

Hrvatska u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1999.

Velimir Šonje
Boris Vujčić

Izdaje:

Hrvatska narodna banka
Direkcija za odnose s javnošću i izdavačku djelatnost
Trg burze 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 4564-555
Telefon: 4922-070, 4922-077
Telefaks: 4873-623

Web adresa:

<http://www.hnb.hr>

Glavni urednik:

dr. Boris Vujčić

Uredništvo:

dr. Ante Babić
mr. Igor Jemrić
Evan Kraft

Urednica:

Romana Sinković

Grafički urednik:

Slavko Križnjak

Prijevod:

prof. Lidija Čurčija

Lektura:

prof. Zlata Babić

Suradnica:

Ines Merkl

Tisak:

Poslovna knjiga d.o.o., Zagreb

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

Tiskano u 350 primjeraka

ISSN 1332–1900

Velimir Šonje i Boris Vujčić

HRVATSKA U DRUGOJ FAZI TRANZICIJE, 1994. – 1999.

Sažetak

U ovom smo radu pokušali sažeto prikazati važne aspekte tranzicijskog iskustva u Hrvatskoj, usredotočivši se na drugu fazu tranzicije, 1994-1999. Prikaz nije povijesni, već povezuje slične probleme koristeći se usporedbama međunarodnih podataka, a mjestimično se primjenjuje i ekonometrija presjeka podataka. Mnogo je tema sažeto istraženo: 1. odnos između rasta ponude novca, inflacije, tečajnog režima i supstitucije valute; 2. determinante i troškovi bankovnih kriza; 3. odnos između nadzora banaka, kredibilitnosti središnje banke i tečajnog režima; 4. temeljni razlozi pojave nepodmirenih obveza u gospodarstvu; 5. odnos monetarne i fiskalne politike; 6. razlozi slabe uspješnosti izvoza i velika vanjska neuravnoteženost Hrvatske i 7. neka osnovna kretanja na tržištu rada. U radu su također navedeni neki zaključci o politikama.

JEL E65, P2

Ključne riječi: Hrvatska; tranzicija; međunarodne usporedbe; ekonomska politika

Velimir Šonje je izvršni direktor Sektora istraživanja i statistike Hrvatske narodne banke. Boris Vujčić je direktor Direkcije istraživanja u istoj instituciji. Za sve stavove iskazane u ovom radu odgovorni su isključivo autori i ti stavovi nisu nužno istovjetni službenim stavovima Hrvatske narodne banke.

Prva verzija ovog radnog materijala izložena je na Fifth Dubrovnik Conference on Transition Economies u lipnju 1999.

Sadržaj

Uvod	1
1. Dvije faze u prvom desetljeću tranzicije: stilizirane činjenice	4
2. Ponuda novca, cijene i otvorenost	5
3. Vanjski šokovi, supstitucija valute, brzina novca i financijsko produbljivanje	7
4. Banke i tokovi kapitala	10
5. Kredibilnost, nadzor banaka i tečajni režim	14
6. Nepodmirene obveze, etika i tečajna politika	16
7. Fiskalna politika: povratak neugodnoj monetarističkoj aritmetici?	19
8. Međunarodna trgovina, izravna strana ulaganja i izolacija	25
9. Zaposlenost, nezaposlenost i strukturne promjene	27
Literatura	29
Dodatak	32

HRVATSKA U DRUGOJ FAZI TRANZICIJE, 1994. – 1999.

Uvod

Brojne konferencije o desetljeću tranzicije održane su 1999. godine. Sintagmom desetljeće tranzicije pokušala su se sažeto označiti iskustva različitih zemalja u kojima je planirano gospodarstvo zamijenjeno tržišnim. U ovom smo radu pokušali ukratko prikazati važne aspekte tranzicijskog iskustva u Hrvatskoj, usredotočivši se na drugu tranzicijsku fazu, 1994.–1999.

Četiri su glavna razloga za primjenu ovog pristupa. Prvo, u nekim je područjima (npr. na tržištu rada i u liberalizaciji cijena) svojevrsna tranzicija otpočela prije mnogo godina, dok je Hrvatska još bila dijelom bivše Jugoslavije. Drugo, iako je Hrvatska stekla nezavisnost 1991. godine, rat i okupacija trećine hrvatskog teritorija¹ za vrijeme prvih godina tranzicije zasjenili su gospodarska pitanja. Treće, glavni događaji u gospodarstvu tog razdoblja (sposobnost Hrvatske da izdrži teret rata i zbrine izbjeglice na svom teritoriju, uz istodobno provođenje uspješnoga stabilizacijskog programa zasnovanog na tečaju započetom krajem 1993. godine) već su opisani u stručnoj literaturi (npr. Anušić, Rohatinski, Šonje i sur., 1995; Šonje i Škreb, 1995). Stručna literatura o drugoj polovici devedesetih, međutim, vrlo je oskudna. Naposljetku, u drugoj fazi tranzicije (započetoj 1994), Hrvatska je više sličila nekima od ostalih naprednih zemalja u tranziciji, posebice od 1995. nadalje, nakon što je oslobodila svoja okupirana područja. Tijekom tranzicijskog razdoblja Hrvatska je ipak po nekim obilježjima, npr. onima vezanim za supstituciju valute, bila sličnija ostalim zemljama, osobito zemljama Latinske Amerike.

Hrvatsko je iskustvo u ovom radu prikazano u kontekstu međunarodnih usporedbi. Prikaz nije povijesni već povezuje slične probleme koristeći se usporedbama međunarodnih podataka i ekonometrijom presjeka podataka.

U prvom se odjeljku rada pomoću šest makroekonomskih pokazatelja iznose stilizirane činjenice o dvjema tranzicijskim fazama. Od osam tranzicijskih zemalja Hrvatska je u prvoj fazi tranzicije (1991.–1993) imala najvišu prosječnu stopu inflacije i najnižu prosječnu stopu inflacije u drugoj fazi (1994.–1998). Rast ponude novca po jedinici BDP-a nije pratio isti predložak. Rast ponude novca bio je najveći u prvoj fazi, ali je i u drugoj fazi ostao najveći (ne računajući zemlje visoke inflacije kao što su Rumunjska i Bugarska).

1 Većina podataka iz tog razdoblja uglavnom je nepouzdana.

Ekonometrija presjeka podataka sadržana u drugom odjeljku zasniva se na skupini podataka za četrdeset i četiri zemlje u razvoju (uključujući 8 zemalja u tranziciji). Ako se na primjeren način u obzir uzme učinak promjenjivosti tečaja tada se regresijskom analizom dobiva jedinični koeficijent u regresijskoj analizi inflacije za rast ponude novca po jedinici bruto domaćeg proizvoda. Veća promjenjivost tečaja upućuje na višu stopu inflacije, tj. na veću brzinu novca. Hrvatska je, međutim, u ovoj regresijskoj analizi bila neobjašnjiva iznimka. U trećem se odjeljku inflacijska stopa u Hrvatskoj niža od očekivane djelomično objašnjava supstitucijom valute. U istom se odjeljku prikazuje da pojava smanjenja brzine ukupnih likvidnih sredstava, koja obuhvaća i devizne depozite, ne mora nužno značiti da je nakon stabilizacije došlo do obrnute supstitucije valute. Smanjenje izmjerene brzine ukupnih likvidnih sredstava moglo je biti posljedica novih deviznih depozita koji su u bankarski sustav ušli radi cjelokupnog povećanja povjerenja i kredibilnosti nakon uspješne dezinflacije. Ti bi priljevi mogli biti izvor zabilježene “ireverzibilnosti” supstitucije valute (mjerene omjerom deviznih depozita prema ukupnim likvidnim sredstvima, koji je rastao tijekom druge tranzicijske faze u Hrvatskoj).

U četvrtom je odjeljku pokazano da je kamatna politika banaka dovela do obilnih priljeva kapitala (devizni depoziti). Domaće banke, suočene s problemima privlačile su devizne depozite nudeći na njih visoke kamatne stope. Nakon što je sanacija velikih banaka s naslijeđenim problemima (iz razdoblja socijalizma i iz razdoblja rata) počela davati rezultate sredinom devedesetih, 1998. započela je druga bankovna kriza.

Sa stajališta fiskalnih troškova, prva je bankovna kriza bila mnogo skuplja (procjenjuje se na 22 posto BDP-a). Do te je krize ipak došlo zbog naslijeđa prošlosti i nekih “izuzetnih okolnosti”, uključujući raspad bivše države i rat. Druga je bankovna kriza bila mnogo jeftinija sa stajališta očekivanih fiskalnih troškova (5 posto BDP-a)², i donekle je bila posljedica činjenice da su priljevi kapitala djelomično bili nezdrav proces povezan s moralnim hazardom i nerazboritim bankarskim praksama.

U petom se odjeljku raspravlja o povezanosti bankarskog nadzora, kredibilnosti središnje banke i tečajnog režima. Druga bankovna kriza ozbiljno je potkopala teško stečenu kredibilnost Hrvatske narodne banke koja je odgovorna za nadzor banaka. Iako su propasti banaka i krize neizbježne u tranziciji, važno je da središnje banke prate imaju li neke od makroekonomskih politika negativne systemske učinke na banke. Tečaj je bio prirodni kandidat kojega je trebalo ispitati. Zaključujemo da postojanje supstitucije valute premješta optimalnu fleksibilnost tečaja prema njegovoj nižoj razini, uz postojeću kvalitetu cjelokupnoga bankarskog sustava, posebice kvalitetu bankarskog nadzora. Zbog toga hrvatsko iskustvo upućuje na važnu povezanost: veća je fleksibilnost tečaja potrebna sve dok nadzor banaka i opća financijska stabilnost nisu dovoljno jaki da podrže vjerodostojnu razinu tečaja. S druge strane, vjerojatno je da će se društveni troškovi fleksibilnosti tečaja povećati sa supstitucijom valute.

U šestom se odjeljku govori o problemu nepodmirenih obveza, o temeljnom uzroku pojave nepodmirenih obveza u gospodarstvu, tj. o nepotpunom ispunjavanju ugovornih obveza od strane države. Ako se ugovorne obveze ne ispunjavaju, to uvijek vodi do loše Nashove ravnoteže. Stoga predlažemo neke intervencije kojima bi se gos-

2 Daljnji se troškovi očekuju jer kriza još nije završila (lipanj 1999).

podarstvo pokrenulo prema dobroj ravnoteži. Hrvatski primjer nameće ideju da bi nepodmirene obveze ili financijska nedisciplina mogli biti promatrani i kao nesimetrično provođenje pravila između rezidenata i nerezidenata. To ima važne implikacije za određivanje tečajnog režima. U nedostatku ispunjavanja ugovornih obveza i u okolnostima slabog učinka reputacije na disciplinu čak i mala očekivana deprecijacija dovodi do toga da je domaći dug optimalno zamijeniti deviznim potraživanjem, a u takvim su uvjetima nepodmirene obveze najbrži (i najjeftiniji) oblik stvaranja domaćeg duga. To može dovesti do pomaka optimalne fleksibilnosti tečaja prema njegovoj nižoj razini kako bi se izbjeglo gomilanje nepodmirenih obveza. Gomilanje nepodmirenih obveza može također biti i savršen način financiranja napada na domaću valutu, što dovodi do toga da je fiksni tečaj manje provedivo rješenje, osim ako je potpuno vjerodostojan. Uz visoke kamatne stope, nepodmirene su obveze također najjeftiniji način kratkoročnog financiranja poduzeća.

U sedmom odjeljku rada govori se o odnosu monetarnih i fiskalnih politika. U njemu se pokazuje da je država bila sudionik u opasnoj igri objavljivanja svoje očekivane stope rasta BDP-a u vrijeme saborskih rasprava o proračunu, što je utjecalo na sliku koju javnost ima o režimu tih politika i dovelo do stalnih napetosti prilikom odlučivanja o fiskalnoj politici. Kako je rashode javnog sektora bilo teško smanjiti dok su i domaći i strani izvori financiranja bili ograničeni, država se umjesto za smanjenje proračuna odlučila za gomilanje nepodmirenih obveza. Usprkos činjenici da su nepodmirene obveze nanijele gospodarstvu velike štete, nepodmirene su obveze države bile znak da monetarna politika nije podređena fiskalnoj.

U osmom se odjeljku rada raspravlja o razlozima slabe uspješnosti izvoza i o velikoj vanjskoj neuravnoteženosti Hrvatske. Glavni su razlozi zaostajanja hrvatskog izvoza za ostalim naprednim gospodarstvima u tranziciji učinci rata na gospodarstvo (cijele regije, ne samo na hrvatsko gospodarstvo), osobito na turizam, izuzeće Hrvatske iz trgovinskih udruženja, posebice iz EU-a i CEFTA-e, te nedostatak izravnih stranih ulaganja (osobito tzv. greenfield izravnih stranih ulaganja) u usporedbi s ostalim naprednim tranzicijskim gospodarstvima.

U devetom se odjeljku pokazuje kako su kretanja na tržištu rada uglavnom odražavala kretanja u realnom sektoru, jer potražnja radne snage izravno proizlazi iz potražnje robe i usluga koje ona proizvodi. Usporedna (zasnovana na metodologiji Međunarodne organizacije rada) stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj približno je na prosječnoj razini tranzicijskih gospodarstava Srednje i Istočne Europe. Međutim, u Hrvatskoj je taj trend uzlazni, jer je Hrvatska nedavno prošla kroz recesiju. Problem nezaposlenosti većinom je prouzročen strukturnim razlozima i bit će teško rješiv u bližoj budućnosti. Strukturne promjene tržišta rada bile su relativno brze. U usporedbi s ostalim tranzicijskim zemljama, čini se da je Hrvatska bila dosta uspješna s obzirom na brzinu i pravac strukturnih promjena tržišta rada³ tijekom prvih godina tranzicijskog procesa. Ipak, kao i u ostalim tranzicijskim zemljama, proces restrukturiranja tržišta rada uglavnom je bio posljedica nestanka radnih mjesta u pojedinim sektorima,

3 Željeni dugoročni cilj strukturne promjene tržišta rada definiran je sukladno zaposleničkoj strukturi zemalja EU-a.

praćen visokom prikrivenom nezaposlenošću, a ne stvaranjem novih radnih mjesta u sektorima s velikim potencijalom rasta.

1. Dvije faze u prvom desetljeću tranzicije: stilizirane činjenice

Desetljeće tranzicije može biti okvirno podijeljeno u dvije faze. Prva je bila obilježena padom proizvodnje, liberalizacijom cijena, visokom inflacijom i početkom osnivanja institucija tržišnoga gospodarstva. Za vrijeme druge faze proizvodnja se počela oporavljati, inflacijska se stopa smanjila, institucije važne za tržišno gospodarstvo počele su funkcionirati, a tranzicijske su se zemlje počele sve više integrirati u svjetska financijska tržišta i zadobivati pristup financiranju; posljedica toga bilo je povećanje deficita na njihovim tekućim računima.

Granica između dvije faze je provizorna. Prosudba o tome u kojoj je točno godini ili razdoblju pojedina zemlja prešla iz prve u drugu fazu ovisi o nizu makroekonomskih pokazatelja koji se primjenjuje za razlikovanje faza. Mi smo se koristili nizom od šest pokazatelja: odnosom fiskalnog deficita prema BDP-u, deficitom na tekućem računu platne bilance prema BDP-u; otvorenosti, tj. odnosom uvoza robe prema BDP-u; stopom inflacije; realnim rastom proizvodnje i rastom ponude novca (M1 po jedinici BDP-a). Podaci za osam tranzicijskih zemalja (Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Mađarsku, Poljsku, Rumunjsku, Slovačku i Sloveniju) prikazani su u Tablici 1. u dodatku. Granica između dvije faze je 1993/94. (prvom godinom druge faze smatra se 1994) zbog toga što se otprilike tada proizvodnja općenito počela oporavljati, a inflacija padati. Usprkos ratu, iskustva u Hrvatskoj odgovaraju tom prosječnom iskustvu ostalih tranzicijskih zemalja.

Nakon analize godišnjih podataka stilizirano je šest činjenica:

1. Sedam od osam zemalja prešle su iz prve tranzicijske faze u drugu. U Rumunjskoj su inflacija i proizvodnja uvelike promjenjive, te je stoga nemoguće odrediti u kojem se stadiju procesa ona trenutačno nalazi. Bugarska je u drugu fazu prešla 1998., a ostale zemlje 1994. ili još prije.
2. Prema definiciji, prosječna je inflacija niža, a prosječni rast proizvodnje veći u drugoj fazi, iako postoje zamjetne razlike u ponašanju prosjeka ostalih četiriju pokazatelja.
3. U pet od sedam zemalja koje su prešle u drugu fazu prosječni je fiskalni deficit manji u drugoj fazi. To ne vrijedi za Slovačku i Sloveniju.⁴
4. Rast ponude novca po jedinici BDP-a u prosjeku se prepolovio tijekom druge faze tranzicije. Stope rasta samo su u Bugarskoj i Češkoj više u drugoj nego u prvoj fazi.
5. U šest od osam zemalja prosječna je otvorenost (uvoz robe prema BDP-u) veća u drugoj fazi (Slovačka i Bugarska su iznimke). Otvorenost se najviše povećala u Češkoj (12 postotnih bodova BDP-a⁵), Mađarskoj (10 postotnih bodova BDP-a) i

4 Različiti su razlozi toga. U Slovačkoj je nedostatak strukturnog usklađivanja vjerojatno prenio veći dio opterećenja koja se pojavljuju u tranziciji na zahtjeve prema proračunu. U Sloveniji je prosječni deficit i u drugoj fazi nizak (uz deficit u Češkoj i Hrvatskoj, slovenski se ubraja u tri najniža), a do rasta je došlo zbog fiskalnog suficita u početnoj fazi (u tom je smislu Slovenija bila jedinstvena).

Poljskoj (8 postotnih bodova BDP-a). Slovenija (povećanje za 6 postotnih bodova) i Hrvatska (povećanje za 5 postotnih bodova) potvrđuju da je povećanje otvorenosti karakteristično za drugu fazu tranzicije⁶.

6. U pet od osam zemalja prosječni je omjer salda na tekućem računu platne bilance prema BDP-u manji u drugoj fazi. Hrvatska i Češka su sa suficita u prvoj fazi prešle na deficit u drugoj fazi. Slovenija je imala manji suficit, a Poljska i Mađarska veći deficit u drugoj fazi. Slovačka je imala suficit 1994. i 1995., što je čini iznimkom u tom podrazdoblju, iako je ona u drugoj razvojnoj fazi slična Poljskoj i Mađarskoj (zbog velikih slovačkih deficita u razdoblju 1996.–1998.). U Rumunjskoj je suficit ostvaren 1997.–1998., dok se u Bugarskoj suficit ostvaruje od 1996. nadalje (nakon deficita u razdoblju 1991.–1995.). Dinamika događaja u Rumunjskoj i Bugarskoj znatno se razlikuje od one u ostalih šest zemalja u uzorku.

Nakon usporedbe s odabranim tranzicijskim gospodarstvima, možemo uočiti tri zanimljive značajke hrvatskoga gospodarstva.

1. Hrvatska je imala najvišu prosječnu stopu inflacije u prvoj i najnižu prosječnu stopu inflacije u drugoj fazi.
2. Kao što se očekivalo, Hrvatska je u prvoj fazi imala najvišu stopu rasta ponude novca (po jedinici BDP-a). Ta je pojava objašnjiva velikim fiskalnim deficitom i velikim smanjenjem u realnom sektoru za vrijeme rata u početnoj fazi tranzicije. Hrvatska je, međutim, zadržala jednu od najviših stopa rasta ponude novca po jedinici BDP-a i u drugoj fazi, iako je istodobno imala i najnižu inflaciju i fiskalni deficit od svih zemalja u uzorku. Samo su Bugarska i Rumunjska, zemlje s vrlo visokom inflacijom, imale veći rast ponude novca u drugoj fazi.
3. Možda je rješenje te novčane zagonetke u vanjskim pokazateljima. Podaci govore da je u Hrvatskoj došlo do najvećeg pomaka tekućeg računa platne bilance prema deficitu između prve i druge faze. Rast otvorenosti između dviju faza također je bio velik (5 postotnih bodova BDP-a), a razina otvorenosti vrlo visoka.

U sljedećem ćemo odjeljku ispitati je li otvorenost omogućila veći rast ponude novca i u kolikoj mjeri. Pretpostavka je da povećanje uvoza može apsorbirati domaći inflacijski pritisak u malome i otvorenom gospodarstvu.

