država koje su uvele tečajno sidro. Zbog toga sposobnost središnje banke da sta-

29 Zbog nedostatka podataka ne možemo ovdje raspravljati o važnom pitanju valutne supstitucije u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama ili o mjerenju efektivne novčane mase.

30 Detaljniji prikaz kretanja u bankarskom sektoru tijekom tranzicije vidi u Bonin i Wachtel (1999.).

bilizira svoju valutu djelomično ovisi o tome ima li podršku fiskalne politike. Ako je fiskalna politika ekspanzivna, održavanje stabilnosti može zahtijevati restriktivnu monetarnu politiku, koja može dovesti do visokih realnih kamatnih stopa (kao što je pokazao primjer Hrvatske).

Razumije se da upletenost države u gospodarstvo sama po sebi, što se djelomice (ali nikako ne potpuno) vidi iz udjela njezinih rashoda u ukupnim rashodima, ima snažan učinak na efikasnost i rast gospodarstva. To je, uz političku slobodu, na koncu, bit prelaska na tržišno gospodarstvo. Jedna od najznačajnijih promjena povezana s ulogom države (osim potpune promjene pravnog sustava, u kojem je privatno vlasništvo postalo norma) bio je transfer velikog dijela poduzeća iz državnog vlasništva u privatno. Smanjen je ipak i udio državnih rashoda u BDP-u, sa 35 posto BDP-a u 1993. na 29 posto BDP-a u 1998., što je samo malo više od 25,5 posto koliki je bio prosjek OECD-a u toj godini (vidi Tablicu 16.).

Kao i eksterne račune (tekući račun, račun kapitalnih transakcija), fiskalne je deficite teže tumačiti nego npr. inflaciju jer deficiti i suficiti nisu ni dobri ni loši sami po sebi, neovisno o okolnostima u kojima nastaju. Ipak je jasno da je fiskalne deficite koji premašuju neku umjerenu razinu teško financirati a da se ne potkopaju ciljevi monetarne politike vezani uz stabilnost cijena, a time i održivi rast.

Udio deficita opće države u BDP-u donekle se smanjio, sa, u prosjeku, 4,4 posto u prve četiri godine na, u prosjeku, 3,0 posto u posljednje četiri godine. Budući da za mnoge srednjoeuropske i istočnoeuropske države nedostaju podaci za razdoblje koje je neposredno prethodilo razdoblju stabilizacijskog programa, ne možemo usporediti deficite prije i nakon razdoblja stabilizacijskog programa. Udio deficita u BDP-u ipak se konstantno smanjuje u godinama nakon početka stabilizacije (Tablica 7.). Ako iz uzorka isključimo Albaniju, čiji je prosječni deficit bio veći od nevjerojatnih 15 posto BDP-a tijekom cijelog desetljeća, smanjenje postaje još veće, sa 3,6 posto u prvoj godini na 2,5 posto u četvrtoj godini.

Analiza ponašanja realnih kamatnih stopa je složena. U prvim godinama reforme realne su kamatne stope bile uglavnom negativne zbog početnog rasta inflacije nastalog zbog liberalizacije cijena, kontrola koje su se još zadržale i spore reakcije novih, neiskusnih tržišta. Tako je početno središte zanimanja bila potreba postizanja pozitivnih realnih stopa (kroz liberalizaciju financijskog tržišta). Iskustva se srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država ne razlikuju (vidi Tablicu 17.).

Nakon što je provedena stabilizacija, promijenila se priroda monetarne politike država koje su se oslanjale na tečajno sidro. U nekima od tih država (Albaniji, Hrvatskoj, Češkoj i Slovačkoj) fiskalni su deficiti rezultirali pretjerano visokim realnim kamatnim stopama, koje su, u kombinaciji s fiksnim (ili kvazifiksnim) tečajem, dovele do pretjeranog priljeva kapitala. Ti su priljevi mogli dovesti do usporavanja ili prekida napretka prema daljnjem smanjenju inflacije.

#### 3.4.4. Eksterna ravnoteža i tokovi kapitala

Stabilnosti cijena i makroekonomskoj stabilizaciji težilo se djelomice i zbog toga da bi se olakšalo otvaranje gospodarstva srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država pre-

ma povećanoj trgovini i da bi se privukao inozemni kapital za financiranje restrukturiranja i modernizacije tih nekadašnjih centralnoplanskih gospodarstava (kao i za tehnološke transfere i konkurenciju koju će oni potpomoći). Zbog toga je povećanje uvoza bilo iznimno poželjno. Premda je povećanje izvoza bilo također potrebno radi financiranja tako povećanog uvoza, deficiti na tekućem računu i priljevi kapitala potrebni za njihovo financiranje bili su, ispravno, smatrani poželjnima. Jednako kao ulaganja financirana domaćim kapitalom i ulaganja financirana inozemnim kapitalom dobra su za gospodarstvo samo ako su dovoljno produktivna da lako generiraju dodatni prihod potreban za otplatu njihova financiranja. Zbog toga su priljevi kapitala bili poželjni u opsegu u kojem su ih tranzicijska gospodarstva mogla ujedno iskoristiti. Iako je potreba za tim kapitalom iznimno velika u tranzicijskim gospodarstvima, njihova sposobnost da ga ujedno apsorbiraju je mala. Zbog toga je potrebno uspostaviti delikatnu ravnotežu.

Istodobno postojanje fiksnoga (ili upravljanog) tečaja i velike domaće potražnje za ulaganjima, pritisaka na potražnju od strane državnog proračuna i posljedično visokih realnih kamatnih stopa dovodi do rizika da privučeni inozemni kapital raste po stopama koje neće moći biti apsorbirane povećanim uvozom. Kad se to dogodi, ako priljevi kapitala ne mogu biti apsorbirani na drugi način (primjerice, povećanim fiskalnim viškovima koji smanjuju domaće kamatne stope), akumulacija deviznih pričuva središnje banke povećat će novčanu masu, smanjiti (u početku) nominalne kamatne stope kao i priljev kapitala te biti nauštrb inflacije.

Države koje su bile uspješnije u reformama suočile su se s problemom pretjerano velikog priljeva kapitala nekoliko godina nakon početka tranzicije. Sama činjenica da su one uspjele, promijenila je stav svjetskog tržišta glede povećanja priljeva kapitala, što je zahtijevalo prilagodbu politike. S druge strane, dvije tranzicijske države u kojima su priljevi kapitala u posljednje četiri godine bili najveći (kao i deficiti na tekućem računu) bile su dvije baltičke države u kojima je uvedena valutna uprava (Estonija i Litva). Veliki priljevi kapitala u te dvije države nisu spriječili impresivan napredak prema stabilnosti cijena. Estonija je također bila druga po veličini inozemnih izravnih ulaganja.

Detaljniju raspravu o tečajnoj politici u tranzicijskim gospodarstvima vidi u Begg i Wyplosz (1999.).

### 3.5. Pouke

Ako se usredotočimo na ulogu središnje banke, njezinu odgovornost za stabilnost cijena, vidimo da je iskustvo svake od srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država bilo jedinstveno, ali se u gotovo svima mogu pronaći neka zajednička obilježja.