2. Ponuda novca, cijene i otvorenost

Rast ponude novca po jedinici BDP-a najrelevantnije je objašnjenje dugotrajnog razdoblja inflacije (Schwartz, 1973; Duck, 1993). Nasuprot tome, postoje značajni empirijski pokazatelji koji pokazuju da je veća otvorenost povezana s niskom stopom inflacije (Romer, 1993). Zbog toga se odstupanje od jedinice elastičnosti u jednadžbi ponuda novca-cijene može pojaviti kao posljedica nemogućnosti da se provede kontrola čiji je cilj postizanje učinaka povezanih s otvorenošću.

5 Do toga je ponajprije došlo zbog odvajanja od Slovačke.

6 Jednostavna aritmetička sredina otvorenosti za osam zemalja o kojima se ovdje govori porasla je s 37 na 42 posto. Kad iz uzorka isključimo Bugarsku, Rumunjsku i Slovačku, jednostavna aritmetička sredina povećava se s 34 na 42 posto.

Iz Grafikona 1.a) vidljivo je da je u razdoblju 1992.–1998. prosječna inflacija premašivala prosječni rast ponude novca po jedinici BDP-a u osam odabranih tranzicijskih gospodarstava. To je razumljivo s obzirom na naše spoznaje o početnom tranzicijskom razdoblju. Tranzicija je započela s početnom velikom količinom novčane mase, poremećenim relativnim cijenama i podcijenjenim tečajem. Liberalizacija cijena bila je povezana sa strogim programima u prvoj fazi, što je dovelo do aprecijacije realnog tečaja zbog inflacije i smanjenja realnog novca (Begg, 1996). Iz Grafikona 1.b), koji predoduje podatke za iste pokazatelje u drugoj fazi tranzicije, u kojoj su početni poremećaji uklonjeni, vidljivo je da su se zemlje približile jediničnom nagibu (tj. jedinici elastičnosti cijena prema ponudi novca po jedinici BDP-a).

Ekonometrijski podaci iskazani u Tablici 2. potvrđuju da se u drugoj fazi ne pojavljuju znatnija odstupanja od jedinice elastičnosti, nakon što se na primjereni način objasne neki učinci otvorenosti. Omjer uvoza prema BDP-u ipak ne objašnjava nisku inflacijsku stopu uz postojeći rast ponude novca, već je za objašnjenje bitna varijabla promjenjivosti tečajne stope.

Uzorak obuhvaća trideset i šest zemalja u razvoju i osam tranzicijskih zemalja o kojima se govori u prvom odjeljku rada (v. popis zemalja u dodatku). Razvijene su zemlje isključene iz uzorka zbog Romerovih dokaza (1993), koji upućuju na to da odnos otvorenosti i inflacije nije relevantan za razvijene zemlje u kojima institucije dobro funkcioniraju i koje su uglavnom riješile problem vremenske nedosljednosti monetarne politike (Kydland i Prescott, 1977; Barro i Gordon, 1983). Sve varijable u jednadžbama godišnji su prosjeci razdoblja 1991.–1997. Promjenjivost tečajne stope mjerena je koeficijentom promjenjivosti godišnjih nominalnih tečajnih stopa prema američkom dolaru u razdoblju između 1993. i 1997. godine.

U prve dvije jednadžbe prikazane u Tablici 2. rast ponude novca po jedinici BDP-a prenosi se na stopu inflacije višu od očekivane (koeficijent je veći od jedan). Kad u tu regresijsku analizu uvrstimo “dummy” varijablu bilo koje tranzicijske zemlje (što nije ovdje prikazano), “dummy” parametar nije znatno različit od nule. Kad se uključi dummy varijabla za Hrvatsku, tada znakoviti koeficijent s negativnim predznakom za Hrvatsku pokazuje da je u Hrvatskoj stopa inflacije niža od očekivane s obzirom na postojeći rast ponude novca. To se ponavlja i u drugim jednadžbama: koeficijent s tranzicijskom dummy varijablom (koji nije prikazan) bio je zanemariv u svim jednadžbama, ali je dummy koeficijent za Hrvatsku bio znatan i u svim je jednadžbama imao veliku negativnu vrijednost.

Jednadžbe 3 – 8 uključuju dodatne razjašnjavajuće varijable. Koeficijent s rastom ponude novca po jedinici BDP-a približava se očekivanoj jedinici vrijednosti nakon uključivanja novih razjašnjavajućih varijabli. Od tih potencijalnih objašnjenja najbitnija je promjenjivost nominalne tečajne stope. Veća promjenjivost tečaja implicira višu stopu inflacije, što je sukladno ostalim empirijskim nalazima (npr. Gosh i sur., 1997). Otvorenost (ovdje mjerena kao uvoz prema BDP-u) ima negativan, ali statistički zanemariv učinak na inflaciju, što je slično Romerovim nalazima o razvijenim zemljama.

Rast proizvodnje negativno i bitno utječe na inflaciju. To, naravno, ne mora značiti da je njihova povezanost uzročno-posljedična, jer proizvodnja i inflacija mogu biti povezane na niz kompleksnih načina. Taj rezultat samo pokazuje da je niža inflacija povezana s većim rastom realne proizvodnje, što znači da su tijekom devedesetih godi-

na šokovi ponude možda imali prevlast nad šokovima potražnje u gospodarstvima u razvoju. Kad se provede kontrola četiriju iznimaka iz uzorka (Venezuela, Jemen, Bugarska i Hrvatska) pomoću dummy varijable, dobiva se koeficijent s rastom proizvodnje koji je samo neznatno različit od nule (što nije prikazano u Tablici 2). Zbog toga je važnost rasta proizvodnje pod učinkom iznimaka, koje mogu biti prouzročene nekim drugim izostavljenim razjašnjavajućim varijablama. O njima će se govoriti u sljedećem odjeljku rada.

Nameće se zaključak da je, dugoročno gledano, ponuda novca bila najbitnije objašnjenje za cijene. Otvorenost nije bila važna determinanta inflacije, za razliku od promjenjivosti nominalnog tečaja. Isto vrijedi i za rast proizvodnje, iako su na taj rezultat utjecale i iznimke. Hrvatska niska stopa inflacije ostaje uvelike nerazjašnjena primjenom tog modela jer se njime dobiva inflacijska stopa 30 posto viša od stvarne. U sljedećem odjeljku pokušavamo pronaći objašnjenje niske stope inflacije u Hrvatskoj tijekom druge faze tranzicije.

3. Vanjski šokovi, supstitucija valute, brzina novca i financijsko produblivanje

U ekonometrijskoj smo se analizi koristili nizom drugih vanjskih pokazatelja koji nisu imali nikakav učinak na inflaciju u zemljama iz našeg uzorka (neto priljevi kapitala prema BDP-u, promjenjivost neto priljeva kapitala, promjenjivost otvorenosti, omjer deficita na tekućem računu prema BDP-u, promjenjivost omjera deficita na tekućem računu prema BDP-u). Pokazatelji vanjske uspješnosti mogu ipak imati neizravan učinak na inflaciju. Neto priljevi kapitala mogu, primjerice, pomoći održanju stabilnosti tečaja, a stabilni tečaj može pomoći održanju stabilnih cijena u malome i otvorenom gospodarstvu. Zbog toga veći rast ponude novca može biti povezan s nižom inflacijom ako su neto priljevi kapitala obilni. Osim toga, bilo kakve nagle promjene neto priljeva kapitala mogu destabilizirati cijene putem plivajućeg tečaja.

Vanjski financijski šokovi mogu biti vrlo veliki i godišnje čak dosegnuti nekoliko postotnih bodova BDP-a. Drugim riječima, tekući račun platne bilance i izvoz mogu se znatno mijenjati tako dugo dok se mijenjaju i (neto) priljevi kapitala. Kratkoročni spekulativni priljevi nisu jedini izvor hirovitosti. U tranziciji se sve vrste priljeva mogu naglo mijenjati. U Hrvatskoj, gdje stanovništvo drži oko 80 posto svoje uštedevine u deviznim depozitima (i gdje devizni depoziti čine gotovo 70 posto ukupnih likvidnih sredstava), promjene očekivanja i promjene vezane za povjerenje u bankarski sustav mogu dovesti do naglih promjena deviznih tokova, koje je gotovo nemoguće kontrolirati.

Tablica 3. prikazuje veličinu neto priljeva kapitala od 1992. do 1997. zemalja u razvoju i od 1993. do 1997. zemalja u tranziciji (podaci za 1992. godinu za neke od tranzicijskih zemalja nisu dostupni ili nisu pouzdani)⁷. Priljevi su iskazani kao postotak BDP-a i uspoređeni s gospodarstvima u razvoju koja nisu u procesu tranzicije. (Države iz uzorka u prethodnom su odjeljku iskorištene u regresijskoj analizi.) Korištenjem podacima iz Tablice 3. možemo doći do sljedećih zaključaka.

Prosječni kumulativni priljevi kapitala bili su začuđujuće sličnih veličina (oko 29 posto BDP-a) za dvije grupe zemalja – za trideset i šest zemalja u razvoju bez tranzicijskih zemalja i za osam tranzicijskih zemalja.

Neto priljevi kapitala u Hrvatsku bili su gotovo jednaki prosjeku grupe kao cjeline, ali i prosjeku priljeva tranzicijskih zemalja. Mađarska i Češka imale su znatno veće priljeve.

Hirovitost priljeva (mjerena standardnom devijacijom omjera neto priljeva kapitala prema BDP-u tijekom pet godina opažanja) u tranzicijskim je zemljama bila veća nego u ostalim zemljama u razvoju. U Hrvatskoj je ona bila mnogo veća nego u ostalim tranzicijskim gospodarstvima.

Hirovitost priljeva ipak ne može poslužiti kao objašnjenje velike razlike između rasta ponude novca i inflacije u Hrvatskoj. To se ne može objasniti ni veličinom priljeva. Zbog toga smo se u ovom radu, kao na najvjerojatnije objašnjenje, usredotočili na jednu komponentu priljeva koja je odražena u supstituciji valute. To je bio stupanj “supstitucije valute” koji je zapravo najveći činilac razlike između Hrvatske (u kojoj je udio deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima između 60 i 70 posto) i ostalih zemalja.

Supstitucija valute je dobro moguće objašnjenje zato što objašnjavanje razlike između inflacije i rasta ponude novca po jedinici BDP-a zapravo znači pokušaj objašnjavanja promjena u brzini novca. Jasno je kako nije opravdano očekivati da otvorenost i/ili promjene priljeva moraju neizostavno imati izravan učinak na brzinu. Razložno je, međutim, vjerovati da je promjenjivost tečajne stope povezana s financijskim produbljivanjem i brzinom novca (Hausman i sur., 1999). To se može očekivati u slučajevima kad nominalni tečaj ima ulogu oportunitetnih troškova novca u funkciji potražnje novca. U tom slučaju tečajne fluktuacije mogu dovesti do velikih promjena portfelja.

Velike su teškoće povezane s mjerenjem supstitucije valute. Dostupna nam je zamjena koja ne obuhvaća gotovinska sredstva, tj. omjer deviznih depozita prema ukupnim likvidnim sredstvima (Balino i sur., 1999). Ti podaci (Balino i suradnici koristili su se podacima za 1995) obuhvaćaju dvadeset i dvije zemlje, tj. 50 posto našeg uzorka. Početna nam je pretpostavka za ostale dvadeset i dvije zemlje uključene u regresijsku analizu bila da je supstitucija valute jednaka nuli. Tu smo pretpostavku kasnije ublažili.

7 Napredne su tranzicijske zemlje sredinom devedesetih godina dobile pristup privatnim međunarodnim financijskim tržištima. Većini je njih, uključujući i Hrvatsku, dodijeljen investicijski rejting. Te su zemlje u doba velikog optimizma/povjerenja međunarodnih financijskih tržišta imale otvoren pristup stranim ušteđevinama. Stavovi investitora promijenili su se nakon azijske i ruske krize, što je dovelo do naglog bijega tokova kapitala iz “tržišta u nastajanju”. Znatni priljevi od izravnih stranih ulaganja i portfolio ulaganja također su se pojavili sredinom devedesetih zbog ubrzanja velikih privatizacijskih projekata i početka brzog razvoja domaćih financijskih tržišta. Nije vjerojatno da će u srednjoročnom razdoblju biti novih priljeva koji bi bili usporedivi s početnima, barem ne u nekima od naprednih tranzicijskih zemalja koje su već privatizirale svoja najvrednija poduzeća. To nije slučaj u Hrvatskoj gdje je veći dio privatizacijskog procesa zbog rata počeo kasnije. Hrvatska je danas (1999/2000) u jeku velikih privatizacijskih programa. Početkom devedesetih priljevi nisu uopće bili bitni, jer je njihov veći dio počeo u najnaprednije tranzicijske zemlje pristizati tek tijekom 1993/94. Zbog toga činjenica da smo izostavili podatke za 1992. za tranzicijske zemlje ne umanjuje relevantnost podataka i zaključaka.

Ekonometrijski podaci u Tablici 4. upućuju na važnost supstitucije valute. Prve dvije jednadžbe pokazuju da je tijekom devedesetih godina supstitucija valute bila povezana s nižom inflacijom, a Hrvatska je u uzorku i dalje značajna iznimka i u uzorku je važna determinanta veze između supstitucije i inflacije. Supstitucija valute bila je povezana s nižom inflacijom zbog toga što je tijekom devedesetih godina u svijetu u razvoju došlo do stabilizacije i rasta priljeva kapitala. U zemljama u kojima je došlo do supstitucije valute, a koje su se uspješno stabilizirale, ubrzano su rasle i potražnja domaćeg novca i financijska dubina. Obrnuta supstitucija valute pomogla je održanju relativno stabilnog tečaja tijekom razdoblja velikih priljeva kapitala i monetarne ekspanzije.

U jednadžbama 3. i 4. zbog nedostatka podataka smo uzeli u obzir da je za polovicu zemalja u uzorku vrijednost stavke supstitucije valute jednaka nuli, što umnogome umanjuje relevantnost rezultata (i jasno upućuje na nove pravce istraživanja). Stoga smo s Venezuelom napravili pokus, u kojemu je vrijednost stavke jednaka nuli. Pretpostavili smo da je omjer deviznih depozita prema ukupnim likvidnim sredstvima 40 posto i ponovili regresijske analize. Dobiveni rezultati upućuju na veće (negativne) parametre sa supstitucijom valute i manju (negativnu) vrijednost koeficijenta s dummy varijablom Hrvatske. To govori da bi se pri poboljšanju mjerenja supstitucije valute moglo pokazati da je to najvažniji čimbenik (zajedno s promjenjivošću nominalnog tečaja) za objašnjenje razlika u inflaciji između zemalja u razvoju.

U primjeru Hrvatske vjerodostojna stabilizacija započeta krajem 1993. dovela je do obrnute supstitucije valute, smanjenja brzine i povećanja financijske dubine. Nije međutim potpuno jasno zašto se to dogodilo i kako. Ne bi trebalo ići dalje od zaključka da postoji povezanost između tih varijabli. Uzročnost i mehanizmi utjecaja nisu posve jasni. Mjerimo li brzinu ukupnih likvidnih sredstava, koja obuhvaćaju i devizne depozite, promjene valutnog portfelja ne bi trebale utjecati na financijsku dubinu ni brzinu osim ako su toliko velike da produbljuju bankarski sustav putem multiplikatorskog učinka i ako istodobno dođe do dodatnih priljeva depozita u bankovni sustav.

Kako bismo pojasnili to pitanje, u Tablici 5. smo usporedili pokazatelje brzine novca, tj. obrnute financijske dubine, s pokazateljem supstitucije valute za osam odabranih tranzicijskih zemalja. Veza između hirovitosti brzine (mjerene standardnom devijacijom pet godišnjih opažanja brzine od 1993. do 1997) i supstitucije valute (udio deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima) potvrđena je znatnim koeficijentom s pozitivnim predznakom u regresijskoj analizi brzine hirovitosti na supstituciju valute (0,2 uz T-statistiku od 3,1). Treba opet naglasiti da ta regresijska analiza ne opisuje mehanizam uzročnosti, već ona samo pokazuje povezanost tih dviju pojava. Veća hirovitost brzine ukupnih likvidnih sredstava povezana je s većom supstitucijom valute u tranzicijskim gospodarstvima.

Nazivanje udjela deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima supstitucijom valute može nas, međutim, navesti na pogrešan put. Podaci u tablici 6. bili su sastavljeni kako bi se izolirali učinci supstitucije valute od učinaka priljeva novih deviznih depozita bankama. Podaci pokazuju da je obrnuta supstitucija valute bila sekundarni učinak. Primarni je učinak bilo kontinuirano povećanje deviznih depozita u domaćim hrvatskim poslovnim bankama.

Podaci u Tablici 6. pokazuju da je 1997. bila jedina godina (od 1994. do 1998) u kojoj su obje komponente (domaća i devizna) ukupnih likvidnih sredstva jednako pridonijele smanjenju brzine. Od 1994. do 1997. obrnuta se supstitucija valute odrazila u smanjenju brzine domaćeg M2, ali je od 1994. do 1996, rast deviznih depozita još više pridonio smanjenju brzine ukupnih likvidnih sredstava. Brzina domaće komponente zapravo se 1998. godine povećala te je stoga brzina ukupnih likvidnih sredstava ostala stabilna zbog kontinuiranog rasta deviznih depozita u domaćim bankama. Sukladno tome rast udjela deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima u Hrvatskoj nastavljen je tijekom cijelog poststabilizacijskog razdoblja, dok je brzina domaće novčane mase bila vrlo hirovita, naglo se usporavajući nakon stabilizacije (1994.–1997) i naglo se ubrzavajući kasnije tijekom tranzicije, 1998. i 1999.

Nemogućnost smanjenja udjela deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima nakon stabilizacije nazvana je ireverzibilnošću supstitucije valute (Balino i sur., 1999; Sahay i Vegh, 1995; Guidotti i Rodriguez, 1992). Čini se, međutim, da je taj izraz donekle neprimjeren za Hrvatsku jer je nemoguće dokazati da je supstitucija valute u Hrvatskoj uglavnom bila “ireverzibilna”. Umjesto toga, udio deviznih depozita u ukupnim likvidnim sredstvima povećao se zbog priljeva kapitala, tj. zbog repatrijacije deviznih depozita iz inozemstva i njihova izvlačenja iz “čarapa”. Novi priljevi nisu bili zamijenjeni u kune. U tom je smislu supstitucija bila “ireverzibilna”. Međutim, sve što se dogodilo bilo je da je kapital koji je dospio u Hrvatsku ostao u početnoj valuti jer je kamatni diferencijal (u Hrvatskoj je to diferencijal između kunskih i deviznih depozita) bio premalen da bi nadoknadio rizik domaće valute. Smanjivanje brzine domaće komponente ponude novca (M2) zbog istog je razloga prestalo 1998. godine. Kao uvod u sljedeći odjeljak rada možemo spomenuti da su banke poticale te tokove nudeći više kamatne stope na devizne depozite od onih ponuđenih u inozemstvu.

4. Banke i tokovi kapitala

Prije stabilizacije (prije kraja 1993) banke su imale malu važnost za gospodarstvo. Realne su kamatne stope na depozite zbog visoke stope inflacije bile negativne (prosječna mjesečna stopa inflacije u razdoblju siječanj-listopad 1993. bila je 28 posto). Nominalni kamatni spread bio je iznimno velik; gospodarstvo je bilo u financijskoj represiji i financijska su se sredstva ubrzano povlačila iz banaka. Hrvatska u to vrijeme praktički nije imala nikakve međunarodne pričuve. Suficit tekućeg računa bio je uglavnom rezultat nezabilježenih odljeva kapitala (Anušić, Rohatinski, Šonje i sur., 1995).

Prema Jankovu (1999), hrvatski je bankovni sustav bio duboko nesolventan 1989. godine, kad su loši krediti dva puta navrata dosegнули kapital banaka. Taj se problem nastavio. Trinaest od dvadeset i osam banaka bilo je 1991. godine nesolventno (HNB, 1991). Rat i visoka stopa inflacije dodatno su pogoršali problem. Kako bi dokapitalizirala banke, država je izdala dvije emisije obveznica (usp. Šonje, Kraft i Dorsey, 1999; Babić, Jurković i Šonje, 1999). Te su operacije tehnički povećale solventnost (prema Jankovu, adekvatnost kapitala porasla je na 14 posto zbog emisije obveznica i računo-

vodstvenih trikova), ali nisu dovele do promjene vlasničke strukture i strukture poticanja banaka.⁸

Problemi su se nastavili u razdoblju od 1992. do 1995., u kojemu je Hrvatska još uvijek bila djelomično okupirana. Nakon uvođenja računovodstvenih praksi i kriterija za izdvajanje rezervacija uobičajenih u tržišnim gospodarstvima, reforme monetarnih instrumenata i stabilizacije, pokazalo se da su četiri od šest najvećih banaka nesolventne. One su bile dokapitalizirane i sanirane na transparentan način (npr. Šonje, Kraft i Dorsey, 1999; Babić, Jurković i Šonje, 1999; Lovegrove, 1998). Vlasnička struktura i uprava ovaj su put promijenjene uz obvezu da se provede privatizacija četiriju najvećih banaka. Najveća je privatizirana, a ostale tri trebaju biti privatizirane 1999/2000.

Sanacija je označila kraj tzv. prve hrvatske bankovne krize, 1989.–1996. (Kraft, 1999), a ukupni troškovi njezina rješavanja iznosili su 22 posto BDP-a iz 1997. (Babić, Jurković i Šonje, 1999).⁹

Druga hrvatska bankovna kriza (Kraft, 1999) započela je u ožujku 1998., kad je propala peta po veličini banka (i susljedno tome, sanirana u travnju 1998). Nakon njezine propasti došlo je do propasti niza malih i srednjih banaka. Savjet središnje banke pokrenuo je 1998. stečajne postupke u dvije depozitne institucije. U ožujku i travnju 1999, pokrenuto je još šest velikih stečajnih postupaka. Tih osam institucija zajedno obuhvaćaju 7 posto ukupne aktive bankarskog sustava. Dodavanjem pete banke po veličini, sanirane u travnju 1998. udio problematičnih banaka u ukupnoj aktivni banaka povećava se na 12 posto. Široka je javnost svjesna da postoji još nekoliko banaka “koje čekaju na red”.

Troškovi sanacije pete banke po veličini bili su 2 posto BDP-a, a početne procjene pokazuju da su troškovi isplate osiguranih depozita iz ostalih propalih banaka oko 3 posto BDP-a.¹⁰ Ukratko, ukupni troškovi obiju bankovnih kriza (prve i druge) trenutačno iznose barem oko 27 posto BDP-a.

Te se krize ubrajaju među (fiskalno) najskuplje bankovne krize u modernoj povijesti. Radi usporedbe, koristili smo se Frydlovim (1999) pregledom pet najutjecajnijih studija bankovnih kriza (Caprio i Klingebiel, 1996; Demircuc-Kunt i Detragiache, 1998; Dziobek i Pazarbasioglu, 1997; Kaminsky i Reinhart, 1996; Lindgren, Garcia i Saal, 1996). U svih pet studija navedeno je samo šest slučajeva u kojima su troškovi rješavanja krize bili veći od 20 posto BDP-a¹¹: Argentina, 1980.–1982. (55,3 posto); Bjelokosna Obala, 1988.–1991. (25 posto); Čile, 1981.–1983. (41,2 posto); Izrael, 1977.–1983. (30 posto); Kuvajt, 1992. (42 posto) i Urugvaj, 1981.–1984. (31,2 posto).

8 Šonje, Kraft i Dorsey (1996), kao i Babić, Jurković i Šonje (1999), upućuju na povijesne razloge neučinkovitog bankarstva u Hrvatskoj. Odobravanje kredita povezanim osobama u bivšem je jugoslavenskom sustavu samoupravljanja zapravo bilo poticano jer su poduzeća/dužnici formalno bili vlasnici banaka.

9 Jankov (1999) procjenjuje da su troškovi bili veći (29 posto BDP-a) jer se koristio drugačijim nazivnikom – BDP-om ostvaren u godini kad su obveznice emitirane i nakon toga zbrojio udjele. Babić, Jurković i Šonje (1999) zbrojili su dolarske vrijednosti emitiranih obveznica (konvertiranih prema važećem tečaju) i podijelili zbroj BDP-om ostvarenim 1997. godine.

10 U srpnju 1997. uvedena je shema izričitog ograničenja osiguranog depozita. Samo depoziti stanovništva osigurani su i to u iznosu do 100 000 HRK (13 000 eura) po štediši pojedine banke. Taj je iznos odredio ministar financija, povećavši osigurani iznos nakon saborske rasprave 1998. godine. Osiguravajućim fondom upravlja državna agencija koja naplaćuje tromjesečne (linearne) premije od 0,2 posto, ali on može biti i dodatno financiran sredstvima iz državnog proračuna.

Vidimo da Hrvatska nije iznimka jer su visoki troškovi bankovnih kriza često povezani s ratovima ili dužničkim krizama (rane osamdesete u Južnoj Americi). Bilo bi primjereno pretpostaviti da je prva hrvatska bankovna kriza bila uglavnom posljedica rata i naslijeđa prošloga bankarskog sustava, dok je druga bankovna kriza (dosadašnji troškovi njezina rješavanja procijenjeni su na oko 5 posto BDP-a) posljedica uobičajenih tržišnih i regulativnih propusta vidljivih i drugdje u svijetu (uključujući razvijene zemlje). U Hrvatskoj su toj krizi uglavnom pridonijeli priljevi kapitala posredovani preko banaka, što je scenarij uobičajen svugdje u svijetu (za teorijsko objašnjenje usp. McKinnon i Pill, 1995).

U Tablicama 7 – 9. prikazujemo podatke koji bi mogli razjasniti uzroke tih kriza. Ponajprije treba zamijetiti da je ukupni broj banaka ubrzano rastao do 1996. (Tablica 7). Broj velikih i malih banaka (prema hrvatskim standardima) nije se znatno promijenio, dok se broj srednjih banaka (ukupna aktiva od 140 milijuna do 1,4 milijarde američkih dolara, tj. od 0,7 do 6,7 posto BDP-a) naglo povećao (sa 6 banaka 1993. na 21 banku 1998. godine). Te su banke rasle na osnovi priljeva deviznih depozita, privučenih visokim kamatnim stopama (Tablice 8. i 9). Repatrijacija deviznih depozita i njihov porast u domaćim bankama zajedno su činili više od 10 posto izvoza u razdoblju od 1995. do 1998., kad je u Hrvatskoj zabilježen veliki deficit na tekućem računu. U Tablici 8. također je vidljivo da je postojao slab motiv za obrnutu supstituciju valute: ispravljena za očekivanu deprecijaciju, prosječna se kamatna stopa na depozite u domaćoj valuti smanjivala. Kamatna je stopa na depozite je 1998. godine postala niža od očekivane deprecijacije. Zbog toga je obrnuta supstitucija valute mjerena (smanjujućom) brzinom domaćeg M2 prestala u tom razdoblju.

Podaci u Tablici 9. više govore o kamatnim stopama. Oni pokazuju sljedeće:

- (a) Kamatna stopa na tržištu novca uglavnom je bila uvjetovana ponudom (smanjivala se tijekom i nakon uspješne sanacije banaka 1996., rasla nakon druge bankovne krize započete početkom 1998. i bila neosjetljiva na očekivane promjene tečajnih stopa).
- (b) Nepokriveni kamatni diferencijal (mjeren linearnom razlikom između prosječne kamatne stope na oročene depozite u domaćoj i stranoj valuti) smanjio se tijekom 1997/98., što je značilo da su poticaji za obrnutu supstituciju valute na višem kraju ukupnih likvidnih sredstava nestali, odnosno da su se pretvorili u vlastitu suprotnost – motiv za supstituciju valute (osobito s obzirom na činjenicu da je očekivana deprecijacija 1998. postala uglavnom pozitivna).
- (c) Nominalna je kamatna stopa na oročene devizne depozite prema europskim standardima bila iznimno visoka (viša od 6 posto na godinu) sve do kraja 1998. godine, kad su agresivne banke izišle s tržišta. Kamata je pala ispod 6 posto kad je započeo izlazak propalih banaka s tržišta.

11 Mjerenje troškova bankovne krize vrlo je neprecizno, bilo zbog nedostatka podataka, bilo zbog primjene različitih metodologija (v. Frydl, 1999. i 3. napomenu ovog rada). Nadalje, većina se metodologija oslanja na statističke procjene fiskalnih troškova koje mogu znatno premašiti stvarne troškove jer ne uračunavaju nikakav povrat od operacija spašavanja banke iako on može biti znatan (Lovegrove, 1998). Prilikom sastavljanja popisa navedenoga u ovom radu koristili smo se najvećim pretpostavljenim iznosima onda kad nam je na raspolaganju bilo njih nekoliko (npr. Čile).

Razina kamatnih stopa na oročene devizne depozite objašnjava kontinuirane priljeve deviznih depozita (kao i kontinuirano smanjenje brzine ukupnih likvidnih sredstava) i nedostatak poticaja za povratak valuti (“ireverzibilnost” supstitucije valute). Kamatna stopa na kunske depozite bila je suviše niska u usporedbi sa stopom na devizne depozite, a osobito je bila niska nakon što je očekivana deprecijacija postala pozitivna (1998. i 1999). Podaci upućuju na činjenicu da su 1998. banke prestale kompenzirati očekivanu deprecijaciju nudeći visoke kamate na oročene depozite u domaćoj valuti jer bi takva politika zahtijevala iznimno visoke kamatne stope na depozite u domaćoj valuti. Banke su vjerojatno izbjegle velik rast domaćih kamatnih stopa zbog straha od negativne selekcije (razlog razboritosti) zato što nisu očekivale rast inflacije (razlog kredibiliteta) ili jednostavno zato što su znale da je elastičnost kamatne stope depozita u domaćoj valuti malena (Kraft, 1999). Zbog toga je obrnuta supstitucija valute nestala 1998. i 1999. Brzina domaćih ukupnih likvidnih sredstava zapravo je počela rasti (usp. Tablicu 6).

Posljednja četiri desna stupca Tablice 9. pokazuju da su srednje, agresivno rastuće banke zasnivale svoj poslovni razvoj na iznimno visokim kamatnim stopama na depozite kao glavnom sredstvu privlačenja deviznih priljeva. Dok su dobre banke plaćale razumnu premiju veću od inozemnih kamatnih stopa na devizne depozite (približno 100 baznih bodova), loše su banke uporno nudile kamatne stope na devizne depozite koje su bile gotovo dvaput više od onih što su ih nudile dobre banke. To je dovelo do naglog rasta udjela loših banaka u osnovici deviznih depozita (usto što je osnovica sama po sebi naglo rasla – podsjetimo se podataka iz Tablice 8). Udio loših banaka dosegao je vrhunac od 30 posto početkom 1998., kad je peta po veličini banka propala uz političko-ekonomski skandal. Nakon toga se taj udio počeo ubrzano smanjivati. Štetiše su izgubile povjerenje u neke od malih i srednjih banaka i počele prebacivati svoje depozite u uglednije banke.¹²

Možemo zaključiti da su priljevi kapitala djelomično bili nezdrav proces jer su bili praćeni moralnim hazardom i nerazboritim bankarskim praksama. Privlačenje deviznih depozita rezidenata i nerezidenata visokim kamatnim stopama bila je vrsta priljeva koja nije imala nikakve disciplinske posljedice (koje se pojavljuju kad strani kreditor zamijeti rizike, kao pri izravnim stranim ulaganjima i/ili portfolio ulaganjima). To osobito vrijedi kad je većina deviza u rukama rezidenata, a u prošlosti nema zabilježenih stečajeva banaka. Hrvatski je slučaj još jedan primjer koji potvrđuje poznate zaključke da (a) novonastale privatne banke donose bankarskim tržištima u tranziciji više teškoća nego dobrobiti (Begg, 1996; Šonje, Kraft i Dorsey, 1996) i da (b) banke i njihovo (ne)reguliranje imaju bitnu ulogu u stvaranju sistemskog “sindroma prezaduženosti” (McKinnon i Pill, 1995).

12 Do ožujka 1999. depoziti su bili samo premješteni jer se ukupni depoziti nisu smanjili. U ožujku i travnju ukupni su devizni depoziti smanjeni za 2,2 odnosno za 2,5 posto. Brzina povlačenja smanjila se u svibnju 1999.

5. Kredibilnost, nadzor banaka i tečajni režim

Na vidjelo je izišlo da je nekoliko propalih banaka financiralo jednako tako neodržive, brzo rastuće i loše upravljane privatne poslovne grupe koje su izišle kao “pobjednici” iz procesa privatizacije, najvjerojatnije uz jaku potporu politički utjecajnih grupa. Zbog toga je druga bankovna kriza na neki način bila skupni izraz pogrešnih odluka (i privatnoga i javnog sektora) o raspodjeli resursa donesenih u prvim nekoliko godina tranzicije.

Za središnju banku, odgovornu za nadzor banaka, to je zbog dva razloga bilo frustrirajuće iskustvo. Prvo, svi su optuživali središnju banku da nije uspjela kontrolirati banke, iako su temeljni uzroci neuspjeha bili izabrani model privatizacije praćen političkim upletanjem, što nije imalo nikakve veze sa središnjom bankom.¹³ Optužbe javnosti, koje su dolazile sa svih strana (od vlade, političara, medija, štediša koji su izgubili novac, vlasnika koji su izgubili svoje udjele), potkopale su kredibilnost središnje banke što je kao popratna pojava slabog nadzora moglo imati negativan učinak na stabilnost valute. Na neki su način sva postignuća iz ranijeg tranzicijskog razdoblja (nezavisna središnja banka odgovorna samo Saboru, niska stopa inflacije) bila barem na nekoliko mjeseci zaboravljena. To je situacija koju je Wagner (1998) opisao kao tipičnu situaciju u kojoj se previše odgovornosti daje središnjoj banci. Wagner je zaključio da to može dovesti do gubitka kredibilnosti.

Drugo, Babić, Šonje i Jurković (1999) upozoravaju na činjenicu da je Hrvatska narodna banka pripremila izvješće pod nazivom Banke na raskrižju (HNB, 1997) u kojemu je jasno utvrđena veza između moralnog hazarda, visokih kamatnih stopa i deviznih priljeva agresivno rastućih banaka. Tako je Hrvatska narodna banka (HNB) “znala” što se događa gotovo godinu dana prije propasti pete po veličini banke, što je samo dodatno povećalo frustriranost. Ljudi izvan banke mislili su da je spoznaja o ranim znakovima upozorenja dovoljna za mogućnost djelovanja. Nametnuo se zaključak da je središnja banka politički preslaba za djelovanje. To implicira izravnu političku odgovornost i eroziju kredibilnosti. Stručnjaci unutar banke znali su da je spoznaja o postojanju problema nužna, ali ne i dovoljna za uspješan nadzor. Obrazovanje ljudi, razvoj procedura i izgradnja čvrste pravne osnove nadzora vrlo su zahtjevni zadaci, što može biti frustrirajuće u situaciji kad se vidi da banke srljaju u probleme, a institucionalni okvir kojim bi se to spriječilo još nije uspostavljen.

Problem je bilo to što banke nisu srljale u probleme zbog neznanja. Nije bilo potrebno pozivanje na najbolje bankarske prakse jer su vlasnici i uprave propalih banaka svjesno ulazili u probleme. Oni su novac plaćali dvostruko više od ostatka tržišta i pozajmljivali ga po dvostrukoj cijeni (ili po nultoj neto cijeni pri odobravanju kredita povezanoj osobi).

Druga briga središnjih banaka u tranziciji jest moguća povezanost između makroekonomskih varijabli pod njihovom kontrolom i problema bankarskog sektora. Monetarna politika, uključujući izbor tečajnog režima, ne bi trebala biti određena a da se ne uzmu u obzir problemi vezani za bankarski sektor u tranziciji. U slučaju Hrvatske

13 Središnju se banku može smatrati odgovornom za previše olako odobravanje dozvola za rad bankama i, posebice, menadžerima banaka.

je u tom smislu ključno pitanje je li izbor tečajnog režima pridonio produžetku problema bankarskog sektora.

Peti stupac Tablice 9. (očekivana deprecijacija) vrlo je sličan stvarnim promjenama tečaja, koje su prema međunarodnim standardima¹⁴ bile vrlo malene (v. i Grafikon 7). Hrvatska narodna banka oduvijek je naglašavala važnost stabilnosti tečaja (i na njoj gradila kredibilnost) za gospodarstvo u kojemu postoji supstitucija valute. Nasuprot tome, naglašavala je da ne želi fiksni tečaj. Zbog toga je dopuštala da se nominalni tečaj donekle mijenja (naknadno smo utvrdili da se radilo o intervalu od ± 6 posto; v. Grafikon 7) kako bi akterima prikazala situaciju na tržištu (signalizirajući učinak). HNB je vjerovao da će to pomoći tržištima u stjecanju spoznaja o upravljanju tečajnim rizicima i spriječiti spekulacije koje su se mogle pojaviti da je tečaj bio fiksiran.

Da je tečaj bio fleksibilniji, monetarne su vlasti mogle odrediti ciljanu novčanu masu i dopustiti veću aprecijaciju tečaja u vrijeme obilnih priljeva kapitala (Anušić, 1994; Šonje, 1994). Pretpostavlja se da bi nakon razdoblja velike aprecijacije akteri promijenili svoja očekivanja i počeli očekivati deprecijaciju. Nakon nekog vremena smanjile bi se promjene uvjetovane očekivanjima (to je nešto što i se moglo očekivati). Veća fleksibilnost tečaja dovela bi (a) do toga da akteri koji ulažu u instrumente denominirane u domaćoj valuti bolje usvoje valutne rizike, (b) ostavila bi više prostora domaćim stabilizacijskim politikama i (c) omogućila bi središnjoj banci da preciznije odredi ciljanu ponudu novca i plasmane, tako da agresivne banke možda nikada ne bi mogle toliko brzo postati tako velike kao što su postale. Međutim ta teza ne može biti provjerena jer se gospodarski eksperimenti ne mogu ponavljati.

S druge strane, Hrvatska je mogla usvojiti neki oblik režima puzajućeg tečaja (engl. crawling peg) ili puzajućeg raspona promjene tečaja (engl. crawling band) koji je mogao dovesti do manje obilnih priljeva i koristiti izvoznicima. Četiri su problema povezana s tom tezom: a) uspješni puzajući tečaj/rasponi promjene tečaja uvijek su okrenuti prema budućnosti, osmišljeni s ciljem rješavanja inercije inflacije, što je problem koji je u Hrvatskoj nestao na samom početku uspješne stabilizacije 1993; b) puzajući tečaj/rasponi promjene tečaja uspješni su u održavanju realnog tečaja stabilnim (Hausmann i sur., 1999), ali je jednak uspjeh postignut i postojećim režimom upravljanoga plivajućeg tečaja (neobjavljeni dopušteni raspon) u Hrvatskoj; c) veličina priljeva ni na koji način nije povezana s tečajnim režimom¹⁵, d) slabija valuta bila bi dovela do popuštanja monetarne politike, tj. do veće ponude novca i više plasmana, uz veće umnožavanje broja loših banaka, što bi naposljetku dovelo do više pogrešno raspodijeljenih resursa i još skuplje druge bankovne krize.

Iako su nadzor banaka i regulativa mogli pružiti nekakvu zaštitu od bankarskih problema i recesije krajem devedesetih, nadzorna tijela nisu samostalno mogla spriječiti bankovnu krizu. Iako je veća fleksibilnost tečaja poželjna zbog mnogo razloga, ona može dovesti ili do gubitaka banaka (ako banke i/ili ostali sektori nemaju dovoljno resursa da riješe problem valutnog rizika) ili do naglog razvoja nezdravih banaka. Pou-

14 Treba uzeti u obzir da su stope promjene u tablici 9. iskazane na godišnjoj razini. Zbog tako malog raspona fluktuacija neki su autori hrvatski tečajni režim nazvali kvazi-fiksnim.

15 Najveći neto priljevi pojavili su se u dvije države čiji su se tečajni režimi znatno razlikovali (Češka i Mađarska). Slovenija je imala režim sličan mađarskome, ali je imala najmanje neto priljeve kapitala jer je zadržala kontrolu nad kapitalom.

ka koju se može naučiti iz primjera Hrvatske, ponovimo još jedanput, jest da kreatori politika trebaju odmjeriti fleksibilnost tečaja nasuprot sposobnostima nadzornih tijela i stabilnosti cjelokupnoga financijskog sustava. Nadzorna tijela trebaju biti sposobna podržati veću stabilnost tečaja jer stabilni tečaj znači veliku potražnju za novcem, brže financijsko produbljivanje, veću izloženost spekulacijama i veću hirovitost ponude novca i plasmana (zbog hirovitosti tokova kapitala). Ako su nadzorna tijela nezrela, vlasti bi trebale težiti većoj fleksibilnosti tečaja koju će osigurati pomoću monetarnog ciljanja ili ciljanja inflacije (Mishkin, 1999). To je općeprihvaćeni ustupak. Kao što ćemo pokazati u daljnjem tekstu, zbog supstitucije valute to je u primjeru Hrvatske još složenije.