Tipična srednjoeuropska i istočnoeuropska središnja banka započela je svoj stabilizacijski program 1992. uvođenjem nominalnog sidra (vezanog za tečaj ili novčanu masu), obično uz podršku MMF-a. Inflacija je ubrzo smanjena s oko 500 posto na godinu na početku programa na manje od 16 posto na godinu četiri godine nakon početka programa. Tijekom istog razdoblja stopa rasta realne proizvodnje naglo je povećana sa -13 posto na 4,6 posto na godinu, a kapitalni su priljevi porasli sa -0,7 na 7,2 posto BDP-a. Fiksni tečajevi zamijenjeni su valutnom upravom



ili tržišno određenim stopama.<sup>31</sup>

Jednako impresivan bio je napredak na fiskalnom planu. Udio rashoda središnje države u BDP-u blago se smanjio u gotovo svim državama, osim u Rumunjskoj. To vrlo suzdržano prikazuje promijenjenu i smanjenu ulogu države u tim gospodarstvima s obzirom da je znatan napredak postignut u privatizaciji državne (društvene) imovine, a što se ne vidi iz rashoda središnje države. Iako je uspostava novih poreznih sustava bila veliki izazov, deficiti države uglavnom su bili skromni (usporedivi s prosjekom OECD-a) i smanjivali su se tijekom razdoblja. Potrebno je dodati da je taj napredak postignut usprkos tome što neki pojedinci na položajima nisu željeli odustati od povlastica koje su prije imali i usprkos tome što su se državni rashodi i dalje koristili za podupiranje neefikasnih aktivnosti (radi osobnih probitaka ili društvene brige za troškove tranzicije koje snosi javnost). Rezultat je u svakom slučaju bio da su monetarna i tečajna politika snosile neproporcionalni dio tereta prilagodbe.

Ključne pouke su:

- Tranzicija je bila teža i dugotrajnija nego što se očekivalo.
- U svim državama u kojima je postojala politička volja za stabilizaciju i reformu, stabilizacija je postignuta relativno brzo i lako. Nakon velikog smanjenja inflacije u prvoj godini, daljnji je napredak svake godine postajao sve teži.
- Realna se proizvodnja prestala smanjivati i počela je rasti ubrzo nakon početka stabilizacijskog programa usprkos brzom dezinflaciji. U prvoj godini programa prosječna promjena realnog BDP-a iznosila je -13,1. Prosječna stopa promjene u drugoj godini programa bila je -6,4 posto, u sljedećoj godini 0,1 posto, zatim 3,3 posto i 4,6 posto.
- Uz uspjeh u stabiliziranju valute i razvoju atraktivnijeg okruženja za inozemna ulaganja, priljevi kapitala su rasli.
- Nakon nekoliko godina tranzicije rastući priljevi kapitala i vrlo spor napredak u smanjenju fiskalnih deficita, koji su povećali kamatne stope i potaknuli daljnje povećanje priljeva kapitala, otežali su održivost fiksnih tečajnih režima.
- Provedba monetarne politike utemeljene na monetarnim ili inflacijskim sidrima zahtjevnija je od provedbe politike utemeljene na fiksnom tečaju s obzirom na razvoj financijskog sektora i tržišta te informiranost i stručnost zaposlenika središnjih banaka.
- Razvoj efikasnoga bankovnog sustava, uz izbjegavanje većih bankarskih gubitaka i bankarskih kriza, pokazao se znatno težim zadatkom nego što su to mnogi od nas očekivali.
- Tempo kojim su se mogli uvesti indirektni instrumenti monetarne politike, posebice operacije na otvorenom tržištu, bila je ograničena tempom kojim su se mogli razviti bonitetni nadzor banaka i bankarski sektor do toga stupnja da mogu riješiti nastale tržišne pritiske na banke.

31 Dvije su države bile iznimka: Letonija, koja je u početku nakratko imala fluktuirajući tečaj, vezala je svoju valutu za posebna prava vučenja (SDR) u veljači 1994., i Makedonija, koja je svoj upravljani fluktuirajući tečaj vezala u rujnu 1995. Prvi makedonski program uz podršku MMF-a započeo je u svibnju 1995., a u mnogim svojim aspektima bio je pokušaj da se učvrsti ranije postignuta stabilizacija i ponovno započne s reformom.

- Države koje su bile najuspješnije u reformama uspjele su do trenutka kad su ih tržišta prisilila da napuste fiksni tečaj više-manje razviti financijska tržišta i stručnost središnje banke u vezi s monetarnim pitanjima i nadzorom banaka u dovoljnoj mjeri da održe razumnu stabilnost cijena bez fiksnoga tečajnog sidra.

## 4. Buduća uloga tranzicijskih središnjih banaka

Prema našoj su prosudbi tranzicijske središnje banke prešle vrlo dug put u vrlo kratkom vremenu. Središnjim bankama razvijenih država trebalo je mnogo više vremena da postignu neovisnost, stručnost i ulogu u gospodarstvu i društvu koje su dosad postigle tranzicijske središnje banke. Zanimljivo je pitanje u kojem će se smjeru tranzicijske središnje banke razvijati u budućnosti. To smo pitanje podijelili u dva dijela: a) kratkoročno i srednjoročno razdoblje, što za većinu njih vjerojatno znači poslovanje u postojećem okruženju i b) srednjoročno do dugoročno razdoblje, koje uvelike ovisi o njihovim odnosima s EU/EMU.

### 4.1. Tranzicijske središnje banke u postojećem međunarodnom okviru

U kratkoročnom i srednjoročnom razdoblju opći bi institucionalni okvir za tranzicijske središnje banke trebao ostati nepromijenjen. To bi značilo da se razvoj tranzicijskih središnjih banaka nastavlja kretati u istom smjeru kao u prethodnih deset godina tranzicije. Razloga za pretjerano zadovoljstvo ipak nema. Nakon deset relativno uspješnih godina možemo zamisliti moguće negativne rizike za tranzicijske središnje banke. Oni su: zanemarivanje inflacije, preopterećivanje monetarne politike, stalna borba za neovisnost i izgradnju vjerodostojnosti.

Prvi se rizik može opisati na sljedeći način. Nakon postizanja relativno niske inflacije, u pojedinim se državama stabilnost cijena katkad postavlja nisko na listi prioriteta ili se u potpunosti zanemaruje. To bi dugoročno vjerojatno postalo opasno. Inflacijom se potrebno baviti prije nego što se pojavi, a ne tek nakon što smo je zamijetili. Jednom kad inflacija ponovno oživi obično je prekasno da se izbjegnju značajni inflacijski (i kasniji dezinflacijski) troškovi za gospodarstvo.

Stabilnost cijena<sup>32</sup> vrlo je važan cilj politike i treba takav i ostati za tranzicijske središnje banke. Efikasno financijsko posredovanje i visok gospodarski rast nisu mogući bez stabilnosti. Zbog toga čvrsto vjerujemo da umjerena inflacija nije prihvatljiva i da jednom ostvarena stabilnost cijena treba biti revno čuvana. Jednako je tako istina da stabilnost *per se* nije dovoljna da dovede do povećanja blagostanja (gospodarskog rasta i pravednosti). Za uspješnost tranzicije očigledno je najprije potrebno ustrajati na zdravoj makroekonomskoj politici, a zatim povezati makroekonomsku politiku sa strukturnim mjerama ka-

32 Namjerno smo izbjegli definiciju stabilnosti cijena, tj. definiciju optimalne inflacije, i općenitu definiciju i definiciju za tranzicijska gospodarstva. Daljnje rasprave o ovom pitanju vidi npr. u radu s Konferencije ESB-a: Why Price Stability? dostupno na adresi: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

ko bi se ostvario održivi gospodarski rast.