Crta RR u Grafikonu 2. u dodatku pokazuje izbor između kvalitetnijeg nadzora (i veće opće financijske stabilnosti), uz manje fleksibilan tečaj i manje kvalitetnog bankarskog nadzora (i općoj financijskoj stabilnosti) uz fleksibilniji tečaj. Čini se da je u Hrvatskoj fleksibilnost tečaja bila “prevelika” s obzirom na razmjerno slabu kvalitetu njezina bankarskog nadzora i krhkost bankarskog sustava. S druge strane, supstitucija valute¹⁶ znači da “prevelika” fleksibilnost tečaja može lako izazvati skupi izlazak iz valute (bijeg u devizna sredstva) umjesto da poveća snagu domaće protucikličke makroekonomske politike. Ta se činjenica odražava u kretanju crte RR u Grafikonu 2. Država u kojoj je nadzor banaka osrednje kvalitete treba izabrati srednju fleksibilnost tečaja, osim ako postoji supstitucija valute. Supstitucija valute pomiče crtu RR ulijevo (veća supstitucija valute implicira veći pomak prema crti R'R'). Uz supstituciju valute (R'R'), jednaka kvaliteta bankarskog nadzora implicira manju optimalnu fleksibilnost tečaja.

6. Nepodmirene obveze, etika i tečajna politika

Jedan od najozbiljnijih (tranzicijskih) problema u Hrvatskoj jest opći nedostatak financijske discipline. Nedisciplina postoji u svim odnosima između sektora: privatni sektor – država (porezna evazija), država – privatni sektor (nepodmirene obveze države), državni sektor – državni sektor (nepodmirene obveze među državnim sektorima) i privatni sektor – privatni sektor (nepodmirene obveze među poduzećima). Te se pojave nazivaju i mekim proračunskim ograničenjima, financijskom nedisciplinom ili financijskom delinkvencijom.

Svi su ti problemi uobičajena pojava u gospodarstvima u nastajanju¹⁷ iako je opseg (nedostatka) financijske discipline znatno različit u pojedinim zemljama. U Hrvatskoj je financijska delinkvencija odskora postala gotovo endemična. To se može reći iako je vrlo teško brojčano odrediti mnoge aspekte tog problema i nemamo namjeru ovdje detaljno analizirati nepodmirene obveze među poduzećima ili opseg porezne evazije jer se ta pitanja vrlo teško mogu brojčano odrediti. Ipak, za zorni prikaz opsega tog problema dovoljno se osvrnuti na nekoliko brojčanih pokazatelja, koliko god oni bili nesavršeni. Prvo, primjenom različitih metoda procijenjeno je (Institut za javne financije,

16 Teoretski, supstitucija valute vodi monetarističkoj vlasti koja nije optimalna (Vegh, 1989).

17 Takvi problemi nisu ograničeni samo na gospodarstva u nastajanju.

1997) da opseg neslužbenoga gospodarstva u Hrvatskoj iznosi otprilike 25 posto BDP-a.¹⁸ Drugo, opseg nepodmirenih državnih obveza (središnja država i Fond zdravstvenog osiguranja) dosegnuo je na kraju 1998. otprilike 4 milijarde kuna ili 3 posto BDP-a. Treće, nepodmirene obveze prijavljene Zavodu za platni promet¹⁹ porasle su sa 6,2 posto BDP-a na kraju 1994. na 11,6 posto BDP-a na kraju 1998.²⁰

U srži tog problema je slabo ispunjavanje ugovornih obveza. Poštovanje ugovornih obveza možda je najvažnija zadaća koju država mora obavljati kako bi tržišno gospodarstvo funkcioniralo. U njegovu nedostatku moguće je zamisliti sljedeću igru:

	A	B
A	5,5	0,7
B	7,0	2,2

Igrač koji bira između redova je porezni obveznik/poduzetnik #1, a igrač koji bira između stupaca je porezni obveznik/poduzetnik #2. Ako nijedan od igrača ne zna koju će strategiju izabrati onaj drugi, imamo uobičajenu igru Zatvoreničke dileme (engl. Prisoner's Dilemma) u kojoj svaki igrač može dobiti ako ne plati svoje poreze/račune (državi ili drugim poduzetnicima). Ipak, obojici je bolje ako niti jedan ne odluči varati. Budući da je kooperativna strategija (A, A) željeno rješenje, uloga države, koja je svjesna isplativosti varanja, jest da igračima nametne kooperativnu strategiju (A, A) i dovede gospodarstvo u superiornu Nashovu ravnotežu. Ipak, ako država to ne može učiniti (ili to ne čini na učinkovit način), igrači će izabrati (B, B), a gospodarstvo će završiti u lošoj ravnoteži. Ta je vježba drugačija od uobičajene zatvoreničke dileme utoliko što igrači ustvari znaju da ostali igrači varaju. Postoje dva glavna kanala za dobivanje podataka o ponašanju drugih. Prvi je osobno iskustvo. U okruženju u kojemu se problem nepodmirenih obveza već ustalio, poduzetnici se neprestano suočavaju s problemom naplate svojih potraživanja od ostalih poduzetnika. Drugo, porezna evazija je toliko česta pojava da poduzetnici o njoj redovito čitaju u novinama, slušaju što o njoj kaže država i dijele svoja iskustva s ostalim poduzetnicima. Taj opis vrlo dobro predočuje trenutačne prilike u Hrvatskoj.

Problem se može smjestiti unutar uvjetovane moralnosti. Većina se pojedinaca pridržava nekih osnovnih normi i morala ali, kako ističe Basu (1999), u realnosti često izražavamo svoj moral riječima: "Vjerujem u plaćanje poreza jer je to dužnost svakog građanina; vjerujem, međutim, da ono prestaje biti moja dužnost i ne bih plaćao poreze da ih ne plaćaju ni drugi." To je sustav utilitarne moralnosti, ali zasnovan na uvjetovanosti. Takva uvjetovana moralnost proizlazi iz dvaju poticaja koji su toliko temeljni (ili čak i više, kako ističe Basu) koliko je temeljna sklonost maksimalnoj korisnosti;

18 Razumno je ipak pretpostaviti da se porezna evazija smanjila (postala je teže provediva) nakon što je početkom 1998. uveden PDV.

19 To su ustvari nepodmirene obveze između sektora. Najveći kreditor je bankarski sektor, s otprilike 40 posto svih potraživanja, i država, s 30 posto. "Čiste" nepodmirene obveze među poduzećima čine ostatak potraživanja.

20 Najteže je brojčano odrediti problem/opseg nepodmirenih obveza među poduzećima. One se sastoje od duga bankarskom i državnom sektoru te od nepodmirenih obveza među samim poduzećima. Mnogi od tih dugova jednostavno su se gomilali zato što su se tijekom vremena i dalje obračunavale kamate jer nisu pokretani stečajni postupci. Sigurno je, međutim, da je opseg tog problema vrlo velik.

to su poticaj poštovanja neke moralnosti i poticaj da se ne bude naivčina. U nekim slučajevima taj se problem može opisati kao strategija “kako ti meni, tako ja tebi”, pri čemu je prvi kooperativni potez, npr. onaj koji je prikazao Axelrod (1984), dokazao da ta strategija daje najveću vjerojatnost za opstanak.

Navedena se situacija može opisati kao “razvojna zamka” u kojoj svaki sudionik, uz (pretpostavljene) poteze ostalih, djeluje racionalno, a socijalni je rezultat – Nashova ravnoteža, ipak neučinkovit. Postoji opsežna stručna literatura o tome kako se te “razvojne zamke” mogu modelirati (v. Stiglitz i Hoff, 1999). Njih karakterizira višestruka (Nashova) ravnoteža, koja može biti rangirana na Paretoov način, a svaka od njih može biti neučinkovita prema Paretu u smislu da uvijek postoje neke intervencije koje, barem načelno, nekim pojedincima mogu pomoći, a da nikome ne naškode.

Situacija u kojoj sve veći broj aktera ne plaća svoje račune ima vlastitu dinamiku jer stalno rastući broj varalica, prema uvjetovanoj moralnosti (iako ona nije nužan preduvjet) proizvodi sve više varalica. Pitanje je, naravno, kako izići iz loše ravnoteže i prijeći u dobru.

Modeli višestruke ravnoteže impliciraju intervencije koje mogu utjecati na “izabranu” ravnotežu. Navest ćemo nekoliko primjerenih intervencija u toj situaciji:

Za početak, država daje primjer (ne vara). Vrlo je važno da država na vrijeme podmiruje svoje račune, inače: a) ona stvara niz nepodmirenih obveza i b) s moralnog je stajališta vrlo teško da država potiče ispunjavanje ugovornih obveza ako ih ni sama ne ispunjava. Tom ćemo se pitanju vratiti kasnije.

Država znatno poboljšava ispunjavanje ugovornih obveza. To uvelike ovisi o općoj učinkovitosti i razini korumpiranosti države i pravnog sustava. U onom opsegu u kojemu se slabo ispunjavaju ugovorne obveze, stvaraju se i nepodmirene obveze smanjuju plasmani, a time i rast.

Uvođenje stranih igrača može znatno pomoći. Velika i ugledna strana poduzeća plaćaju na vrijeme i tako stvaraju razgranate mreže domaćih poduzeća koja se navikavaju na pravedno i pošteno poslovanje. Nova se kultura ponašanja postupno širi na cjelokupni poslovni sektor. To djeluje na isti način kao i zaraza negativnim ponašanjem, ali s drugačijim, tj. pozitivnim predznakom. Pritom se, međutim, domaća zemlja može suočiti s problemom što je starije: kokoš ili jaje - možda neće biti izravnih stranih ulaganja ako igra nije pravedna, a igri su potrebni strani igrači da bi postala pravedna.

I ponašanje sudionika u gospodarstvu uvelike je pod utjecajem borbe između širenja tzv. dobrih i loših vijesti. Kao što je jedanput istaknuo Stiglitz, u Silikonskoj dolini ljudi govore npr. o tome kako zaraditi novac pomoću inovacija. To potiče poduzetnike da usmjere sve svoje napore na tu djelatnost. Stoga nije čudno da ondje nastaju brojne inovacije. U Hrvatskoj je velik broj “poduzetnika” pružio primjer time što su izbjegavali platiti poreze, dobivali dobre poslove preko svojih političkih veza, korupcije i nezakonitih poslova. O tome se govorilo u vijestima. Nije čudno da je slijeđenje različitih uzora dovelo do različitih rezultata. Vrlo je, dakle, važno biti spreman iskoristiti taj “prozor mogućnosti” kako bi se narušila loša ravnoteža i kako bi se počeli proizvoditi pozitivni podaci odnosno širile dobre vijesti.

Slabo ispunjavanje ugovornih obveza i izostanak negativnih posljedica na ugled (koje obično prate malobrojne slučajeve slabe financijske discipline) glavni su uzročnici nepodmirenih obveza, iako bi ih različiti poticaji mogli ukinuti. Jedan od njih je npr.

tržišna cijena uzajmljivanja. Ako su kamatne stope visoke, kao što su u Hrvatskoj, nepodmirene obveze postaju privlačan izvor kratkoročnog financiranja. “Nedostatak financijske discipline” može također biti promatran kao asimetrija između poticaja za plaćanje domaćim i stranim kreditorima (asimetrično provođenje pravila između rezidenata i nerezidenata u nekim slučajevima, npr. u Rusiji, šteti nerezidentima, a u drugima, npr. u Hrvatskoj, šteti rezidentima).

Nadalje, meka proračunska ograničenja mogu biti bitna pri izboru tečajnog režima. U nedostatku (formalnih ili neformalnih) načina na koje se sudionici prisiljavaju na ispunjavanje ugovornih obveza, domaće dospjele obveze mogu čekati ako se to dužniku isplati. Primjerice, neto dužniku se isplati sada kupiti devize i povećati domaće nepodmirene obveze ako ne postoji prisila ili ako to neće imati negativne posljedice za njegov ugled. Svi kasne s plaćanjima - uvoznici, dužnici, pa čak i izvoznici, koji su potaknuti povećavati svoje domaće nepodmirene obveze tako dugo dok očekuju deprecijaciju (jer će kasnije za jednu jedinicu strane valute dobiti više jedinica domaće valute). Iz toga slijedi da čak i male promjene očekivane vrijednosti valute mogu dovesti do velikih poremećaja u domaćim plaćanjima ako su strana i domaća valuta bliski supstituti.

U kontekstu Grafikona 2. nedostatak financijske discipline ili ozbiljno narušavanje ugleda zbog kašnjenja u plaćanju pomiču crtu RR još više unutra, tako da je uz danu kvalitetu bankarskog nadzora i stupanj supstitucije valute optimalna fleksibilnost tečaja u zemlji u kojoj se slabo ispunjavaju ugovorne obveze još manja. Velike promjene tečaja mogu imati negativne posljedice na domaća plaćanja. Suprotno tome, fiksni je tečaj ipak teže održati u zemlji u kojoj postoje meka proračunska ograničenja jer su nepodmirene obveze lagane i jeftina kreditna linija za domaći spekulativni napad na valutu. Teško je znati je li financijska delinkvencija u pojedinoj zemlji takva da zahtijeva veću ili takva da zahtijeva manju fleksibilnost tečaja. U svakom slučaju, financijska delinkvencija otežava odabir monetarnog režima.

7. Fiskalna politika: povratak neugodnoj monetarističkoj aritmetici?

Hrvatska financijska (bankarska) krhkost pokazala je da dobra fiskalna politika nije ni nužan ni dovoljan preduvjet za sprječavanje previranja u financijskom sustavu. To je već odavno utvrđeno (Diaz-Alejandro, 1985). Uspjesi i propasti u privatnome, tj. bankarskom sektoru (ne u onom dijelu koji je u vlasništvu države) su zapravo bili glavni pokretači gospodarskog razvoja u drugoj fazi tranzicije. Priljevi privatnog kapitala bili su primarni izvor financiranja rasta domaće potražnje i deficita na tekućem računu koji su se pojavili 1995.–1999. Omjer rasta vanjskog duga javnog sektora prema deficitu na tekućem računu platne bilance (kao način mjerenja izravne uloge državnog sektora u širenju jaza tekućeg računa) dosegno je maksimum (najveću dubinu) od 22,4 posto 1997. godine. Taj je omjer bio samo 11,1 posto u prvoj godini kad se pojavio deficit na tekućem računu platne bilance (1995), što potvrđuje činjenicu da je ponašanje privatnog sektora bio glavni razlog apsorpcije “strane štednje”²¹.

Fiskalni je deficit bio malen u drugoj fazi tranzicije (Tablica 13), tako da je omjer javnog duga prema BDP-u ostao manje-više konstantan. U 1994. i 1998. ostvareni su

fiskalni suficiti (konsolidirana je središnja država) u iznosu od 1,6 odnosno 0,7 posto BDP-a, dok je u razdoblju 1995.–1997. fiskalni deficit bio prosječno 0,9 posto BDP-a godišnje. Domaći javni dug uglavnom je porastao zbog sanacije banaka. Usprkos tim okolnostima, domaći je javni dug od 1994. u padu. Prosječna godišnja vrijednost neto povrata domaćega javnog duga iznosila je 0,8 postotnih bodova BDP-a. Jedina je iznimka bila 1995. tijekom koje je domaći dug rastao umjerenom stopom od 0,1 postotna boda BDP-a, ali to je bila godina u kojoj je Hrvatska gotovo potpuno oslobođena.

Glavni razlog naglog pada domaće zaduženosti države jest kamatni diferencijal. Država je povećala svoja zaduženja u inozemstvu jer je vani kamatna stopa bila znatno niža. Uz ostale razloge, domaće su kamatne stope bile više zbog očekivane deprecijacije. Država je zamijetila da su inozemni kamatni troškovi niži od onih u Hrvatskoj jer nije dijelila očekivanja domaćega privatnog sektora vezana za tečaj (država je očekivala jaču valutu). Zbog toga se domaći javni dug smanjivao, a vanjski je rastao. Prosječni godišnji rast novoga javnog duga nerezidentima u razdoblju od 1994. do 1998. iznosio je 0,9 posto BDP-a. Podaci u tablici 13. upućuju na činjenicu da je 1997. godine zabilježen najveći rast državne neto inozemne zaduženosti u iznosu od 2,5 posto BDP-a (22,4 posto deficita na tekućem računu). Te su godine vodeće agencije za određivanje kreditnog rejtinga Hrvatskoj dodijelile investicijski rejting, a to je, naravno, olakšalo pristup inozemnom financiranju.

Posljedica toga je da su hrvatski financijski instrumenti sada u rukama inozemnih investitora, dok je domaće tržište za javni dug ostalo uglavnom nerazvijeno. Ipak je iz toga proizišlo i nešto dobro. Mijenjanje strukture financiranja u korist inozemnih izvora dovelo je do utiskivanja (engl. crowding-in) domaćih ulaganja. Udio potraživanja od države u ukupnoj se aktivni banaka smanjio s 42,2 posto 1993. na 16,1 posto krajem 1998.

Zbog toga su kreatori fiskalne politike djelovali kako bi kontrolirali javni dug, što je rezultiralo utiskivanjem ulaganja privatnog sektora. Oni ipak nisu djelovali jednako i na opću fiskalnu politiku. Zapravo, iako je bila vrlo učinkovita u mikroekonomskoj sferi (s obzirom na uklanjanje problema s porezom - npr. uvođenje PDV-a s jedinstvenom stopom umjesto poreza na promet s različitim stopama ili poboljšana naplata poreza), fiskalna se politika nije uspjela prilagoditi trendovima u realnom sektoru.

Pažljivije promatranje prihoda i rashoda pokazuje da je gospodarstvo pod velikim fiskalnim opterećenjem, što je obilježje gotovo svih naprednih tranzicijskih gospodarstava (Faulend i Šošić, 1999). Nadalje, brojevi navedeni u Tablici 13. predložuju specifičan problem rastućega fiskalnog opterećenja. U tom smislu kritične su godine bile 1995. i 1998. Realna stopa rasta rashoda je 1995. i 1998. očito bila u neskladu s rastom realne proizvodnje. Te dvije godine bile su razdoblje brzog rasta omjera javne potrošnje prema BDP-u (4,3 postotna boda BDP-a 1995. i 2,6 postotna boda BDP-a 1998). Rastuće fiskalno opterećenje bilo je povezano s kretanjem od suficita od 1,6 posto BDP-a 1994. do deficita od 0,9 posto BDP-a 1995. To znači da se fiskalna ekspanzija odrazila ne samo rastućim udjelom javne potrošnje u BDP-u, već i pogoršanjem fiskalne bilance za 2,5 postotna boda BDP-a od 1994. do 1995. Glavni razlozi takve promje-

21 "Strana štednja" ovdje je napisana u navodnicima jer su priljevi u početku bili uglavnom zasnovani na repatrijaciji devizne štednje stanovništva i dijaspor. (Vidjeti odjeljak u kojemu se govori o bankama i priljevima kapitala.)

ne fiskalne politike bile su uspješne vojne akcije kojima je 1995. oslobođen hrvatski teritorij.

Promjena do koje je došlo 1998. znatno se razlikovala od promjene koja se dogodila 1995. jer se (a) ona dogodila u razdoblju mira i (b) nije bila povezana s rastućim deficitom. Naprotiv, promjena BDP-a od +2 postotna boda pojavila se između 1997. i 1998. (od deficita od 1,3 posto 1997. do suficita od 0,7 posto 1998). U usporedbi s 1997. omjer rashoda prema BDP-u povećao se za 2,6 postotna boda, ali je omjer prihoda prema BDP-u porastao znatno više, tj. za 4,7 postotna boda. Ta velika promjena bila je povezana s uvođenjem PDV-a 1. siječnja 1998. Porezom na dodanu vrijednost ostvareni su prihodi koji su znatno premašivali prihode predviđene početnim planom proračuna, tako da je krajnji ishod javne potrošnje u 1998. bio 4 milijarde kuna (3 posto BDP-a) veći od očekivanoga prije uvođenja novog poreznog sustava²². Prihodi od PDV-a veći od očekivanih bili su glavnim razlogom revizije proračunskog plana, napravljene sredinom 1998. Umjesto da se iskoristi mogućnost snižavanja visokih poreza na dohotke, revizijom je povećana potrošnja.

Glavni uzroci pogrešaka u planiranju proračuna nisu bili vezani samo za Ministarstvo financija već su bili povezani i s (a) pomutnjom između rasta dodane vrijednosti i likvidnosnog učinka uvođenja PDV-a do koje je došlo kod političara koji su odmah vidjeli priliku da ostvare ambiciozne planove potrošnje, (b) neuspjelim usklađivanjem fiskalne politike s usporavanjem rasta u drugoj polovici 1998., što je također povezano s (a).