Drugi se rizik odnosi na tendenciju da se monetarna politika preoptereti zadacima koje ona ili ne može ostvariti ili može ostvariti samo djelomice, nauštrb njezina primarnog cilja. Katkad se tvrdi da bi tranzicijske središnje banke trebale poticati rast. Stoga je opravdano zapitati mogu li središnje banke poticati rast. Većina bi ekonomista odgovorila: "Ne". Uz to, poticanje rasta od strane središnje banke većina političara općenito bi shvaćala kao labavljenje monetarne politike ("tiskanje više novca"), što konačno dovodi do povećanja inflacije. Ideja da središnje banke potiču gospodarski rast može se isto tako povezati s idejom da središnje banke trebaju biti uključene u alokaciju resursa, kao što su bile u prošlosti.

Središnje banke mogu pripomoći većem gospodarskom rastu i prosperitetu samo tako da osiguraju dugoročnu stabilnost valute i financijskog sustava. To je najvažnije za povećanje štednje i ulaganja te efikasnu alokaciju tih ulaganja, što su prijeko potrebni sastojci za viši održivi rast. Zbog toga središnje banke trebaju imati visok stupanj neovisnosti da bi osigurale nisku inflaciju. Ovaj je zaključak u potpunosti nepobitan za tranzicijska gospodarstva (Cukierman et al., 1998., kao i Loungani i Sheets, 1997.).

Treća opasnost leži u zanemarivanju činjenice da je neovisnost središnje banke konstantna svakodnevna borba. Čak i ako je zakonom određen visok stupanj neovisnosti središnje banke, to jednostavno nije dovoljno da se pretpostavi da će ono što je napisano odmah rezultirati neovisnom institucijom. Već smo primijetili da je u prosjeku provedba zakona vjerojatno slabija u tranzicijskim gospodarstvima nego u razvijenim gospodarstvima. Tranzicijska gospodarstva još nemaju dugu tradiciju demokracije i građane koji poštuju zakone. Ukratko, one moraju razviti društveni kapital.<sup>33</sup> Zbog toga se borba za neovisnost mora biti svakodnevna.

Četvrta opasnost koja predstoji tranzicijskim središnjim bankama odnosi se na odnose s javnošću i izgradnju vjerodostojnosti. Za uspostavu vjerodostojnosti potrebno je mnogo vremena, a moguće ju je izgubiti u jednom danu. Naše je mišljenje da je uloga tranzicijskih središnjih banaka u tranzicijskim gospodarstvima znatno veća od puke usmjerenosti na nisku inflaciju i financijsku stabilnost. One moraju poučiti najširu javnost, kao i one koji donose odluke, o koristima od niske inflacije, ograničenoj ulozi koju može imati monetarna politika, potrebi za vlastitom neovisnošću itd. Ne mogu si dopustiti da budu pasivne, već moraju biti aktivno uključene u javno donošenje odluka.

#### 4.2. Tranzicijske središnje banke u odnosu na članstvo u EU/ESSB-u

Koliko znamo, sve su države u našoj skupini formalno ili neformalno izrazile svoju želju da postanu dijelom Europske unije. Nakon što te države postanu članice EU, njihove će središnje banke prije ili kasnije postati članice Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) na čijem je čelu

Europska središnja banka, sa sjedištem u Frankfurtu. To također znači da monetarnu politiku više neće provoditi tranzicijske središnje banke i da će se monetarni suverenitet prenijeti na zajedničku središnju banku EMU-a. To dovodi tranzicijske središnje banke u relativno jedinstvenu poziciju u kojoj će, nakon što su u posljednjem desetljeću izgrađene kao tijela monetarne vlasti u tržišnom gospodarstvu, njihova uloga biti znatno veća nego u ne-tranzicijskim gospodarstvima s obzirom da su središnje banke po definiciji ustrojene tako da imaju svoje dugoročno stajalište o politici, donekle odvojeno od dnevne politike.

Znači li to da će razlog postojanja središnjih banaka prije ili kasnije nestati? Mislimo da je odgovor na to pitanje negativan. Naravno da će nacionalne središnje banke uglavnom zadržati važnu funkciju nadzora banaka. Tranzicijske središnje banke ne bi trebale imati samo ulogu osiguranja stabilne valute već bi trebale i obrazovati javnost i stručnjake, razvijati snažan istraživački rad, prikupljati informacije sa svih svjetskih globaliziranih tržišta, promicati svoju državu u svijetu i na svjetskim tržištima te izgrađivati domaći i međunarodni ugled svoje države. Financijska su tržišta sve važnija za stvaranje općeg mnijenja. Vjerujemo da središnje banke trebaju obuhvaćati određivanje politike, diseminaciju podataka, te obrazovnu i diplomatsku ulogu.

S obzirom na tu, priznajemo nejasnu, definiciju, vjerujemo da se središnje banke ne bi trebale razviti ni u financijske supermarkete za banke i državu niti se ograničiti na usku funkciju valutne uprave. Središnje banke moraju imati aktivnu ulogu u društvu, mnogo širu od provođenja monetarne politike. One moraju biti uključene u probleme javnog izbora, posebice ako postoje različita stajališta o gospodarstvu. One, primjerice, ne mogu i ne smiju prihvatiti bilo koju ciljanu inflaciju koju odredi država i mehanički je pokušati ostvariti. One ne bi smjele biti neutralne, već bi trebale imati jasno stajalište o bitnim gospodarskim pitanjima. Još bismo jedanput željeli naglasiti da čak i kad se tranzicijske središnje banke pridruže ESB-u i prenesu suverenitet nad monetarnom politikom na nadnacionalnu instituciju, središnje banke srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država još će imati važnu ulogu u svojim društvima, bez obzira na njihovu ulogu u nadzoru financijskog sustava.

Tranzicijske središnje banke prešle su dug put od centralnoplanskoga jednorazinskog bankovnog sustava. One su danas uvelike slične središnjim bankama u razvijenim gospodarstvima. Uživaju visoki stupanj pravne neovisnosti, bore se za *de facto* neovisnost i obavljaju različite funkcije. Njihova budućnost ovisi o njihovim odnosima s EU. Usprkos tome, ono što će one činiti i što bi trebale činiti uvelike ovisi o njihovoj zajedničkom znanju, obrazovanju i političkoj volji te hrabrosti ljudi koji rade u središnjim bankama. Zbog toga mislimo da, s obzirom na sličnost njihovih polazišta, ima prostora za povećanje međusobne razmjene mišljenja. Suradnja između tranzicijskih središnjih banaka (uz važnu iznimku bilateralne suradnje između pojedinih banaka) trenutačno je vrlo slaba.

<sup>33</sup> Društveni kapital može se opisati obilježjima društvene organizacije, kao što su norme, povjerenje i mreže koje olakšavaju koordinaciju i suradnju unutar grupe (grupa može biti bilo što, od kućanstva do naroda). Vidi detaljnije u Fukuyama (2000.) ili Škreb (2000.).

---

## Literatura

- Alexander, W.E., Baliño, T. i Enoch, C. (1995), *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, IMF Occasional Paper, br. 126, Washington, Međunarodni monetarni fond, lipanj
- Begg, D. (1996), *Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition*, IMF Working Paper, br. 108, Washington, Međunarodni monetarni fond
- Begg, D. i Wyplosz, C. (1999), *Exchange Rate Policies: Why Untied Hands are Fundamentally Better*, rad predočen na Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies, Dubrovnik, Hrvatska (dostupno na adresi: [www.hnb.hr/conferences](http://www.hnb.hr/conferences)).
- BIS, *Annual Report*, 67-70 [www.bis.org/publ/index.htm](http://www.bis.org/publ/index.htm)
- Blejer, M. i Škreb, M. (ur.) (1997), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge University Press
- Blejer, M. i Škreb, M. (ur.) (1999a), *Financial Sector Transformation: Lessons from Economies in Transition*, Cambridge University Press
- Blejer, M. i Škreb, M. (ur.) (1999b), *Central Banking, Monetary Policies and the implications for Transition Economies*, Kluwer Academic Publishers
- Bonin, J. i Wachtel, P. (2001), *Financial Sector Development in Transition Economies*, rad predočen na Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies, Dubrovnik, Hrvatska (dostupno na adresi: [www.hnb.hr/conferences](http://www.hnb.hr/conferences)).
- Calvo, G.A. i Kumar, M.S. (1993), *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*, IMF Occasional Paper, br. 102, Washington, Međunarodni monetarni fond
- Capie, F., Goodhart C., Fischer, S. i Schnadt, N. (1994), *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press
- Cukierman, A., Miller, G. i Neyapt, B. (1998), *Central Bank Reform, Liberalization, and Inflation in Transition Economies – An International Perspective*, neobjavljeni rukopis, Tel-Aviv University, New York University, Bilkent University, svibanj
- De Broeck, M., Krajnyák, K. i Lorie, H. (1997), *Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia, and other Countries of the Former Soviet Union*, IMF Working Paper, br. 108, Washington, Međunarodni monetarni fond
- De Melo, M. i Denizer, C. (1999), *Monetary Policy During Transition: An Overview*, u Blejer, M. i Škreb, M. (1999a)
- European Bank for Reconstruction and Development (1995-1999), *Transition Report*, London
- European Central Bank, *Why Price Stability?*, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- Fry, M. (1999), *Central Banking and Economic Development* u Blejer, M. i Škreb, M. – ur. (1999b)
- Fischer, S. (1994), *Modern Central Banking*, u Capie et al. (1994)
- Fischer, S. i Sahay, R. (2000), *The Transition Economies After Ten Years*, IMF Working Paper, Washington, Međunarodni monetarni fond, veljača
- Fischer, S., Sahay, R. i Vegh, C. (1996), *Stabilization and Growth in Transition Economies*, *Journal of Economic Perspectives*, br. 10, str. 45-66
- Fukuyama, F. (2000), *Social Capital and Civil Society*, IMF Working Paper, br. 74, Međunarodni monetarni fond
- Guitian, M. (1973), *Credit vs. Money as an Instrument of Control*, Staff Papers, Washington, Međunarodni monetarni fond, sv. XX., str. 785-800
- Hochreiter, E. i Riesinger, S. (1995), *Central Banking in Central and Eastern Europe. Selected Institutional Issues*: [www.ecu-activities.be/19953/riesinger.htm](http://www.ecu-activities.be/19953/riesinger.htm)
- Johnston, B. (1993), *Aspects of the Design of Financial Programs with the Adoption of Indirect Monetary Controls*, IMF PPAA/93/16, Washington, Međunarodni monetarni fond
- Loungani, P. i Sheets, N. (1997), *Central Bank Independence, Inflation and Growth in Transition Economies*, *Journal of Money, Credit and Banking*, sv. 29, br. 3
- Mundell, R. (1997), *The Great Contractions in Transition Economies*, u Blejer i Škreb (1997)
- Romer, D.C. i Romer D.H. (1997), *Institutions of Monetary Stability*, u Romer i Romer (ur.), *Reducing Inflation, Motivation and Strategy*, University of Chicago Press
- Sheng, A. (ur.) (1996), *Bank Restructuring*, Svjetska banka, Washington
- Škreb, M. (2000), *The Transition Process: It's All About People, Isn't it?*, Jacques de Larosiere Lecture na godišnjoj skupštini EBRD-a, Riga, Letonija
- Tanzi, V. i Tsibouris, G. (2001), *Fiscal Reform Over Ten Years of Transition*, rad predočen na Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies, Dubrovnik, Hrvatska (dostupno na adresi: [www.hnb.hr/conferences](http://www.hnb.hr/conferences)).
- Wagner, H. (1998), *Central Banking in Transition Countries*, IMF Working Paper br. 126, Washington, Međunarodni monetarni fond
- Wyplosz, C. (2000), *Ten Years of Transformation: Macroeconomic Lessons*, The World Bank Policy Research Working Paper 2288, veljača

**Tablica 1. Tehnička pomoć Direkcije MMF-a za monetarne i tečajne poslove (MAE) središnjim bankama srednjoeuropskih i istočnoeuropskih država (od 1. siječnja 1989. do 31. prosinca 1998.)**

Država	Vrijeme provedeno na terenu, u godinama po osobi	Ukupno (u godinama po osobi)	Broj putovanja po osobi
Albanija	12,69	17,76	115
Bugarska	8,62	12,06	168
Hrvatska	5,09	7,13	101
Češka	0,54	0,76	25
Estonija	3,76	5,27	88
Mađarska	0,58	0,81	18
Letonija	4,39	6,14	64
Litva	7,21	10,09	109
Makedonija	6,02	8,43	35
Poljska	9,82	13,75	285
Rumunjska	3,56	4,99	131
Slovačka	1,78	2,50	59
Slovenija	0,29	0,41	15
Ukupno	64,35	90,09	1.213

Izvor: MMF

**Tablica 2. Uloga tranzicijskih središnjih banaka u sustavu plaćanja i namire**

Država	RTGS	Kliring	Nadzor	Propisi
Albanija	NE	DA	DA	DA
Bugarska	NE <sup>b</sup>	NE	DA	DA
Hrvatska	DA	NE	DA	DA
Češka	DA	DA	DA	DA
Estonija	DA	DA	DA	DA
Mađarska	DA	DA <sup>a</sup>	NE	DA
Letonija	NE	DA	DA	DA
Litva	NE	DA	NE	DA
Makedonija	NE	NE	DA	DA
Poljska	DA	DA <sup>a</sup>	DA	DA
Rumunjska	NE	NE	DA	DA
Slovačka	NE	DA <sup>a</sup>	DA	DA
Slovenija	DA	DA	DA	DA

<sup>a</sup> Središnja banka suvlasnik je institucije za kliring, koja djeluje neovisno.

<sup>b</sup> Funkcija namire koja se sada obavlja izvan Središnje banke Bugarske bit će u budućnosti dovedena pod njezinu operativnu kontrolu.