Pomutnja između rasta dodane vrijednosti i likvidnosnog učinka uvođenja PDV-a nastala je kad su javni prihodi, neposredno nakon uvođenja novoga poreznog sustava, zabilježili nominalne stope rasta veće od 40 posto u usporedbi s prethodnom godinom. Svi su znali da će sustav PDV-a smanjiti poreznu evaziju, povećati poreznu disciplinu i dovesti do početnoga pozitivnog likvidnosnog učinka, ali nitko nije mogao izračunati točne brojke i pripisati im specifične uzroke. Nadalje, hrvatsko Ministarstvo financija po tradiciji se uplelo u opasnu igru političke ekonomije time što je za svaku godinu objavilo svoje projekcije rasta zajedno s planom proračuna. Stoga je u studenome svake godine, kad se plan proračuna šalje na razmatranje Saboru, započinjala javna rasprava o razini i rastu BDP-a, obično s ciljem da Vlada objavi kako je realni rast planiranih prihoda niži od očekivanoga realnog rasta proizvodnje. To je bio “politički dinamit”. Mishkin (1999., str. 37) općenito o tom problemu kaže: *Takve objave su vrlo problematične jer su procjene potencijalnog rasta BDP-a vrlo neprecizne i mijenjaju se tijekom vremena. Objavljivanje specifičnih brojki potencijalnog rasta BDP-a može upućivati na sigurnost koju kreatori politike možda stvarno nemaju i može dovesti do toga da javnost pogrešno vjeruje kako je ta procjena zapravo točno određeni cilj potencijalnog rasta BDP-a.*

Naknadni pogled na podatke pokazuje da je omjer prihoda prema BDP-u bio iznimno stabilan s obzirom na probleme mjerenja BDP-a i činjenicu da je Hrvatska država u kojoj je bio rat. Nije bilo realno očekivati da će se fiskalni udio u BDP-u naglo

22 Do početnog likvidnosnog učinka došlo je zato što se PDV plaćao prvi put. Sudionicima na tržištu bilo je potrebno neko vrijeme da nauče održavati likvidnost na optimalnoj razini u PDV okruženju. Na primjer, prvi je put uvedeno plaćanje PDV-a na uvoz, a sudionicima na tržištu trebalo je neko vrijeme da zatraže povrat PDV-a.

smanjiti tijekom obnove, rekonstrukcije i konsolidacije fiskalne administracije u mirnodopskim uvjetima. Smanjenjem vojne i policijske potrošnje (čiji je udio i dalje vrlo velik) nisu se mogli nadoknaditi troškovi iznimno nužne stabilne i učinkovite javne administracije tijekom razdoblja mira. Njime se također nisu mogli nadoknaditi zahtjevi za porastom plaća zasnovani na želji da se dosegnu predratne razine potrošnje.

Zahtjevi javnosti uglavnom su se odrazili u zahtjevima za rastom plaća državnih službenika, kao i u zahtjevima za povećanjem mirovina. Nadalje, broj novozaposlenih državnih službenika stalno je rastao. Ti su zahtjevi bili izrazito poticani iznimno velikim prihodima od PDV-a na početku njegove primjene, kao i velikim očekivanim BDP-om koje je objavilo Ministarstvo financija. Dva izvanproračunska fonda – mirovinski i zdravstveni – počeli su bilježiti sve veće deficite (koji su za sve izvanproračunske fondove porasli s 1,1 posto BDP-a 1994. na 6,5 posto BDP-a 1998). Ti su deficiti bili pokriveni većim suficitima proračuna središnje države (suficiti su porasli s 2,8 posto BDP-a 1994. na 7,1 posto BDP-a 1998).

Iako je u Hrvatskoj postalo iznimno popularno kritizirati državne dužnosnike zbog luksuza, bilo je vrlo nepopularno upozoravati na izvanproračunske fondove kao na glavne izvore fiskalnih problema jer bi to značilo postavljanje teških pitanja: Možemo li si mi priuštiti sadašnju razinu državnih zdravstvenih usluga? Možemo li si priuštiti tako velike mirovine za tako velik broj ljudi, posebice za određene grupe s vrlo velikim mirovinama?²³ Ta su pitanja bila jednako neugodna i za stranku na vlasti i za opoziciju.

Ponovimo, 1998. godine zabilježen je najveći porast deficita izvanproračunskih fondova. To je bila popratna pojava uspješnog uvođenja PDV-a, koji je doveo do općeg osjećaja da država na raspolaganju ima goleme količine novca. Sve je to potaknulo utruku za sredstvima u kojoj su sudjelovala različita ministarstva, lobiji i sindikati javnog sektora.

Zbog toga je uvođenje PDV-a bilo neusporedivo najvažniji događaj u nedavnoj fiskalnoj povijesti Hrvatske. U Hrvatskoj nije postojala politička snaga koja je mogla spriječiti veliki porast državne potrošnje kad su nakon uvođenja novoga poreznog sustava prihodi počeli rasti iznad očekivanja. Nerealni zahtjevi za povećanjem plaća i mirovina trajno su smanjili opseg javnih ulaganja i dodatno produbili ionako duboki jaz između proračunskog suficita središnje države i deficita izvanproračunskih fondova. Fiskalni prihodi i rashodi, koji su dio BDP-a, povećali su se 1998., a država je izgubila sposobnost usklađivanja fiskalne politike s ciklusom. Propuštena je dobra prilika da se umjesto povećanja državne potrošnje smanje visoki izravni porezi na plaće.

Kad je početkom 1998. usporen rast BDP-a i kad je kasnije (u posljednjem tromjesečju 1998) BDP počeo padati (Grafikon 8), država nije imala manevarskog prostora za nadoknadu manjih prihoda. Velike su se nade nastavile tijekom procesa planiranja proračuna za 1999. jer je Vlada svoj plan proračuna zasnovala na rastu realne proizvodnje od 5 posto, što se uskoro, osobito nakon što je u ožujku 1999., započela NATO-va vojna intervencija u Jugoslaviji, pokazalo nereálnim. Rashodi su se, međutim, nastavili ostvarivati prema planu, tako da se u posljednjem tromjesečju 1998. i prvom tromjesečju 1999. pojavio veliki deficit (Grafikon 9). Valuta je deprecirala, a realna se

23 Korisnici mirovinskog sustava čine 23 posto stanovništva.

proizvodnja nastavila smanjivati dokazujući da kratkoročno ne postoji mogućnost za ekspanzionističku fiskalnu politiku koja bi djelovala kao stabilizacijski čimbenik. To je u skladu s ostalim empirijskim nalazima za zemlje u razvoju (Agenor, McDermott i Prasad, 1999), kao i s indikacijama da se prociklička narav fiskalnog deficita može pojaviti u recesiji²⁴ zbog istiskivanja (engl. crowding-out) u zemljama s uskim i plitkim financijskim tržištima: *Druga je mogućnost da zaoštavanje državnih financija dovede do povećanja rasta buduće proizvodnje pomoću, npr. "utiskivanje" privatnih ulaganja i da signalizira buduću stabilnost domaće makroekonomske politike, time ujedno potičući inozemna ulaganja* (Agenor, McDermott i Prasad, 1999., str 12).

O ostalim razlozima takvih učinaka fiskalne politike u Hrvatskoj već smo opširno govorili u ovom radu: nepodmirene obveze i nedostatak kredibilnosti. Hrvatsko iskustvo pokazuje da oni mogu²⁵ imati znatan učinak na tranziciju.

Pokazali smo da s obzirom na postojeće slabo poštovanje ugovornih obveza očekivana deprecijacija tečaja može dovesti do gomilanja nepodmirenih obveza. Jedan od mogućih kanala djelovanja ekspanzionističke fiskalne politike na takav način u trenutku kad je gospodarstvo već u recesiji jest da ona dovede do deprecijacije tečaja, povećanja nepodmirenih obveza i, susljedno tome, gubitka kredibilnosti, ulaganja i proizvodnje. Nužan preduvjet da fiskalna ekspanzija ima takve negativne posljedice jest da deficit bude barem djelomično financiran iz domaćih izvora (inače priljev deviza financira deficit i nema izravnog razloga za deprecijaciju valute). Drugi izravni kanal utjecaja jest onaj preko nepodmirenih državnih obveza. Država koja ne može smanjiti rashode i udovoljiti kreditnim obvezama izdavanjem duga na domaćem ili na inozemnim tržištima ima samo dvije mogućnosti: povećati dug kod središnje banke ili gomilati nepodmirene obveze. Gomilanje nepodmirenih državnih obveza vodi gubitku fiskalne kredibilnosti i padu povjerenja, uz vjerojatan negativni učinak na očekivanja, ulaganja i rast. Povećavanje duga kod središnje banke bez ograničenja vodi gubitku opće (i fiskalne i monetarne) kredibilnosti i inflaciji, ponovno uz vjerojatni negativni učinak na očekivanja, ulaganja i rast. Vjerojatno je jedina razlika između ta dva scenarija to da je kredibilnost u potpunosti izgubljena prema drugom scenariju, dok prema prvome središnja banka donekle zadržava kredibilnost. Očuvanje kredibilnosti barem jedne institucije može kasnije, tj. nakon što se uskladi monetarna politika, pomoći oporavku. Nepodmirene državne obveze mogu u tom smislu biti protumačene kao znak snažne središnje banke, koja je preduvjet usklađivanja fiskalne politike.

Glede Hrvatske nije moguće reći znatno više o fiskalnoj politici u drugoj fazi tranzicije zbog nedostatka preciznih fiskalnih podataka na osnovi fakturirane realizacije (fiskalni se računi sastavljaju na osnovi naplaćene realizacije). Hrvatsko iskustvo ipak pokazuje da su se krajem 1998. i početkom 1999. istodobno zbili ovi događaji:

- (a) proizvodnja je bila u padu, valuta je gubila na vrijednosti, a fiskalni suficit koji se pojavio nakon uvođenja PDV-a krajem 1998. naglo se pretvorio u deficit;
- (b) nasumce odabrani podaci upućuju na činjenicu da su i nepodmirene državne obveze i nepodmirene obveze općenito tijekom istog razdoblja (druga polovica 1998) bile u porastu;²⁶

24 Povećanje deficita produbljuje recesiju.

25 Uloga fiskalne politike treba biti ispitana odgovarajućim statističkim tehnikama. Zbog toga se ovdje koristimo izrazom mogu.

- (c) država je poticala suviše optimistična očekivanja i odgađala usklađivanje naniže najavljujući visoke ciljeve rasta proizvodnje.²⁷

U Hrvatskoj su se nepodmirene državne obveze pojavile zbog toga što je snaga središnje banke bila djelomično ukorijenjena na Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci koji (a) određuje da je vrijednost valute primarni cilj središnje banke i (b) ograničava kredite odobrene državi na 5 posto godišnjih fiskalnih rashoda. Kad bi institucionalna pozicija središnje banke bila slabija, tj. kad bi fiskalna politika imala jasnu prevlast nad monetarnom, tada bi inflatorno financiranje bilo optimalno rješenje (Sargent i Wallace, 1981). Ipak, način na koji su zajedničke preferencije izražene u Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci čine monetarnu politiku moćnom u određivanju ograničenja slobodnog korištenja novca od strane fiskalne politike. Zapravo, u takvom zakonskom izboru možda postoji neka dugoročna kolektivna razboritost jer je zbog supstitucije valute potražnja novca u Hrvatskoj iznimno osjetljiva i na inflaciju i na deprecijaciju valute. Zbog toga je, dakle, potrebna vrlo visoka inflacija da bi se omjer emisijske dobiti (*seigniorage*) prema BDP-u znatno povećao, što vjerojatno znači da su za društvo u cjelini fiskalne dobiti od umjerenoga inflacijskog poreza mnogo manje od umjerenih troškova inflacije.²⁸

Zanimljivo je da u Hrvatskoj političkoj areni nikad nije došlo do klasičnog sukoba između fiskalne i monetarne politike. U ranim danima stabilizacije (1993/94) upravo je dobra fiskalna politika povećala manevarski prostor monetarne politike, za što zasluge treba pripisati fiskalnoj politici. Od 1994. do 1997. stavka neto kredita HNB-a državi bila je negativna. Nakon toga se u razdoblju 1998/99. pojavila potreba za fiskalnim usklađivanjem u trenutku kad je počela recesija. Ekspanzionistička fiskalna politika bila je isprobana kao sredstvo stabilizacije, ali se pokazala neuspješnom zato što je smanjenje aktivnosti bilo uvjetovano ponudom - prouzročenom velikim propastima poduzeća i s njima povezanih banaka za koje je bilo uobičajeno da vlasništvo i kontrola nisu bili odvojeni. To upućuje na zaključak da je fiskalno zaoštavanje (kako bi se potaknulo utiskivanje) bila ispravna politika u recesiji tranzicijskog tipa. Hrvatska to mora naučiti, ekonomisti to moraju dokazati i onda to znanje podijeliti s kreatorima politike. Nakon razdoblja sretne fiskalne i monetarne mješavine, zasnovane na općeprihvaćenoj spoznaji prednosti niske inflacije, došlo je vrijeme traženja nove općeprihvaćene spoznaje, ovog puta o brzini i znakovima primjerenih odgovora fiskalne politike u složenome makroekonomskom tranzicijskom okruženju.

26 Nasumce odabrani podaci upućuju na činjenicu da su se tijekom prve polovice godine nepodmirene obveze smanjivale, pa je bilo moguće da je prosinačka razina glavnine nepodmirenih obveza ostane nepromijenjena tijekom 1998.

27 Najave potencijalnog rasta općenito su potkopale kredibilnost jer su prouzročile konfuziju u vezi s režimom koji se doista primjenjuje u Hrvatskoj. Mnogo je vike nastalo zbog toga što su kreatori politike (ministar financija i guverner HNB-a) neformalno, ali javno objavili ciljanu inflaciju za cijelu godinu, a istodobno su naglašavali (relativnu) stabilnost tečaja. Zbog toga nikad nije bilo jasno je li režim ciljao inflaciju ili tečaj. Osim toga, Ministarstvo financija objavilo je rast nominalnog BDP-a!

28 Vidjeti Ghosh (1997) za dokaze vrlo velike inflacijske elastičnosti potražnje za novcem u tranzicijskim zemljama.

8. Međunarodna trgovina, izravna strana ulaganja i izolacija

Zajedno s BDP-om i plaćama (v. Grafikon 11) uvoz je tijekom rata bio smanjen zbog izrazito niske domaće potražnje. To je rezultiralo suficitom na tekućem računu tijekom većeg dijela ratnog razdoblja. Kad je rat završio, a primanja se povećala, uvoz je eksplodirao. Oživljavanje domaće potražnje, potaknuto poslijeratnom željom za nadoknađivanjem propuštenog, optimizmom potrošača i povećanim plaćama bilo je u 1997. nastavljeno otvaranjem banaka sektoru stanovništva. Krediti sektoru stanovništva te su se godine više nego udvostručili (počevši od relativno niske osnove), što je dodatno potaknulo domaću potražnju i pomoglo nastanku velikog deficita na tekućem računu u iznosu od 12,2 posto BDP-a. Osim toga, dva jednokratna događaja potaknula su velik porast uvoza - očekivanje uvođenja PDV-a i oslobođenje od carine odobreno ratnim veteranima i stanovništvu pogođenom ratom (Vujčić i Presečan, 1997). Nakon prestanka učinaka tih jednokratnih pojava i zaoštavanja monetarne politike, trend je obrnut i deficit na tekućem računu znatno je usklađen naniže, iako je i dalje ostao relativno visok²⁹. Sve tranzicijske zemlje osim Slovenije financiraju svoj razvoj deficitom na tekućem računu, što je poželjan način rješavanja privremenih problema gospodarstva u nastajanju. Ipak, gledano s komparativnog stajališta, Hrvatska je, uz Slovačku, zabilježila najveći vanjski deficit od svih naprednih tranzicijskih zemalja i treba, dakle, paziti na buduću održivost financiranja. Nije vjerojatno da deficit takve veličine može biti održavan u duljem razdoblju, a da se ne pojavi neka vrsta financijskih problema.

Znatno više od deficita na tekućem računu zabrinjava slaba uspješnost hrvatskog izvoza (Grafikon 4). Kad se usto u obzir uzmu učinci rata, uspješnost hrvatske trgovine prilično je razočaravajuća. U usporedbi s ostalim naprednim tranzicijskim zemljama, postaje vrlo očito da je hrvatski izvoz podbacio. Čak i kad je rat završio, a BDP počeo rasti, nije zabilježen rast izvoza koji bi bio usporediv s postignućima ostalih naprednih zemalja Srednje i Istočne Europe. Drugim riječima, znatni rast BDP-a u poslijeratnom razdoblju zasnivao se na ekspanziji domaće potražnje.

Raspad Jugoslavije, do kojega je došlo istodobno kad i do početka tranzicijskog razdoblja u Hrvatskoj, imao je dva međusobno suprotna učinka na hrvatsku otvorenost/trgovinu. S jedne strane, prema definiciji, on je učinio hrvatsko gospodarstvo otvorenijim jer je veći dio BDP-a (koji je prije bio razmjenjivan s bivšim jugoslavenskim republikama) postao dijelom međunarodne trgovine (što objašnjava velik rast izvoza prikazan u Grafikonu 4. i za Hrvatsku i za Češku, koja se u tom razdoblju odvojila od Slovačke). Usto, rat je odmah počeo negativno utjecati na hrvatsku trgovinu zbog prekidanja većine veza s istočnim dijelovima bivše zajedničke države koji su bili "prirodno" tržište za izvoz domaćih proizvođača (za razliku od slučaja baršunaste revolucije u Čehoslovačkoj, gdje su se te veze očuvale) i zbog toga što je gospodarstvo upalo u mnogo dublju recesiju nego što bi upalo da nije bilo rata.

Neki pokazatelji konkurentnosti hrvatskog izvoza upućuju na pogoršanje hrvatskoga relativnog izvoznog potencijala. Vujčić i Presečan (1997) koriste se Gru-

29 Ipak, ako se BDP uskladi naviše za raspon neslužbenoga gospodarstva, omjer deficita na tekućem računu prema BDP-u smanjuje se ispod razine utvrđene iskustvom, tj. ispod 5 posto.

ber-Lloydovim indeksom (GL indeks), a Kumar i Zaje GL indeksom i indeksima otkrivene komparativne prednosti (engl. Revealed Comparative Advantage, RCA) na nizu novijih podataka. Oba rada pokazuju da je integracija između grana hrvatskoga gospodarstva s EU-om znatno manja nego u ostalim naprednim zemljama CEFTA-e. U rasponu u kojemu je niža razina integracije između gospodarskih grana pokazatelj trgovinskog potencijala pojedinoga gospodarstva, gospodarska grana hrvatskog izvoza ne izgleda dobro. Rezultati primjene RCA također upućuju na relativno veliku sklonost hrvatskog izvoza sektorima s uporištem na radnoj snazi, dok je industrija zasnovana na resursima premalo zastupljena. Najveći negativni jaz koji se odnosi na vrijednost RCA, kao i na udio izvoza, zabilježen je u sektoru s uporištem na kapitalu, koji osim toga pokazuje jasnu negativnu tendenciju.

Treba upozoriti na činjenicu da je Hrvatska uvijek bila zemlja s trgovinskim deficitom, ali je mogla nadoknaditi većinu tog trgovinskog deficita suficitom od usluga (uglavnom turističkih). Bolji je pokazatelj relativne uspješnosti hrvatskog izvoza, dakle, izvoz robe i usluga.

U Grafikonu 5. uspoređuje se izvoz robe i usluga po stanovniku u 1997. U njemu relativna pozicija Hrvatske izgleda bolje, iako samo u odnosu prema baltičkim državama, te Bugarskoj i Makedoniji, jer Poljska i Rumunjska (čija je uspješnost izvoza u svakom slučaju slaba) nisu usporedivo mala i otvorena gospodarstva. Može se očekivati da će daljnje oživljavanje turizma povećati uspješnost izvoza. Vrlo je opasno, međutim, previše se oslanjati na turizam kao dominantnu izvoznju gospodarsku granu jer je to sektor relativno male dodane vrijednosti, a osim toga, osjetljiv je na širenje loših vijesti, što se pokazalo kao dosta nepovoljna okolnost u ovoj regiji. Udio turizma u prihodima po tekućem računu Hrvatske od svih zemalja EU-a usporediv je samo s Grčkom, što nije baš ohrabrujuće jer Grčka zaostaje za zemljama koje čine jezgru EU-a.

Nekoliko je razloga relativno razočaravajuće uspješnosti hrvatskog izvoza, a željeli bismo istaknuti one koji su prema našoj prosudbi najvažniji.