**Tablica 3. Uloga tranzicijskih središnjih banaka u nadzoru i reguliranju banaka**

Država	Nadzor banaka	Reguliranje banaka
Albanija	DA	DA
Bugarska	DA	DA
Hrvatska	DA	DA
Češka	DA	DA
Estonija	DA	DA
Mađarska	NE	NE
Letonija	DA	DA
Litva	DA	DA
Makedonija	DA	DA
Poljska	DA	DA
Rumunjska	DA	DA
Slovačka	DA	DA
Slovenija	DA	DA

**Tablica 4. Tiskanje novčanica i kovanje kovanica**

Država	Tiskanje	Kovanje	Odgovornost za distribuciju
Albanija	NE	NE <sup>a</sup>	DA
Bugarska	DA	DA	DA
Hrvatska	NE	DA	DA
Češka	DA	DA	DA
Estonija	NE	NE	NE <sup>b</sup>
Mađarska	DA	DA	DA
Letonija	NE	NE	DA
Litva	NE	DA	DA
Makedonija	DA	DA	DA
Poljska	DA	DA	DA
Rumunjska	DA	DA	DA
Slovačka	NE	DA	DA
Slovenija	NE	NE	DA

<sup>a</sup> Albanske kovanice većih apoena (50, 20, 10 leka) proizvode se u inozemstvu, a kovanice manjih apoena (5 leka i 1 lek) proizvode se u kovnici Banke Albanije.

<sup>b</sup> Samo poslovne banke dobivaju novčanice i kovanice od Banke Estonije.

**Tablica 5. Odabrani pokazatelji uspješnosti**

(P = godina u kojoj je započet stabilizacijski program)

Država	Realni BDP			Inflacija		M4/BDP	M2/M4
	1998./1989.	Prosjek	Prosjek	Prosjek	Prosjek	1998./1993.	1998./1993. <sup>a</sup>
	Posto	2 godine prije P	3 godine nakon P	2 godine prije P	3 godine nakon P		
Albanija	87	-17,6	9,1	170,3	17,6	149,0	100,6
Bugarska	66	-10,5	0,8	205,8	88,4	34,7	...
Hrvatska	79	-1,1	5,1	573,4	3,6	301,1	73,4
Češka	97	-7,2	3,4	35,2	14,5	110,9	96,3
Estonija	77	-12,6	2,1	628,8	35,4	109,0	87,9
Mađarska	95	-1,4	-0,3	23,0	26,8	84,7	97,7
Letonija	58	-22,7	1,0	561,7	56,7	78,7	99,4
Litva	63	-13,5	-0,6	772,7	89,8	75,3	101,9
Makedonija	59	-16,6	-0,7	1.020,1	98,1	46,5	95,7
Poljska	118	-5,7	3,9	444,4	47,5	130,6	120,9
Rumunjska	78	-9,3	4,2	130,4	185,5	147,1	93,6
Slovačka	100	-7,7	2,7	38,2	15,3	97,3	97,5
Slovenija	103	-6,8	4,1	173,1	45,6	187,8	118,5
Prosjek	83,1	-10,2	2,7	367,4	55,7	119,4	98,6

<sup>a</sup> Albanija 1997./1994., Makedonija 1997./1995.**Tablica 6. Monetarni i tečajni režim u ožujku 1999. godine**

Država	Zakon o SB	1992.	1998.	Okvir monetarne politike
		Tečajni režim	Tečajni režim	
Albanija	1992. i 1996.	vezani	fluktuirajući tečaj	ciljani novčani rast
Bugarska	1991. i 1997.	upravljani fluktuirajući tečaj	valutna uprava	valutna uprava, vezana za DEM
Hrvatska	1992.	vezani	upravljani fluktuirajući tečaj	zapravo: ciljani raspon/DEM i neformalni monetarni program
Češka	1992.	vezani	upravljani fluktuirajući tečaj	monetarni cilj – ciljana inflacija od svibnja 1997.
Estonija	1992.	valutna uprava	valutna uprava	valutna uprava, vezana za DEM
Mađarska	1991.	prilagodljivi vezani	puzajući raspon/USD – DEM (2,25%)	tečajno sidro
Letonija	1992.	slobodni fluktuirajući	fiksni vezani	tečajno sidro, vezano za XDR
Litva	1991. i 1994.	slobodni fluktuirajući	valutna uprava	valutna uprava, vezana za USD
Makedonija	1996.	upravljani fluktuirajući	fiksni vezani	tečajno sidro, zapravo vezano za DEM
Poljska	1989. i 1997.	prilagodljivi vezani	puzajući raspon/košarica	tečajno sidro, ciljana inflacija (10/1998.)
Rumunjska	1991.	slobodni fluktuirajući	upravljani fluktuirajući tečaj	nema eksplicitnog sidra
Slovačka	1992.	vezani	upravljani fluktuirajući	nema eksplicitnog sidra
Slovenija	1991.	upravljani fluktuirajući tečaj	upravljani fluktuirajući tečaj	ciljani M3 (najavljuje se od 1997.)

Izvor: Za stupce 3-4: MMF, Tečajna ograničenja i tečajni aranžmani

**Tablica 7. Saldo opće države kao postotak BDP-a**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1991.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija		-20,3	-14,4	-12,4	-10,3	-12,1	-12,7	-13,9	-17,4	-12,3
Bugarska		-5,2	-10,9	-5,8	-5,6	-10,4	-2,1	-2	-8,1	-5,0
Hrvatska		-3,9	-0,8	1,6	-0,9	-0,4	-1,3	-0,5	-2,4	-0,8
Češka	-1,9	-3,1	0,5	-1,2	-1,8	-1,2	-2,1	-2,4	-1,5	-1,9
Estonija		-0,3	-0,7	1,3	-1,3	-1,5	2,2	2,5	-0,5	0,5
Mađarska	-2,9	-6,8	-5,5	-8,4	-6,7	-3,1	-4,9	-4,9	-5,1	-4,9
Letonija		-0,8	0,6	-4,1	-3,5	-1,4	1,4	1	-0,1	-0,6
Litva	2,7	0,5	-3,3	-5,5	-4,5	-4,5	-1,8	-3,6	0,0	-3,6
Makedonija		-9,6	-13,8	-2,9	-1,2	-0,5	-0,4	-0,8	-11,7	-0,7
Poljska	-6,7	-6,7	-3,1	-3,1	-2,8	-3,3	-3,1	-3,1	-5,5	-3,1
Rumunjska	3,3	-4,6	-0,4	-1,9	-2,6	-4	-3,6	-5,5	-0,6	-3,9
Slovačka		-3,1	-7	-1,3	0,2	-1,9	-3,8	-4	-5,1	-2,4
Slovenija		0,2	0,3	-0,2	0	0,3	-1,1	-1	0,3	-0,5
Prosjek	-1,1	-4,9	-4,5	-3,4	-3,2	-3,4	-2,6	-2,9	-4,4	-3,0
Prosjek OECD-a	-3,5	-4,4	-5,4	-4,7	-3,9	-2,0	-0,6	-0,5	-3,9	-1,8

Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.

**Tablica 8. Bruto međunarodne pričuve kao postotak BDP-a**

Država	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1990.-93.	1995.-98.
Albanija		12,0	10,3	9,9	10,4	13,6		12,0	11,3
Bugarska	11,0	7,2	12,6	9,9	13,5	23,4	20,2	9,1	16,7
Croatia	1,6	5,7	9,6	10,1	11,6	12,7	13,2	3,6	11,9
Czech R.		11,0	15,4	27,2	21,9	18,7	22,9	11,0	22,7
Estonija	16,8	23,6	19,4	16,3	14,6	16,2	15,4	20,2	15,6
Mađarska	7,4	17,4	16,2	26,8	21,7	18,4	19,4	12,4	21,6
Letonija		19,8	14,9	11,4	12,7	12,7	12,2	19,8	12,3
Litva	2,4	13,1	12,4	12,6	9,8	10,5	13,1	7,7	11,5
Makedonija		4,2	4,7	6,4	6,1	7,7		4,2	6,7
Poljska	3,6	2,6	2,8	4,8	4,6	4,3	4,8	3,1	4,7
Rumunjska	4,2	3,8	6,9	4,5	6,0	10,9	6,9	4,0	7,1
Slovačka		3,5	12,3	19,3	18,2	16,6	14,1	3,5	17,1
Slovenija	5,7	6,2	10,4	9,7	12,2	18,2	18,5	6,0	14,7
Prosjek	6,6	10,0	11,4	13,0	12,6	14,2	14,6	9,0	13,4
Prosjek OECD-a	2,8	2,9	3,0	3,2	3,4	3,3	3,2	3,0	3,3

Izvori: IFS, MMF (ukupne pričuve umanjene za zlato)

**Tablica 9. Realni godišnji rast BDP-a – prije i nakon stabilizacijskog programa**

Država	P-1	P	P+1	P+2	P+3	P+4	P-1, P	P+2+3+4
Albanija	-28,0	-7,2	9,6	9,4	8,9	9,1	-17,6	9,1
Bugarska	-9,0	-12	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,5	0,8
Hrvatska	-8,0	5,9	6,8	6	6,5	2,7	-1,1	5,1
Češka	-0,4	-14	-3,3	0,6	3,2	6,4	-7,2	3,4
Estonija	-11,0	-14,2	-9	-2	4,3	4	-12,6	2,1
Mađarska	0,7	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	-1,4	-0,3
Letonija	-10,4	-34,9	-14,9	0,6	-0,8	3,3	-22,7	1,0
Litva	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,7	-13,5	-0,6
Makedonija	-12,0	-21,1	-9,1	-1,8	-1,2	0,8	-16,6	-0,7
Poljska	0,2	-11,6	-7	2,6	3,8	5,2	-5,7	3,9
Rumunjska	-5,6	-13	-8,7	1,5	3,9	7,1	-9,3	4,2
Slovačka	-0,4	-15	-6,5	-3,7	4,9	6,9	-7,7	2,7
Slovenija	-4,7	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	-6,8	4,1
Prosjek	-7,3	-13,1	-6,4	0,1	3,3	4,6	-10,2	2,7

Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.

**Tablica 10. Realni godišnji rast BDP-a**

Država	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1990.-93.
Albanija		-10	-28	-7,2	9,6	9,4	8,9	9,1	-7	9	-8,9
Bugarska	0,5	-9	-12	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	-6,9	4,5	-7,5
Hrvatska		-7,1	-21,1	-11,7	-8	5,9	6,8	6	6,5	2,7	-12,0
Češka	1,4	-0,4	-14	-3,3	0,6	3,2	6,4	3,9	1	-2,7	-4,3
Estonija		-8	-11	-14,2	-9	-2	4,3	4	11,4	4	-10,6
Mađarska	0,7	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	5,1	-4,8
Letonija		2,9	-10,4	-34,9	-14,9	0,6	-0,8	3,3	6,5	3,6	-14,3
Litva		-5	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	3,3	4,7	6,1	4,4	-12,1
Makedonija		-10	-12	-21,1	-9,1	-1,8	-1,2	0,8	1,5	2,9	-13,1
Poljska	0,2	-11,6	-7	2,6	3,8	5,2	7	6	6,8	4,8	-3,1
Rumunjska	-5,8	-5,6	-13	-8,7	1,5	3,9	7,1	4,1	-6,6	-7,3	-6,5
Slovačka	1,4	-0,4	-15	-6,5	-3,7	4,9	6,9	6,6	6,5	4,4	-6,4
Slovenija	-1,8	-4,7	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,5	4,6	3,9	-4,1
Prosjek		-5,6	-13,1	-10,9	-3,4	2,3	4,3	3,3	2,7	3,0	-8,3
Prosjek OECD-a		2,4	0,9	1,5	1,9	2,8	1,2	3,0	3,1	2,2	1,7

Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.



**Tablica 11. Godišnja stopa inflacije – prije i nakon stabilizacijskog programa**

Država	P-1	P	P+1	P+2	P+3	P+4	P-1, P	P+2+3+4
Albanija	104,0	236,6	30,9	15,8	6	17,4	170,3	17,6
Bugarska	72,5	339	79,4	63,8	121,9	32,9	205,8	88,4
Hrvatska	1.149,7	-3	3,7	3,4	3,8	5,4	573,4	3,6
Češka	18,4	52	12,7	20,8	9,9	9,1	35,2	14,5
Estonija	304,0	953,5	35,6	41,7	28,9	14,8	628,8	35,4
Mađarska	17,0	28,9	35	23	22,5	18,8	23,0	26,8
Letonija	172,2	951,2	109,2	35,9	25	17,6	561,7	56,7
Litva	382,7	1.162,7	188,6	45,1	35,7	13,1	772,7	89,8
Makedonija	115,0	1.925,2	229,6	55,4	9,2	0,2	1.020,1	98,1
Poljska	639,5	249,3	60,4	44,3	37,7	29,4	444,4	47,5
Rumunjska	37,7	223	199,2	295,5	61,7	27,8	130,4	185,5
Slovačka	18,4	58	9,1	25,1	11,7	7,2	38,2	15,3
Slovenija	105,0	241,1	94,5	22,8	19,5	9	173,1	45,6
Prosjek	241,2	493,7	83,7	53,3	30,3	15,6	367,4	55,7

Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.

**Tablica 12. Godišnja stopa inflacije**

Država	1989.	1990.	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1990.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija		0	104	236,6	30,9	15,8	6	17,4	42,1	10	92,9	18,9
Bugarska	10	72,5	339	79,4	63,8	121,9	32,9	310,8	578,5	1	138,7	230,8
Hrvatska			149	953,4	1.149,7	-3	3,7	3,4	3,8	5,4	750,7	4,1
Češka	1,5	18,4	52	12,7	20,8	9,9	9,1	8,8	8,5	10,7	26,0	9,3
Estonija		25	304	953,5	35,6	41,7	28,9	14,8	12,5	6,5	329,5	15,7
Mađarska	17	28,9	35	23	22,5	18,8	28,2	23,6	18,3	14,3	27,4	21,1
Letonija		10,5	172,2	951,2	109,2	35,9	25	17,6	8,4	4,7	310,8	13,9
Litva	2,1	8,4	382,7	1.162,7	188,6	45,1	35,7	13,1	8,4	2,4	435,6	14,9
Makedonija		606	115	1.925,2	229,6	55,4	9,2	0,2	4,5	-1	719,0	3,2
Poljska	639,5	249,3	60,4	44,3	37,7	29,4	21,6	18,5	13,2	8,6	97,9	15,5
Rumunjska	0,6	37,7	223	199,2	295,5	61,7	27,8	56,9	151,4	45	188,9	70,3
Slovačka	1,5	18,4	58	9,1	25,1	11,7	7,2	5,4	6,4	9	27,7	7,0
Slovenija	2.772	105	241,1	94,5	22,8	19,5	9	9	8,8	6,5	115,9	8,3
Prosjek		98,3	172,0	511,1	171,7	35,7	18,8	38,4	66,5	9,5	250,8	33,3
Prosjek OECD-a		5,8	5,2	4,0	3,6	7,1	5,6	5,0	4,2	3,7	4,7	4,6

Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.