Turizam je bio žrtva rata i kasnije regionalne nestabilnosti. Izravan je zaključak da su rat i nestabilnost u regiji od početka tranzicijskog procesa imali izniman učinak na glavnu hrvatsku izvoznju gospodarsku granu. Mogućnosti oporavka i daljnjeg razvoja privredne grane turizma su velike, ali neće biti brzo ostvarene.

Izvoz je bio žrtva nedostatka trgovinskih sporazuma. Hrvatska je trgovina usmjerena prema EU kao svojem najvažnijem trgovinskom partneru (Tablica 10). Znatno se manje trguje s tržištima bivše Jugoslavije (uključujući i Sloveniju), a još manje s ostalim zemljama Srednje i Istočne Europe (ne uključujući Sloveniju). Nedavni rast izvoza "ostalim" zemljama rezultat je izvoza brodova u Liberiju.

U suprotnosti sa zemljama Srednje i Istočne Europe, koje su s EU-om potpisale sporazume o pridruživanju, udio hrvatske trgovine s EU-om postupno se smanjuje (Tablica 11).

Opseg isključenja Hrvatske iz trgovinskih sporazuma dobro je prikazan u Tablici 12. Nedostatak sporazuma o trgovinskoj suradnji na različite načine šteti hrvatskom izvozu: a) tarife s kojima se suočavaju hrvatski izvoznici općenito su više od onih koje vrijede za izvoznike iz ostalih zemalja Srednje i Istočne Europe, a razlika se s vremenom i povećava, b) pravilo podrijetla u zemljama EU-a i zemljama Srednje i Istočne Europe radi protiv hrvatskih izvoznika – mnogi su zbog tog pravila izgubili partnere

ili ih nisu mogli naći; c) strani investitori oklijevaju s ulaganjima u Hrvatsku sve dok ona ne potpiše sporazum o pridruživanju koji će dati jasan model trgovinskih odnosa s apsolutno dominantnim tržištem u regiji – onim EU-a.

Pristup izvoza ostalim tržištima Srednje i Istočne Europe također je zapriječen nedostatkom trgovinskog sporazuma Hrvatske s CEFTA-om (koji sam po sebi ovisi o sporazumu o pridruživanju EU).

Nedostatak izravnih stranih ulaganja. Ovo nas vodi do trećeg važnog razloga slabe uspješnosti hrvatskog izvoza – nedostatka izravnih stranih ulaganja. U stručnoj je literaturi jasno dokazano postojanje pozitivne veze između izravnih stranih ulaganja, uspješnosti izvoza i rasta tržišta u nastajanju, osobito tranzicijskih zemalja (v., npr. Stankovsky, 1996; Hoekman i Djankov, 1996; Borensztein i sur., 1994). Najočigledniji i najčešće spominjani primjer je Mađarska, koja je od svih tranzicijskih zemalja imala najviše izravnih stranih ulaganja (Grafikon 6) i koja od tada bilježi vrlo dobru uspješnost izvoza. Otprilike osamdeset posto njezina ukupnog izvoza ima podrijetlo u izravnim stranim ulaganjima. Pozitivan učinak izravnih stranih ulaganja na izvoz nije karakterističan samo za gospodarstva u nastajanju već i za zemlje OECD-a. Među zemljama EU-a dobro su poznati primjeri Irske i Portugala (v. npr. Walsh, 1996).

U usporedbi s ostalim naprednim zemljama Srednje i Istočne Europe, Hrvatska je imala relativno malo izravnih stranih ulaganja. Glavni su razlozi bili sljedeći: rat i cjelokupna politička situacija u regiji, nedostatak trgovinskih sporazuma s EU-om i CEFTA-om i zaštita postojećih interesa unutar zemlje.

Osim toga, u drugoj su se fazi tranzicije znatno povećali troškovi rada. Kao i nezaposlenost/zaposlenost, plaće su uglavnom odražavale glavne trendove realnog sektora tijekom tranzicijskog procesa (Grafikon 10). Najprije je početkom devedesetih došlo do velikog smanjenja aktivnosti, pri čemu su realne plaće u prvom tromjesečju 1993. došle do dna i iznosile su samo 28 posto predratnih. To je više bilo posljedica rata no tranzicije. Samo rat može dovesti do toga da ljudi prihvate tako dramatičan pad životnog standarda. Oporavak se ubrzao nakon uspješnog početka stabilizacijskog programa u listopadu 1993. Faza brzog dostizanja ostalih potrajala je do sredine 1995. Trenutačno samo Slovenija ima veće plaće (izraženo u dolarima) od Hrvatske, što znači da je hrvatska radna snaga relativno skupa u usporedbi s onom ostalih zemalja Srednje i Istočne Europe, što je samo po sebi djelomičan, iako svakako ne i primaran, razlog za izostanka izravnih stranih ulaganja.

9. Zaposlenost, nezaposlenost i strukturne promjene

Zaključni odjeljak rada posvećen je onome što čini bit tranzicije – preraspodjeli resursa.

Tranzicijska priča hrvatske proizvodnje slična je tipičnoj U-krivulji primijećenoj i u ostalim zemljama (Grafikon 11). Važna je razlika da je za Hrvatsku točka pregiba bila niža nego za ostale tranzicijske zemlje (osim Bugarske) jer je u Hrvatskoj tranzicija koincidirala s ratom. To Hrvatsku čini, uz Bosnu i Hercegovinu na koju se to odnosi još više, jedinstvenim primjerom zemlje Srednje i Istočne Europe koja je tijekom prve faze tranzicije bila u ratu.

Slika zaposlenosti/nezaposlenosti točno odražava kretanja proizvodnje, što je vrijedilo i za ostale tranzicijske zemlje Srednje i Istočne Europe,³⁰ osim Češke.³¹

Kao i u drugim tranzicijskim zemljama, nezaposlenost je nakon početka tranzicijskog procesa vrlo brzo porasla. Za Hrvatsku, međutim, postoje dva specifična obilježja. Prvo, za razliku od ostalih tranzicijskih zemalja (osim bivše Jugoslavije), službeno registrirana nezaposlenost u Hrvatskoj je postojala znatno prije početka tranzicijskog procesa. Drugim riječima, samo je dio nezaposlenosti bio prikriven; ostatak je već bio problem službeno registrirane nezaposlenosti na početku tranzicije. Neposredno prije početka tranzicije, 1990. godine, stopa nezaposlenosti u Hrvatskoj već je bila 9 posto. Imajući na umu da ukupna nezaposlenost nije bila prikrivena, početni učinak tranzicije na stopu nezaposlenosti bio je manji nego u ostalim zemljama.

Drugo, za razliku od ostalih tranzicijskih zemalja, Hrvatska je prvih godina tranzicije bila u ratu, što je prouzročilo dublju recesiju nego što bi bila da rata nije bilo. S obzirom na to da je rat pridonio padu gospodarske aktivnosti početkom devedesetih, rast nezaposlenosti bio je veći no što bi bio zahvaljujući samo početku tranzicijskog procesa.

S obzirom na to da se ta dva obilježja donekle međusobno poništavaju, uobičajeni rast nezaposlenosti pojavio se tijekom prvih godina tranzicije. Ipak, i to ponajviše zbog rata, rast je bio veći nego u ostalim zemljama Srednje i Istočne Europe (Grafikon 12).

Nedostatak pouzdanih podataka ne dopušta nam donošenje preciznih zaključaka o razini/trendu nezaposlenosti u Hrvatskoj. Istraživanje o radnoj snazi zasnovano na metodologiji Međunarodne organizacije rada prvi je put provedeno 1996. Prije toga nije postojao pouzdan izvor statističkih podataka o tržištu rada, djelomično je to uzrokovano time što je do 1995. gotovo trećina teritorija bila doslovce pod vojnom okupacijom, a djelomično zato što je Državni zavod za statistiku, koji je točno zabilježio nestanak staroga socijalističkog sektora, bio mnogo manje učinkovit u bilježenju podataka o pojavi malih i srednjih poduzeća i zaposlenosti u njima. Registar nezaposlenosti je, osim toga, obavljao mnoge funkcije socijalne države. To je rezultiralo time da su statistički podaci o zaposlenosti bili previše umanjeni, a podaci o nezaposlenosti previše uvećani.

Ovo se može zorno prikazati usporedbom podataka o stopi nezaposlenosti zabilježenih u uredima za zapošljavanje s onima dobivenim pomoću međunarodno usporedivog istraživanja o radnoj snazi zasnovanom na metodologiji Međunarodne organizacije rada. Ta dva izvora daju vrlo različite slike o nezaposlenosti u Hrvatskoj.

Stopa nezaposlenosti zabilježena u uredima za zapošljavanje znatno je viša³² od prosječne nezaposlenosti u zemljama Srednje i Istočne Europe nego stopa dobivena metodologijom Međunarodne organizacije rada.³³ Bez obzira na izvor, problem nezaposlenosti je ozbiljan i, što je još važnije, u porastu. Rješavanje tog problema neće biti lako. Velik dio nezaposlenosti strukturno je ukorijenjen, iako regulativa tržišta rada

30 Kad u ovom radu spominjemo zemlje Srednje i Istočne Europe, uglavnom mislimo na zemlje koje su s EU-om sklopile sporazume o pridruživanju.

31 Ne čini se da je rast nezaposlenosti zaobišao Češku već da je on samo odgođen. Mnogi analitičari to pripisuju zakašnjoj rekonstrukciji u toj zemlji.

32 To je ponajprije zbog toga što se mnogi ljudi registriraju kako bi dobili socijalne naknade ili naknade vezane za rat.

ne sprečava fleksibilnost u onom opsegu u kojem je to slučaj u EU, tako da se prevelika krivnja ne smije pripisati tom uobičajenom uzroku. Bit će, međutim, važno ne dopustiti da se ni u budućnosti ne uvedu kruta pravila na tržištu rada, osobito nakon što se ubrza proces povezivanja s EU-om.

Strukturna obilježja većeg dijela problema nezaposlenosti nisu iznenađujuća, s obzirom na brzinu strukturnih promjena u prvoj fazi tranzicije.

Strukturne promjene hrvatskog tržišta rada bile su obilježene relativno brzim promjenama strukture zaposlenosti koje su se kretale u poželjnom smjeru. Kao što je pokazao Vujčić (1998), u usporedbi s ostalim tranzicijskim zemljama, Hrvatska je bila najuspješnija s obzirom na brzinu i smjer strukturnih promjena³⁴ tijekom ranih godina tranzicijskog procesa. Proces restrukturiranja tržišta rada ipak je uglavnom bio posljedica nestanka radnih mjesta u sektorima s velikom prikrivenom nezaposlenošću, a ne posljedica otvaranja novih radnih mjesta u sektorima s velikim potencijalom rasta. Tržište radne snage uglavnom je odražavalo kretanja u realnom sektoru. To se, naravno, moglo očekivati jer potražnja radne snage jednostavno proizlazi iz potražnje robe i usluga koje ona proizvodi.

Izraženo postocima, sektori u kojima je došlo do najvećeg gubitka radnih mjesta bili su industrijska proizvodnja, u kojoj je zaposlenost gotovo prepolovljena, i poljoprivreda, u malo manjem opsegu. Ipak, kako je ukupna zaposlenost znatno smanjena (djelomično zbog ratom prouzročenog smanjenja broja stanovnika), udio poljoprivrede u ukupnoj se zaposlenosti samo neznatno smanjio, dok se udio industrijske proizvodnje smanjio malo više (Grafikoni 13-16). Nestanak nekih radnih mjesta bio bi još uvijek dobrodošao jer je sadašnja razina zaposlenosti također odražena i u opsegu nepodmirenih obveza (meka proračunska ograničenja) i/ili otvorenim subvencijama, čiji je udio u proračunu u stalnom porastu.

Neki od radnika koji su izgubili posao u proizvodnom sektoru vratili su se poljoprivredi kao primarnoj djelatnosti, što je pridonijelo manjem smanjenju udjela poljoprivrede u ukupnoj zaposlenosti bilo manje od željenoga. Zanimljivo je da je u nekim zemljama – Rumunjskoj, Poljskoj i Bugarskoj, ista pojava, čini se, rezultirala stvarnim porastom udjela poljoprivrede u ukupnoj zaposlenosti.

Suprotno tome, udio usluga, a one su tradicionalno bile dobro razvijene u Hrvatskoj, povećan je još više. Dvije grane u kojima je zabilježen najveći porast zaposlenosti od početka tranzicije jesu trgovina i financije. Ta dva sektora ostaju i u budućnosti najveći potencijali za zapošljavanje, jer je njihov udio u ukupnoj zaposlenosti znatno manji od uobičajenoga za gospodarstva OECD-a. Morat će doći do znatnije preraspodjele resursa, a to i jest bit tranzicije.

Ako se želi smanjiti stopa nezaposlenosti, veći dio strukturnih promjena u sljedećoj fazi treba biti usmjeren stvaranju radnih mjesta, a ne njihovu nestanku, što je obilježilo prve dvije faze tranzicije.

33 Pojavljuje se, međutim, pitanje potpune usporedivosti podataka dobivenih istraživanjem prema metodologiji Međunarodne organizacije rada. U Hrvatskoj je 1997. istraživanje tom metodologijom provedeno u lipnju, a to je mjesec u kojemu je stopa nezaposlenosti zbog sezonskih čimbenika nešto niža od prosječne.

34 Željeni dugoročni cilj strukturne promjene definiran je sukladno zaposleničkoj strukturi zemalja EU-a.

Literatura

- Anušić, Z. (1994), *Ekonometrijska ocjena osnovnog ravnotežnog tečaja hrvatske kune*, Privredna kretanja i ekonomska politika (33), str. 20-38.
- Anušić, Z., Rohatinski, Ž. i Šonje, V., ur. (1995), *Put u nisku inflaciju: Hrvatska 1993-1994*, Zagreb, Vlada Republike Hrvatske.
- Agenor, P-R, McDermott, J.C. i Prasad, E. (1999), *Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts*, MMF Working Paper, 99/35.
- Axelrod, R. M. (1984), *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books
- Babić, M., Jurković, P. i Šonje, V. (1999), *Banking System Development in Croatia*, The Zagreb Journal of Economics, 3(3), str. 75-113.
- Balino, T. J. T., Bennett, A., Borensztein, E. i sur. (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, MMF Occasional Paper, br. 171.
- Basu, K. (1999), *On the Goals of Development*, rad prezentiran na konferenciji Future of Development Economics in Perspective, Dubrovnik.
- Barro, R. J. i Gordon, D. B. (1983), *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, Journal of Political Economy, 91(4), str. 589-610.
- Begg, D. H. (1996), *Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Lessons After Half a Decade of Transition*, MMF Working Paper, 108/96.
- Borensztein, E., DeGregorio, J. i Wha-Lee, J. (1994), *How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?*, MMF Working Paper, 110/1994.
- Caprio, G. Jr. i Klingebiel, D. (1996), *Bank Insolvencies: Cross Country Experience*, World Bank Working Paper, 1620.
- Hrvatska narodna banka (1991), *Godišnje izvješće*, Zagreb, HNB.
- Hrvatska narodna banka (1997), *Istraživanja Hrvatske narodne banke*, br. 5, Zagreb, HNB.
- Demirguc-Knut, A. i Detragiache, E. (1998), *The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries*, MMF Staff Papers, 45(1).
- Diaz-Alejandro, C. (1985), *Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash*, Journal of Development Economics, 19, str. 1-24.
- Duck, N. (1993), *Some International Evidence on the Quantity Theory of Money*, Journal of Money, Credit and Banking, 25(1), str. 1-12.
- Dziobek, C. i Pazarbasioglu, C. (1997), *Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries*, MMF Working Paper, 97/161.
- Faulend, M. i Šošić, V. (1999), *Uravnoteženost proračuna, inflacija i ekonomski rast u tranzicijskim zemljama*, HNB, u rukopisu.
- Frydl, E. J. (1999), *The Length and Cost of Banking Crises*, MMF Working Paper, 99/30.
- Ghosh, A. R. (1997), *Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?*, MMF Working Paper, 97/80.
- Ghosh, A. R., Gulde, A-M., Ostry, J. D. i Wolf, H. C. (1997), *Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?*, NBER Working Paper, 5874.
- Guidotti, P. i Rodriguez, C. (1992), *Dolarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?*, MMF Staff Papers, 39, str. 518-544.
- Hausmann, R., Gavin, M., Pagges-Serra, C. i Stein, E. (1999), *Financial Turmoil and the Choise of the Exchange Rate Regime*, Inter-American Development Bank, Working Paper.
- Hellman, T., Murdock, K. i Stiglitz, J. (1998), *Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?*, World Bank (u rukopisu).
- Hoekman, B. i Djankov, S., (1996), *Intra-Industry Trade, Foreign Direct Investments and the Reorientation of East European Exports*, CEPR discussion paper, 1377.
- Jankov, Lj. (2000), *Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice*, Pregledi, br. 2, Hrvatska narodna banka.
- Kaminsky, G. L. i Reinhart, C. M. (1996), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, International Finance Discussion Paper, 544, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kraft, E. (1999), *Croatia's Second Banking Crises, Third International Conference on Enterprise in Transition*, svibanj, Split, Hrvatska.

- Kumar, A. i Zajc, K. (1999), *Selected Integration Potential Indicators for Slovenia and Croatia*, rad prezentiran na konferenciji Economic System of the EU and Adjustment of the Republic of Croatia, Rijeka.
- Kydland, F. E. i Prescott, E. C. (1977), *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy*, 85(6), str. 473–491.
- Lindgren, C.-J., Garcia, G., Saal, M. I. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, MMF, Washington D.C.
- Lovegrove, A. (1998), *The Bank Rehabilitation Programme in Croatia*, Leatherhead, Glendale Consulting Limited.
- McKinnon, R. i Pill, H. (1995), *Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome*, Stanford University (u rukopisu).
- Menu, D. (1999), *Macroeconomic Stability in the Economy and Confidence and Trust in the Banking System*, prezentacija za Third Annual Conference, "Croatian Money Market," svibanj 1999, Zagreb.
- Mishkin, F. S. (1999), *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*, NBER Working Paper, 6965.
- Romer, D. (1993), *Openness and Inflation: Theory and Evidence*, *Quarterly Journal of Economics*, 108(4), str. 869–903.
- Sahay, R. i Vegh, C. (1995), *Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications*, MMF Working Paper, 95/96.
- Sargent, T. J. i Wallace, N. (1981), *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, str. 1–17.
- Schwartz, A. J. (1973), *Secular Price Change in Historical Perspective*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 5(1), str. 243–269.
- Stankovsky, J. (1996), *The Role of FDI in Eastern Europe*, *Austrian Economic Quarterly*, 2.
- Stiglitz, J. i Hoff, K. (1999), *Modern Economic Theory and Development*, rad prezentiran na konferenciji Future of Development Economics in Perspective, Dubrovnik.
- Šonje, V. (1994), *Utjecaj promjenjive rigidnosti cijena na ravnotežni nominalni tečaj hrvatske kune*, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 34, str. 22–34.
- Šonje, V. i Škreb, M. (1995), *Exchange Rate and Prices in a Stabilization Program: The Case of Croatia*, First Dubrovnik Conference on Economies in Transition, lipanj, Dubrovnik, također i u: Blejer, M. i Škreb, M., ur. (1997), *Macroeconomic Stabilization in Transition Economies*, Cambridge, Cambridge University Press, str. 212–233.
- Šonje, V., Kraft, E. i Dorsey, T. (1996), *Monetary and Exchange Rate Policy, Capital Inflows and the Structure of the Banking System in Croatia*, Second Dubrovnik Conference on Economies in Transition, lipanj, Dubrovnik, također i u: Blejer, M. i Škreb, M. (1999), *Financial Sector Transformation: Lessons from Economies in Transition*, Cambridge, Cambridge University Press, str. 237–265.
- Vegh, C. (1989), *The Optimal Inflation Tax in the Presence of Currency Substitution*, *Journal of Monetary Economics*, 24, str. 139–146.
- Vujčić, B. (1998), *Structural Change in the Croatian Labour Market*, *Zagreb Journal of Economics and Business*, 2.
- Vujčić, B. i Presečan, T. (1997), *Current Account Deficit in Croatia: Is There a Problem?*, Third Dubrovnik Conference on Economies in Transition, lipanj, Dubrovnik, također i u: Blejer, M. i Škreb, M. (1999).
- Wagner, H. (1998), *Central Banking in Transition Countries*, MMF Working Paper, 126/98.
- Walsh, B. (1996), *Stabilization and Adjustment in a Small Open Economy: Ireland, 1979–95*, *Oxford Review of Economic Policy*, 12 (3), str. 74–86.