**Tablica 13. Omjer ukupnih likvidnih sredstava prema BDP-u**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1991.-93.	1995.-98.
Albanija		39,4	41,5	37,3	47,0	55,8	58,5	61,9	40,5	55,8
Bugarska	71,7	74,6	77,6	77,9	64,9	71,2	33,6	26,9	74,6	49,2
Hrvatska			14,1	21,3	24,5	33,2	40,0	42,5	14,1	35,1
Češka			70,0	77,8	76,9	72,6	67,6	77,6	70,0	73,7
Estonija		30,4	27,1	28,2	25,5	26,1	29,0	29,5	28,8	27,5
Mađarska	54,3	34,7	51,9	49,6	43,9	45,3	43,0	44,0	46,9	44,0
Letonija			35,8	34,9	23,0	22,8	27,5	28,2	35,8	25,4
Litva			25,7	25,6	23,1	17,1	18,9	19,4	25,7	19,6
Makedonija			38,7	14,5	14,7	13,8	14,5	18	38,7	15,2
Poljska		23,4	30,5	34,3	33,5	33,2	35,0	39,8	26,9	35,4
Rumunjska		21,7	13,8	20,5	20,2	21,8	22,3	20,4	17,8	21,2
Slovačka			63,8	69,4	68,6	68,5	65,8	62,0	63,8	66,2
Slovenija			28,1	39,0	39,7	42,0	45,0	52,8	28,1	44,9
Prosjek	63,0	37,4	39,9	40,8	38,9	40,3	38,5	40,2	39,4	39,5
Prosjek OECD-a	66,9	66,7	68,5	67,4	68,5	70,9	72,1	70,0	67,2	70,3

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 14. Udjel domaćeg novca u ukupnim likvidnim sredstvima**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1991.-93.	1995.-98.
Albanija				81,2	81,3	78,1	81,7			80,4
Bugarska							57,8	61,7		59,7
Hrvatska			45,7	48,7	42,0	40,1	38,0	33,6	45,7	38,4
Češka			92,0	93,0	91,6	92,4	88,6	88,6	92,0	90,3
Estonija			95,4	88,4	89,1	89,2	84,0	83,9	95,4	86,6
Mađarska	85,7	87,7	83,6	82,2	77,1	79,4	81,1	81,7	85,7	79,8
Letonija			72,6	72,8	69,8	70,0	68,9	72,2	72,6	70,2
Litva			74,5	73,2	74,5	75,8	78,8	75,9	74,5	76,3
Makedonija					81,2	82,9	77,8			80,6
Poljska			71,2	71,5	79,6	82,9	82,5	86,1	71,2	82,8
Rumunjska		85,6	72,2	78,3	78,6	77,1	71,6	67,5	78,9	73,7
Slovačka			88,9	87,1	88,7	89,8	89,5	86,7	88,9	88,7
Slovenija			64,2	69,0	68,3	68,2	73,0	76,1	64,2	71,4
Prosjek	85,7	86,6	76,0	76,9	76,8	77,1	74,9	74,0	76,9	75,3

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 15. Razlike između kamatnih stopa banaka na kredite i depozite**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1991.-93.	1995.-98.
Albanija	3,0	7,0	7,0	3,5	7,3	9,7	15,2		5,7	10,7
Bugarska	26,2	19,3	30,1	45,5	26,1	269,0	10,8	10,2	25,2	79,0
Hrvatska			31,6	10,4	16,2	14,3	9,7	12,0	31,6	13,0
Češka			7,1	5,9	5,8	5,8	5,9	3,8	7,1	5,3
Estonija		30,5	27,3	11,6	7,2	7,6	13,6	8,6	28,9	9,3
Mađarska	4,4	11,2	8,4	6,1	6,1	3,9	3,2	3,4	8,0	4,2
Letonija			51,6	24,2	19,8	14,1	9,4	9,0	51,6	13,0
Litva			3,6	13,9	7,0	7,6	6,5	6,2	3,6	6,8
Makedonija		665	45,0	42,3	21,9	8,8	9,8	9,4	355,0	12,5
Poljska	4	7,0	10,0	5,0	2,0	5,0	6,3	2,1	7,0	3,9
Rumunjska		21,2	43,9	12,3	15,1	14,7	21,5		32,6	17,1
Slovačka			6,4	5,2	7,8	4,6	5,2	5,4	6,4	5,8
Slovenija			15,6	10,8	8,0	7,5	6,8	5,6	15,6	7,0
Prosjek	9,4	108,7	22,1	15,1	11,6	28,7	9,5	6,9	44,5	14,4
Prosjek OECD-a	5,5	5,2	4,7	4,3	4,7	4,6	4,4	4,1	5,3	4,4

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 16. Udio središnje države u BDP-u**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Albanija					31			
Bugarska		40,6	44,8	44,8	41	48	35,4	33
Hrvatska		20,5	21,3	25,8	29,2	29,2	28,5	31,4
Češka			35,6	33,1	32	31,6	31,8	31,7
Estonija				22,8	21,2	25,4	19,3	21,2
Mađarska	56,9	58,7	61,5	61,3	54,4	50,7	49,1	46,4
Letonija	17	13,4	28,1	31,3	18,9	17,2	17,8	17,8
Litva			22,8	25,8	25,7	23,8	22,5	23,2
Makedonija								
Poljska	29,9	33,2	32,3	32,7	29,8	28,2	26,8	27,6
Rumunjska		39,9	31,5	32	31,8	31,4		
Slovačka			46,9	36,7	33,2	33,3	33,3	27,5
Slovenija		22,3	22,5	22,3	22,8	23,8	26,2	27
Prosjek	34,6	32,7	34,7	33,5	30,9	31,1	29,1	28,7
Prosjek OECD-a	34,9	36,0	36,8	36,4	36,3	34,0	29,9	25,5

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 17. Realne kamatne stope**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1991.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija	-96,0	-197,6	-0,9	4,2	15,0	11,4	0,9		-98,2	9,1
Bugarska	-255,1	-14,8	19,9	-4,1	18,5	170,0	-564,7	12,5	-83,3	-90,9
Hrvatska				18,4	18,6	15,1	10,3	10,7		13,7
Češka			-6,7	2,9	3,6	3,7	5,4	-0,2	-6,7	3,1
Estonija		-923,0	-8,3	-18,6	-13,0	-1,1	7,3	10,2	-465,7	0,9
Mađarska	0,5	5,8	3,1	10,9	4,0	0,4	2,5	4,5	3,1	2,9
Letonija			-22,8	20,0	9,6	8,2	6,9	9,6	-22,8	8,5
Litva			-96,8	17,2	-8,6	8,5	6,0	9,8	-96,8	3,9
Makedonija		-852,2	137,4	104,4	36,8	21,4	16,9	22,0	-343,9	24,3
Poljska	-20,4	-5,3	-2,7	1,6	2,4	4,8	12,6	11,9	-9,5	7,9
Rumunjska		-149,7	-209,1	0,1	19,7	-3,3	-95,8		-179,4	-26,5
Slovačka			-10,7	2,9	9,7	8,5	12,3	12,1	-10,7	10,6
Slovenija			25,8	19,4	14,4	13,6	11,2	9,6	25,8	12,2
Prosjek	-92,8	-301,4	-14,3	13,8	10,0	20,1	-43,7	10,2	-107,3	-1,6
Prosjek OECD-a	8,2	8,5	7,3	2,4	4,0	3,5	3,6	3,9	8,0	3,7

Napomena: Realne kamatne stope izračunate su korištenjem podataka o prosječnim kamatnim stopama na kredite i inflaciji.  
Izvor: Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; IFS, MMF

**Tablica 18. Saldo na tekućem računu kao postotak BDP-a**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1991.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija		-61,2	-29,7	-14,0	-7,3	-9,1	-12,1		-45,5	-9,5
Bugarska		-4,4	-12,0	-0,4	-0,2	2,3	4,4	-1,8	-8,2	1,2
Hrvatska	-3,2	8,0	5,5	5,4	-6,8	-4,3	-12,2	-7,3	3,4	-7,7
Češka			1,4	-2,1	-2,7	-7,6	-6,2	-1,9	1,4	-4,6
Estonija		3,6	1,3	-7,3	-4,7	-9,1	-12,0	-8,5	2,4	-8,6
Mađarska		0,6	-11,0	-9,8	-5,6	-3,7	-2,1	-4,8	-5,2	-4,1
Letonija		12,7	19,2	5,5	-0,4	-5,5	-6,2	-12,4	15,9	-6,1
Litva		10,6	-3,2	-2,2	-10,2	-9,2	-10,2	-12,1	3,7	-10,4
Makedonija			0,6	-5,7	-5,7	-7,3	-8,3		0,6	-7,1
Poljska		1,1	-0,7	2,5	4,4	-0,9	-3,0	-4,3	0,2	-1,0
Rumunjska	-4,4	-2,6	-4,7	-1,7	-5,0	-7,3	-6,7	-7,2	-3,9	-6,6
Slovačka			-4,8	5,2	2,2	-11,1	-7,0	-10,1	-4,8	-6,5
Slovenija		7,8	1,5	4,2	-0,1	0,2	0,2	0,0	4,7	0,1
Prosjek	-3,8	-2,4	-2,8	-1,6	-3,2	-5,6	-6,3	-6,4	-2,7	-5,4

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 19. Izravna inozemna ulaganja kao postotak BDP-a**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1991.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija		4,5	3,7	3,3	3,7	3,6	1,8		4,1	3,0
Bugarska	0,9	0,5	0,4	1,3	0,7	3,0	5,2	2,9	0,6	3,0
Hrvatska			0,9	0,8	0,5	2,7	2,4	4,1	0,9	2,4
Češka			1,9	2,2	5,0	2,5	2,5	2,4	1,9	3,1
Estonija		8,1	9,9	9,4	5,7	3,4	5,7	10,9	9,0	6,4
Mađarska		2,5	6,1	2,8	10,1	4,4	4,6	4,0	4,3	5,8
Letonija		2,9	2,3	4,2	5,5	7,3	9,3		2,6	7,4
Litva			1,1	0,7	1,2	1,9	3,7	8,6	1,1	3,9
Makedonija				0,8	0,3	0,3	0,9			0,5
Poljska		0,4	0,7	0,5	0,9	2,0	2,2	4,0	0,5	2,2
Rumunjska	0,1	0,4	0,4	1,1	1,2	0,7	3,5		0,3	1,8
Slovačka			1,7	1,5	1,1	1,5	0,8	1,9	1,7	1,3
Slovenija		0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,8	0,8	0,9	1,1
Prosjek	0,5	2,5	2,5	2,3	2,8	2,7	3,4	4,4	231	3,2

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

**Tablica 20. Neto tokovi kapitala kao postotak BDP-a**

Država	1991.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	Prosjek 1991.-93.	Prosjek 1995.-98.
Albanija			2,9	2,7	8,7	-15,9	5,6		2,9	-0,5
Bugarska			5,4	11,1	7,7	-4,0	2,0	-8,2	5,4	-0,6
Hrvatska			-1,4	0,0	9,4	6,4	13,3	8,6	-1,4	9,4
Češka			9,1	7,9	17,4	6,1	2,8	5,4	9,1	7,9
Estonija			13,2	7,3	6,9	12,2	16,8	9,3	13,2	11,3
Mađarska	7,3	1,2	13,8	7,4	13,0	-3,0	0,9	5,6	7,4	4,1
Letonija		-11,2	-6,3	-4,0	-0,3	9,6	7,8	11,7	-8,8	7,2
Litva			23,5	6,2	24,7	9,3	12,7	15,9	23,5	15,7
Makedonija										
Poljska	-8,0	-2,1	1,6	1,8	2,2	3,9	5,9	8,0	-2,8	5,0
Rumunjska		7,0	3,0	2,1	3,6	5,2	10,7		5,0	6,5
Slovačka			4,6	1,3	6,0	11,6	9,0	8,9	4,6	8,9
Slovenija		-1,0	2,2	3,1	2,7	4,6	3,5	1,0	0,6	3,0
Prosjek	-0,4	-1,2	6,0	3,9	8,5	3,8	7,6	6,6	4,9	6,5

Neto tokovi kapitala definirani su kao saldo na računu financijskih transakcija platne bilance, isključujući promjene u međunarodnim pričuvama plus neto pogreške i propusti.

Izvor: IFS, MMF; Tranzicijsko izvješće EBRD-a iz 1998.; Gospodarski pokazatelji za Istočnu Europu, BIS

---

## Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Authori
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-tih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš

## Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama *Istraživanja*, *Pregledi* i *Rasprave* znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Izdavački savjet. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvatanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

### **Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.**

Tekstovi moraju biti dostavljeni na magnetnim ili optičkim medijima (3.5" diskete, ZIP, CD), a uz medij treba priložiti i ispis na papiru u tri primjerka. Format zapisa treba biti Word 6 ili 97 for Windows/Mac, a preferira se RTF format kodne strane 437 ili 852.

Na disketu je potrebno nalijepiti etiketu s nazivom korištenog tekstprocesora i datoteke, kao i imenom autora.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerce, zahvale i priznanja, mogu se uključiti u naslovnu stranicu. Ako je ta informacija dugačka, poželjno ju je uključiti u tekst, bilo na kraju uvodnog dijela bilo u posebnom dijelu teksta koji prethodi popisu literature.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati: broj, naslov, mjerne jedinice, legendu, izvor podataka te bilješke (fusnote). Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a,b,c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz drugih programa (Excel, Lotus,...) onda je potrebno dostaviti i te datoteke u Excell formatu (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom EPS ili TIFF formatu s opisima u Helvetici (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice (fusnote) treba označiti arapskim brojkama podignutim iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjim od slova kojim je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute. Ispisi i diskete s radovima se ne vraćaju.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.



## Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

### Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

### Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

### Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

### Bilten o bankama

Publikacija koja sadržava pregled podataka o bankama.

### Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

### Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

### Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativno-pregledni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

### Rasprave Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju rasprave djelatnika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdavač je i drugih publikacija, primjerice: zbornika radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator, knjiga i radova ili prijevoda knjiga i radova od posebnog interesa za HNB i drugih sličnih izdanja.