DODATAK

Tablica 1.a) Stopa inflacije u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	236,0	355,0	167,5	148,4	277,2	451,6
Hrvatska	293,8	474,0	779,1	470,4	2,7	3,3
Češka	17,0	16,5	29,5	24,0	9,4	0,9
Mađarska	22,9	6,6	26,8	7,1	20,5	5,6
Poljska	32,4	18,6	50,0	17,8	21,8	8,6
Rumunjska	132,3	82,4	212,2	43,0	84,3	57,3
Slovačka	17,2	18,6	31,5	26,6	8,6	3,1
Slovenija	51,3	70,9	117,1	84,5	11,8	4,8
PROSJEK	100,4	130,3	176,7	102,7	54,5	66,9

Tablica 1.b) Realni rast proizvodnje u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	–3,9	5,9	–7,0	5,1	–2,0	6,0
Hrvatska	–1,6	10,6	–13,6	6,8	5,6	1,7
Češka	–1,1	6,6	–6,9	7,4	2,3	3,1
Mađarska	–0,2	5,6	–5,7	5,7	3,0	1,7
Poljska	3,5	4,9	–0,8	6,1	6,1	0,9
Rumunjska	–3,1	8,5	–9,2	9,3	0,6	6,2
Slovačka	0,5	8,5	–8,9	6,4	6,1	1,0
Slovenija	1,1	5,3	–3,9	6,0	4,1	0,7
PROSJEK	–0,6	7,0	–7,0	6,6	3,2	2,6

Tablica 1.c) Omjer fiskalnog deficita prema BDP-u u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	–5,6	3,4	–6,4	3,9	–5,2	3,5
Hrvatska	–0,7	2,0	–1,9	3,1	0,0	0,8
Češka	–0,6	1,2	–1,5	1,4	–0,1	1,0
Mađarska	–6,0	1,9	–6,3	1,8	–5,7	2,1
Poljska	–3,0	1,4	–4,2	1,6	–2,3	0,6
Rumunjska	–3,6	1,2	–2,7	1,5	–4,1	0,4
Slovačka	–4,6	1,8	–4,3	1,7	–4,8	2,0
Slovenija	0,2	1,2	1,2	1,2	–0,4	0,6
PROSJEK	–3,0	1,8	–3,2	2,0	–2,8	1,4

Tablica 1.d) Rast ponude novca po jedinici BDP-a u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	172,7	311,7	47,4	319,1	222,8	366,9
Hrvatska	198,5	290,2	611,6	114,3	33,2	42,7
Češka	6,5	21,3	5,8	24,1	6,7	23,2
Mađarska	15,1	11,0	24,4	17,2	11,4	6,9
Poljska	25,5	13,7	32,4	6,9	22,7	15,3
Rumunjska	66,0	26,1	75,3	25,8	62,3	28,2
Slovačka	2,0	14,1	8,5	20,5	–0,6	12,8
Slovenija	42,3	43,9	88,9	71,1	23,7	10,3
PROSJEK	66,1	91,5	111,8	40,8	47,8	63,3

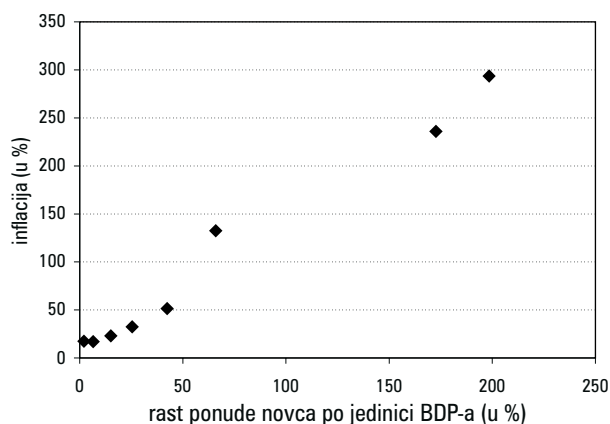
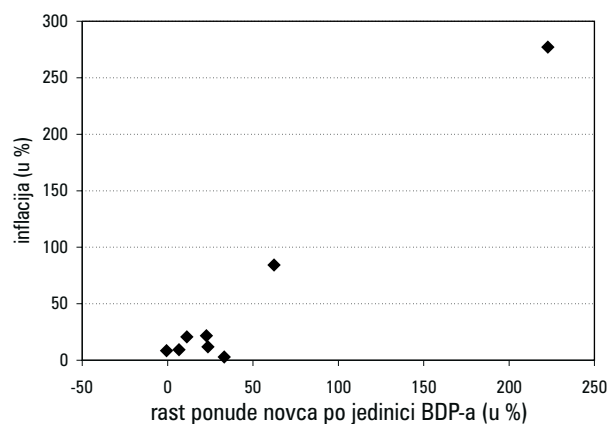
Tablica 1.e) Robni uvoz u odnosu prema BDP-u (otvorenost) u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	43	8	43	9	42	8
Hrvatska	39	8	36	13	41	4
Češka	47	7	39	3	51	5
Mađarska	38	8	32	2	42	8
Poljska	25	5	20	2	28	5
Rumunjska	26	4	24	5	27	3
Slovačka	54	5	57	7	53	4
Slovenija	48	5	44	8	50	1
PROSJEK	40	6	37	6	42	5

Tablica 1.f) Omjer deficita na tekućem računu platne bilance prema BDP-u u odabranim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe, u postotcima

	Prosjek 1991. – 1998.	Standardna devijacija 1991. – 1998.	Prosjek u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Standardna devijacija u prvoj fazi tranzicije 1991. – 1993.	Prosjek u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.	Standardna devijacija u drugoj fazi tranzicije 1994. – 1998.
Bugarska	-1,5	4,1	-5,1	4,7	0,7	1,7
Hrvatska	-2,6	6,7	1,8	4,5	-5,2	6,6
Češka	-2,2	3,9	1,2	3,1	-4,3	2,8
Mađarska	-3,6	4,2	-2,4	5,7	-4,2	3,6
Poljska	-2,1	1,4	-1,6	1,2	-2,3	1,5
Rumunjsa	-4,4	2,7	-5,3	2,4	-3,9	3,1
Slovačka	-4,1	6,3	-5,0	...	-3,9	7,0
Slovenija	1,8	2,7	3,4	3,6	0,9	1,8
PROSJEK	-2,3	4,0	-1,6	...	-2,8	3,5

Izvor: International Financial Statistics, Central European Quarterly

Grafikon 1.a) Rast ponude novca po jedinici BDP-a i inflacija u osam odabranih tranzicijskih zemalja 1992.–1998.**Grafikon 1.b)** Rast ponude novca po jedinici BDP-a i inflacija u osam odabranih tranzicijskih zemalja 1994.–1998.**Tablica 2.** Ekonometrijski rezultati: determinante prosječne inflacije 1993.–1997. za uzorak od 44 zemlje u razvoju (uključujući 8 tranzicijskih zemalja); t– testovi u zagradama

Nezavisne varijable	Jedn. 1	Jedn. 2	Jedn. 3	Jedn. 4	Jedn. 5	Jedn. 6	Jedn. 7	Jedn. 8
MPU	1,1422 (29,86)	1,1578 (34,62)	0,9849 (10,63)	1,0308 (12,61)	0,9809 (10,53)	1,0284 (12,41)	0,9703 (11,12)	1,0147 (12,96)
CRO		–35,7393 (–3,88)		–34,0413 (–3,76)		–33,5380 (–3,62)		–30,7126 (–3,50)
VAREX			16,9097 (1,85)	13,5842 (1,70)	18,5851 (1,98)	14,3417 (1,72)	20,8409 (2,39)	17,0196 (2,18)
OPEN					–3,2555 (–0,80)	–1,3765 (–0,38)		
OUTPUT							–0,7749 (–2,55)	–0,6131 (2,24)
R ²	0,942	0,957	0,947	0,960	0,947	0,960	0,954	0,965

MPU – prosječni rast ponude novca po jedinici BDP-a (engl. average growth of money per unit of output) 1993–1997.

CRO – dummy varijabla za Hrvatsku

VAREX – koeficijent varijacije nominalnog tečaja (engl. coefficient of variation of the nominal exchange rate) (domaća valuta vs. USD) 1992–1997.

OPEN – uvoz/BDP (prosjeak od 1992. do 1997)

OUTPUT – prosječni rast realne proizvodnje (engl. average real output growth) 1993–1997.

Države uključene u uzorak: Argentina, Belize, Bjelokosna Obala, Čile, Egipat, Ekvador, Filipini, Grčka, Gvatemala, Honduras, Indonezija, Izrael, Jemen, Jordan, Južnoafrička Republika, Kenija, Koreja, Kostarika, Kuvajt, Malezija, Malta, Maroko, Meksiko, Nepal, Pakistan, Peru, Portugal, Saudijska Arabija, Singapur, Šri Lanka, Tajland, Tanzanija, Tunis, Turska, Urugvaj, Venezuela, Bugarska, Hrvatska, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija.

Izvori: International Financial Statistics; za tranzicijske zemlje kombinirani s podacima Vienna Institute Monthly Report

Tablica 3. Kumulativni neto priljevi kapitala (umanjeni za saldo tekućeg računa i pričuve, što je jednako financijskom računu, isključujući sredstva pričuva, uvećanom za neto pogreške i propuste) prema BDP-u, u postotcima

	Priljevi / BDP	Promjenjivost priljeva ^a
Zemlje u razvoju (bez tranzicijskih zemalja; br. = 36) u razdoblju 1992. – 1997.	29,0	3,9
Tranzicijske zemlje (br. = 8) u razdoblju 1993. – 1997. ^b	29,9	4,9
Hrvatska	28,4	6,4

^a Standardna devijacija omjera godišnjih neto priljeva kapitala prema BDP-u.

^b Skraćivanje za jednu godinu za tranzicijske zemlje napravljeno je zato što u nekim slučajevima nisu postojali pouzdani podaci o platnoj bilanci za 1992. Osim toga, priljevi su u 1992. bili skromni i nisu znatnije utjecali na zaključke.

Izvor: International Financial Statistics

Tablica 4. Ekonometrijski rezultati sa supstitucijom valute (engl. currency substitution, CURSUB); t-testovi u zagradama

Nezavisne varijable	Jedn. 1	Jedn. 2	Jedn. 3 (Venecuela 40%)	Jedn. 4 (Venecuela 40%)
MPU	1,0039 (11,79)	1,0336 (13,04)	1,0212 (13,15)	1,0438 (14,27)
CRO		-27,1276 (-2,85)		-22,9143 (-3,37)
VAREX	21,5872 (2,54)	17,2298 (2,15)	23,4386 (3,02)	19,7177 (2,67)
CURSUB	-21,0731 (-2,99)	-13,3816 (-1,90)	-28,6188 (-4,40)	-22,9143 (-2,62)
R ²	0,956	0,963	0,964	0,969

Tablica 5. Financijska dubina (ukupna likvidna sredstva prema BDP-u 1993–1997., u postotcima) i supstitucija valute u odabranim tranzicijskim zemljama

	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	Prosječna dubina 1993. – 97.	Standardna devijacija 1993. – 97.	Supstitucija valute (FXD/M) 1995.
Hrvatska	25,9	20,0	25,0	33,9	41,0	29,2	8,3	57,4
Bugarska	77,5	78,0	64,9	71,2	33,6	65,0	18,4	28,4
Češka	70,0	73,1	84,0	79,4	76,2	76,5	5,4	5,9
Mađarska	56,8	52,2	50,0					
Poljska	35,9	36,7	36,1	37,6	39,7	37,2	1,5	20,4
Rumunjska	22,3	21,4	25,1	28,0	25,0	24,4	2,6	21,7
Slovačka	68,8	67,7	68,3	71,2	68,2	68,8	1,4	11,1
Slovenija	35,0	40,3	42,2	43,8	47,7	41,8	4,7	31,7

Izvori: International Financial Statistics, Central European Quarterly, bilteni središnjih banaka, Balino i sur. (1999)

Tablica 6. Brzina ukupnih likvidnih sredstava i njihove komponente (domaća i devizna) u Hrvatskoj 1994.–1998.

	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Brzina M4 ^a	5.0	4,0	3,0	2,4	2,4
Postotak promjene V(M4)		–20,0	–25,0	–20,0	0,0
Brzina FXD ^a	10.0	7,0	5,0	4,0	3,6
Postotak promjene V(FXD)		–30,0	–28,6	–20,0	–10,0
Brzina M2 ^a	10.0	9,3	7,5	6,0	7,2
Postotak promjene V(M2)		–7,0	–9,3	–20,0	20,0

^a M2 obuhvaća komponentu domaće valute u M4, tj. M1 + oročeni i štedni depoziti u kunama + obveznice, tako da je $M4 = M2 + FXD$ (FXD - devizni depoziti, V - brzina).

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke

Tablica 7. Broj banaka u Hrvatskoj prema veličini aktive 1993.–1998.

	Broj banaka	Veličina (vrijednost aktive) manje od milijarde HRK	Veličina (vrijednost aktive) 1–10 milijardi HRK	Veličina (vrijednost aktive) veća od 10 milijardi HRK
1993.	43	35	6	2
1994.	50	40	8	2
1995.	53	42	9	2
1996.	57	42	13	2
1997.	60	41	17	2
1998.	60	37	21	2

1 milijarda HRK ≈ 140 milijuna USD

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke

Tablica 8. Priljevi kapitala i monetarni indikatori 1993.–1998., u postotcima

	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Neto priljevi kapitala/izvoz ^a	–2,4	0,0	24,5	16,0	32,4	21,4
Repatrijacija ^b /izvoz ^a	4,5	5,1	12,1	17,0	6,4	12,3
Stopa rasta deviznih depozita ^c	...	62,1	60,7	54,6	42,5	20,5
Rast deviznih depozita ^b /izvoz	...	7,8	13,5	17,7	18,4	11,7
Rast realnog M2	...	90,7	16,9	37,5	25,8	–5,9
Aktivne kamatne stope ^c	59,0	15,4	22,3	18,5	14,1	16,1
Pasivne kamatne stope ^c	27,4	5,0	6,1	4,2	4,4	4,1
Stopa inflacije ^c	1.149,3	–3,0	3,7	3,4	3,8	5,4
Stopa obvezne pričuve ^c	25,9	28,9	41,4	35,9	32,0	30,0

^a Izvoz roba i usluga.

^b Repatrijacija se izračunava kao smanjenje deviznih sredstava kod ostalih sektora od statistike platne bilance. Ona nije jednaka povećanju deviznih depozita kod domaćih banaka. Devizni depoziti se mogu povećavati zbog tekućih transakcija (transferi ili primici iz inozemstva ili neregistrirani izvoz roba i usluga).

^c Na kraju godine.

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke

Tablica 9. Kamatne stope banaka, očekivana deprecijacija^a i distribucija deviznih depozita između “dobrih” i “loših” banaka^b, prvo tromjesečje 1995. – prvo tromjesečje 1999.

	I(mm)	I(tkd)	I(tfxd)	I(dif)	E(e)	I(dif)– E(e)	I(dobre)	I(loše)	Udio(dobre)	Udio(loše)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1/95.	17,2	9,9	...	...	–1,5	...	...	...	...	...
2/95.	19,1	10,8	...	...	–3,8	...	...	...	...	...
3/95.	23,0	11,4	6,6	4,8	4,2	0,6	...	...	...	...
4/95.	25,2	13,0	6,5	6,5	9,1	–2,6	...	...	...	...
1/96.	29,7	15,0	6,8	8,2	–2,9	11,1	...	...	...	...
2/96.	26,3	14,6	6,5	8,1	–8,9	17,0	...	...	...	...
3/96.	11,4	12,7	6,5	6,2	–5,8	12,0	...	...	...	...
4/96.	10,0	10,3	7,6	2,7	1,2	3,9	...	...	...	...
1/97.	11,4	9,9	6,4	3,5	1,4	4,9	...	...	74,9	25,1
2/97.	11,3	9,9	6,1	3,8	–0,9	4,7	...	...	74,3	25,7
3/97.	9,3	9,4	5,9	3,5	–1,9	5,4	...	...	73,7	26,3
4/97.	8,9	8,9	6,1	2,8	–2,5	5,3	...	...	71,0	29,0
1/98.	10,1	9,0	7,2	1,8	0,2	1,6	4,7	8,3	70,4	29,6
2/98.	16,0	9,7	7,4	2,3	12,6	–10,3	5,0	8,1	73,1	26,9
3/98.	16,0	9,7	6,6	3,1	–3,8	6,9	5,2	8,2	74,7	25,3
4/98.	15,8	8,7	5,4	3,3	16,0	–12,7	4,8	8,2	75,9	24,1
1/99.	15,7	8,8	5,3	3,5	16,1	–12,6	4,7	8,2	77,2	22,8

^a Očekivana deprecijacija E(e) izračunava se kao promjena na kraju tromjesečja očekivanoga nominalnog tečaja HRK prema DEM na godišnjoj razini, pri čemu se pretpostavlja da je očekivana razina tečaja rezultat procesa AR (b).

^b “Loše” banke uvrštene u izračun kamatnih stopa na devizne depozite (stupac 8) klasificirane su kao “loše” zato što su već propale ili zato što su po likvidnosti i politikama vezanim za kamatne stope vrlo slične već propalim bankama. “Dobre” banke (stupac 7) jesu banke sa značajno različitim pozicijama likvidnosti i politikama vezanim za kamatne stope. Te dvije skupine banaka ne moraju biti istovjetne “dobrim” i “lošim” bankama uvrštenim u izračun udjela skupine u ukupnim deviznim depozitima, iako se te dvije klasifikacijske sheme uvelike podudaraju. Sve banke koje su prema klasifikaciji podataka o kamatama “loše” (stupac 8) također su loše i prema klasifikaciji podataka o depozitima, ali klasifikacija za podatke o depozitima uključuje i niz banaka (idućih 7) kojima je središnja banka odobrila kratkoročne kredite za likvidnost. Ostale su banke klasificirane kao “dobre”.

I(mm) – kamatne stope na tržištu novca (mjesečni su podaci prosjeci dnevnih podataka)

I(tkd) – ponderirana prosječna kamatna stopa na oročene kunske depozite (priljevi depozita korišteni su kao ponderi, kamatne su stope, dakle, marginalne)

I(tfxd) – ponderirana prosječna kamatna stopa na oročene devizne depozite (ista metoda izračuna kao i za I(tkd))

I(dif) – kamatni diferencijal: I(tkd) – I(tfxd)

E(e) – vidjeti (a)

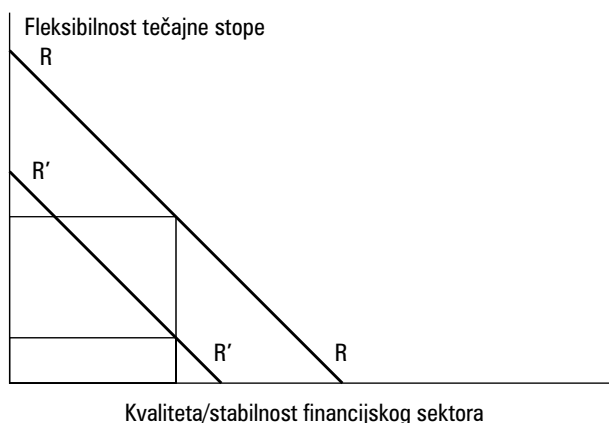
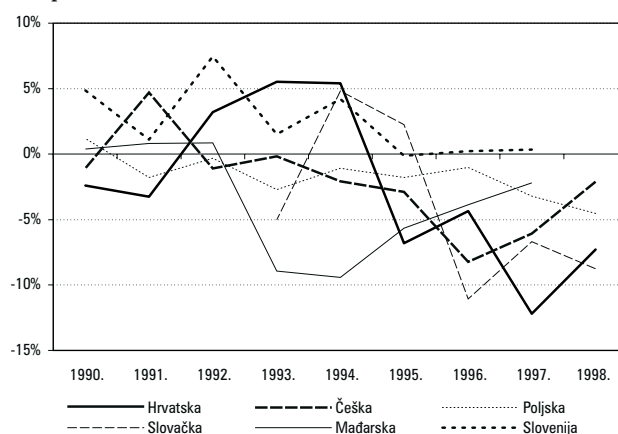
I(“dobre”) – neponderirana kamatna stopa plaćena na oročene devizne depozite u “dobrim” bankama; (vidjeti (b) za definiciju “dobrih” banaka.

I(“loše”) – analogno I(“dobre”)

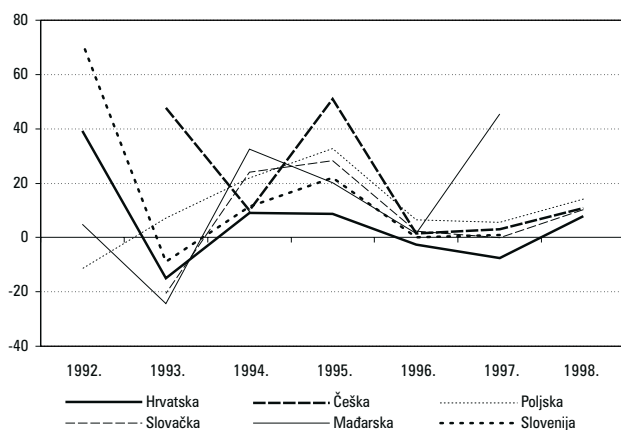
Udio (”dobre”) – udio dobrih banaka u ukupnim deviznim depozitima kod domaćih banaka; vidjeti (2) za definiciju “dobrih” banaka.

Udio (”loše”) – analogno Udio (”dobre”)

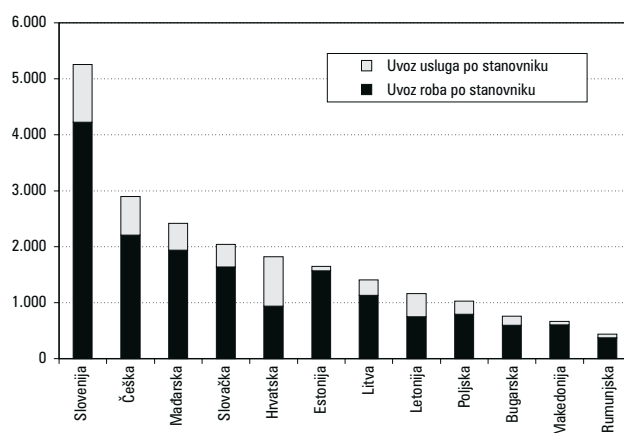
Izvori: Bilten Hrvatske narodne banke, posebni izračuni Sektora za istraživanje i statistiku HNB-a

Grafikon 2.**Grafikon 3.** Deficit na tekućem računu tranzicijskih zemalja kao postotni udio u BDP-u

Izvor: WIIW, 1998. i Državni zavod za statistiku (DZS)

Grafikon 4. Rast izvoza u tranzicijskim zemljama, godišnji u postotcima

Izvori: Vienna Institute i DZS

Grafikon 5. Uvoz roba i usluga po stanovniku u 1997., u USD

Izvori: WIIW, 1998. i DZS

Tablica 10. Postotak pojedinog odredišta robne razmjene u ukupnoj robnoj razmjeni

	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Izvoz, f.o.b.							
EU	53%	57%	59%	58%	51%	50%	48%
Bivša Jugoslavija	22%	29%	23%	23%	27%	30%	26%
CEEC ^a	14%	0%	9%	9%	8%	10%	10%
Ostalo	12%	14%	9%	10%	14%	10%	17%
Uvoz, c.i.f.							
EU	47%	56%	59%	62%	59%	59%	59%
Bivša Jugoslavija	23%	17%	11%	11%	11%	10%	11%
CEEC ^a	5%	4%	11%	9%	11%	12%	12%
Ostalo	25%	23%	19%	17%	19%	18%	18%

^a Isključujući bivšu Jugoslaviju.

Izvor: DZS

Tablica 11. Trgovanje s EU-om kao postotak ukupnog trgovanja

	1990.	1992.	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.
IZVOZ							
Bugarska	5,6	31,5	30,0	37,6	37,7	39,1	43,3
Češka	38,4	61,6	49,4	54,1	60,9	58,2	59,9
Hrvatska	59,9	52,5	57,5	59,4	57,7	51,0	49,8
Mađarska	54,1	62,3	58,1	72,0	69,3	69,8	77,5
Poljska	52,7	65,7	69,2	69,2	70,0	66,2	64,0
Rumunjska	44,1	35,2	41,3	56,0	61,7	62,2	64,8
Slovačka	45,6	50,1	29,5	39,3	40,9	44,8	...
Slovenija	64,8	78,6	63,2	65,6	67,0	64,6	63,3
UVOZ							
Bugarska	11,5	35,5	32,8	37,5	37,2	35,1	37,3
Češka	40,5	58,9	52,3	55,7	61,1	62,4	61,5
Hrvatska	54,9	47,5	56,4	59,2	62,1	59,4	59,5
Mađarska	43,1	60,0	54,4	61,1	61,5	59,8	62,8
Poljska	51,1	62,0	64,7	65,3	64,7	63,9	63,8
Rumunjska	44,1	35,2	41,4	56,0	61,6	62,2	64,8
Slovačka	44,8	46,4	27,9	33,4	34,8	37,3	39,5
Slovenija	69,0	74,3	65,6	69,2	76,9	67,5	67,4

Izvor: WIIW

Tablica 12. Srednja i istočna Europa: trgovinski sporazumi

	WTO	CEFTA	PHARE	OBRNOVA	Bilateralni sporazum s EFTA-om	Ostali bilateralni sporazumi	Sporazum o trgovinskoj suradnji s EU-om 1/	Autonomni preferencijalni trgovinski režim EU-a	Privremeni sporazum s EU-om 1/	Sporazum o pridruživanju EU 1/	Zahtjev za pristup u članstvo EU-a	Mišljenje Europske komisije 2/
Bugarska	da	ne	da	ne	da	Češka, Slovačka, Slovenija	studen 1990.	ne	prosinac 1993.	veljača 1995.	prosinac 1995.	negativno
Hrvatska	ne	ne	ne	da	ne	Slovenija, Makedonija	studen 1990.	da	ne	ne	ne	...
Češka 3/ 4/	da	da	da	ne	da	Bugarska, Rumunjska	studen 1990.	ne	ožujak 1992.	veljača 1995.	siječanj 1996.	pozitivno
Estonija	da	ne	da	ne	da	Slovačka, Slovenija	ožujak 1993.	ne	ne	veljača 1998.	studen 1995.	pozitivno
Mađarska	da	da	da	ne	da	Izrael	prosinac 1988.	ne	ožujak 1992.	veljača 1994.	ožujak 1994.	pozitivno
Letonija	da	da	da	ne	da	Slovačka, Slovenija	veljača 1993.	ne	ne	veljača 1998.	listopad 1995.	negativno
Litva	da	ne	da	ne	da	Slovenija	veljača 1994.	ne	ne	veljača 1994.	prosinac 1995.	negativno
Poljska	da	da	da	ne	da	...	prosinac 1989.	ne	ožujak 1992.	veljača 1995.	travanj 1994.	pozitivno
Rumunjska	da	ne	da	ne	da	Češka, Slovačka	svibanj 1991.	ne	svibanj 1993.	veljača 1995.	lipanj 1995.	negativno
Slovačka 3/ 4/	da	da	da	ne	da	Bugarska, Estonija, Izrael, Rumunjska	studen 1990.	ne	ožujak 1992.	veljača 1995.	lipanj 1995.	negativno
Slovenija	da	da	da	ne	da	Bugarska, Estonija, Letonija, Litva, Makedonija	rujan 1993.	ne	siječanj 1997.	5/	lipanj 1996.	pozitivno

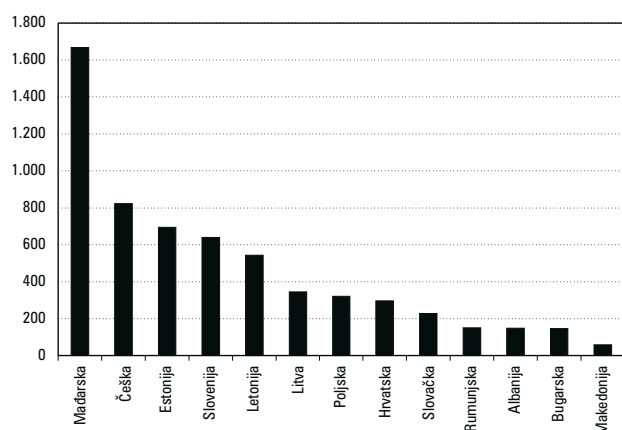
1/ Podaci se odnose na trenutak kad je sporazum stupio na snagu.

2/ Negativno mišljenje znači da je Europska komisija procijenila kako određena zemlja nije spremna za pregovore o pristupanju.

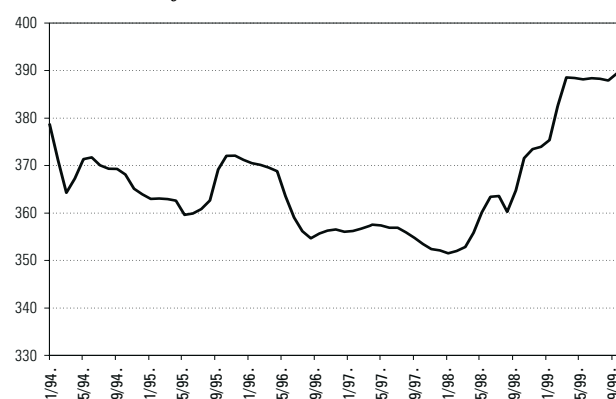
3/ Češka i Slovačka imaju sporazum o carinskoj uniji.

4/ Čehoslovačka je potpisala Sporazum o trgovini i suradnji u svibnju 1990. i Sporazum o pridruživanju u prosincu 1991. Nakon raspada Čehoslovačke zasebni Sporazumi o pridruživanju i dodatni protokoli Privremenog sporazuma s EU-om potpisani su sa svakom od država nasljednica.

5/ Ugovor o pridruživanju potpisan je u lipnju 1996., ali je još uvijek u procesu ratifikacije.

Grafikon 6. Kumulativna izravna strana ulaganja – priljevi po stanovniku 1989.–1997., u USD

Izvor: EBRD

Grafikon 7. Nominalni tečaj kune prema njemačkoj marki, nakon stabilizacije

Izvor: Bilten Hrvatske narodne banke

Tablica 13. Fiskalni pokazatelji 1994.–1998.

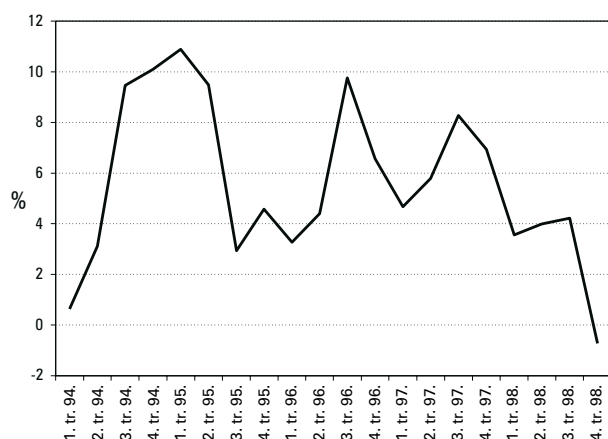
	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Prihodi (konsolidirana središnja država, u milijunima kuna)	36.882,3	43.283,1	48.396,6	53.345,3	65.110,6
Prihodi (kao % BDP-a)	42,2	44,0	44,8	43,4	48,0
Rashodi (konsolidirana središnja država, u milijunima kuna)	35.469,3	44.166,1	48.874,0	54.931,9	64.228,5
Rashodi (kao % BDP-a)	40,6	44,9	45,3	44,7	47,3
Saldo, u milijunima kuna	1.413,0	-883,0	-477,4	-1.586,7	882,1
Saldo (kao % BDP-a)	1,6	-0,9	-0,4	-1,3	0,7
Strano financiranje	-13,0	755,2	931,1	3.111,7	86,8
Strano financiranje (kao % BDP-a)	0,0	0,8	0,9	2,5	0,1
Strano financiranje (kao % salda na tekućem računu platne bilance ^a)	-1,6	11,1	20,1	22,4	0,9
Domaće financiranje	-1.400,0	127,9	-453,7	-1.525,1	-968,9
Domaće financiranje (kao % BDP-a)	-1,6	0,1	-0,4	-1,2	-0,7
Potraživanja banaka od države (kao % ukupne aktive banaka na kraju godine)	32,9	27,6	24,9	18,0	16,1
Rashodi/M4 (u %)	203,0	180,0	133,6	109,1	113,6
Realna stopa rasta rashoda		22,1	6,9	8,5	10,6
Realna stopa rasta BDP-a	5,9	6,8	6,0	6,5	2,7
Rashodi proračuna središnje države – plan proračuna ^b		28.956,8	31.621,7	33.854,7	37.477,4 (42.754,6)
Ostvareno		28.476,6	30.972,8	34.395,2	41.473,2
(Ostvareno – plan proračuna)/BDP (u %)		-0,5	-0,6	0,4	3,0 (-1,0)
Saldo proračuna središnje države, u milijunima kuna	2.410,3	1.791,5	3.775,6	4.436,7	9.683,2
Saldo (kao % BDP-a)	2,8	1,8	3,5	3,6	7,1
Saldo izvanproračunskih fondova	-997,3	-2.674,6	-4.253,0	-6.023,4	-8801,1
Saldo (kao % BDP-a)	-1,1	-2,7	-3,9	-4,9	-6,5

^a Ovaj pokazatelj predodređuje izravnu ulogu središnje države u financiranju deficita na tekućem računu. Treba napomenuti da je u 1994. godini postojao višak po tekućem računu, te da vanjski dug nije bio otplaćen, tako da je pokazatelj na kraju bio negativan. Ostale četiri godine postojao je deficit na tekućem računu, a vanjski se dug povećavao, tako da je indikator pokazatelj po definiciji bio pozitivan.

^b Do sredine 1998. godine napravljena je revizija plana proračuna. Prvotno planirana brojka navedena je u prvom redu, a revidirana je dolje u zagradi.

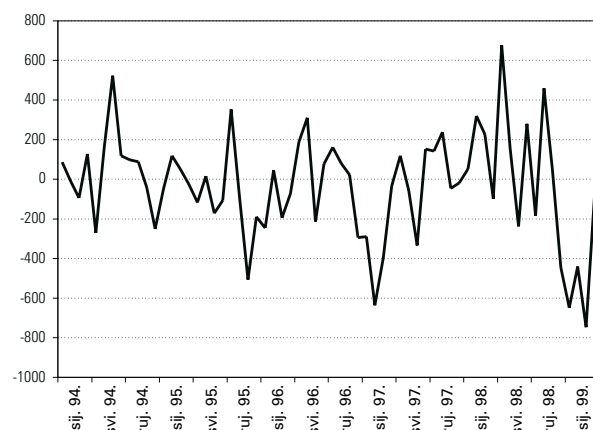
Izvori: Mjesečni statistički prikaz Ministarstva financija (razni brojevi), Bilten HNB-a iz svibnja 1999. i DZS

Grafikon 8. Tromjesečna procjena BDP-a (u odnosu prema istom tromjesečju prošle godine)



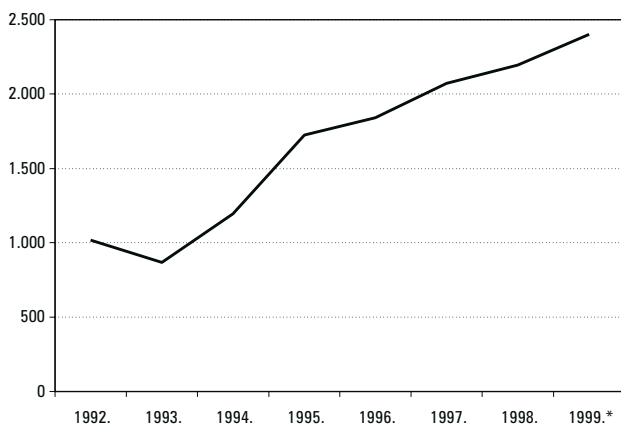
Izvor: DZS

Grafikon 9. Mjesečni saldo proračuna središnje države, u milijunima kuna



Izvor: Mjesečni Bilten Ministarstva financija

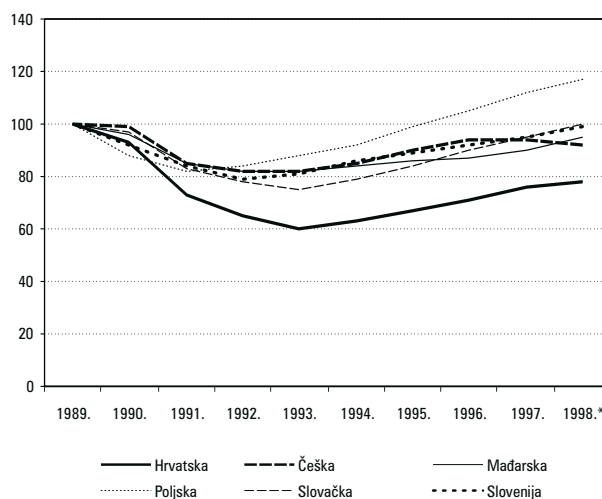
Grafikon 10. Prosječna realna neto plaća (cijene iz siječnja 1994., u HRK)



* U razdoblju siječanj-listopad.

Izvor: DZS

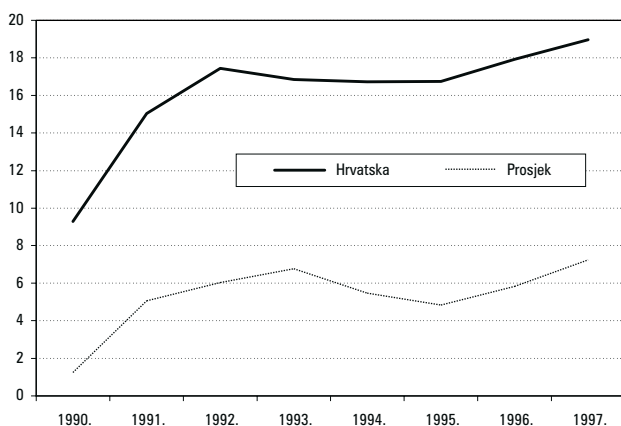
Grafikon 11. BDP u Srednjoj i Istočnoj Europi (1989.=100)



* Procjene EBRD-a.

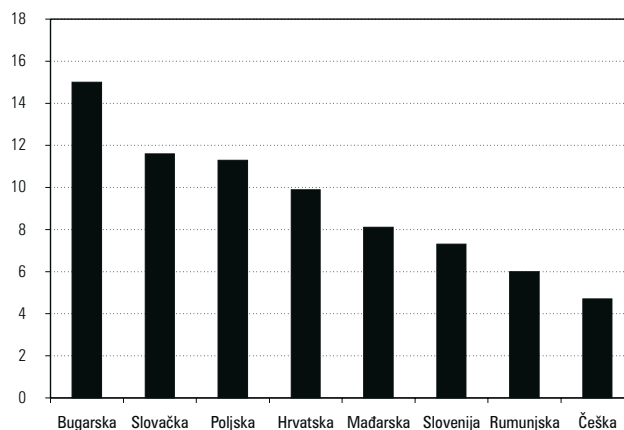
Izvor: EBRD Transition Report Update, travanj 1999.

Grafikon 12. Stopa nezaposlenosti (uredi za zapošljavanje)

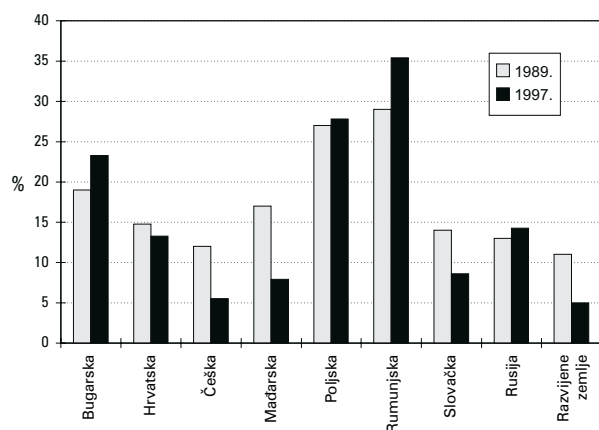
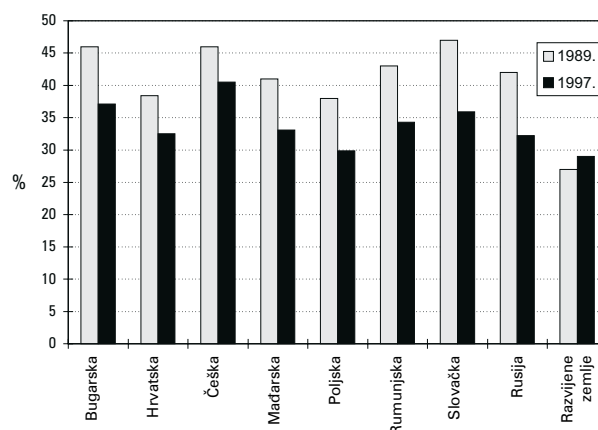
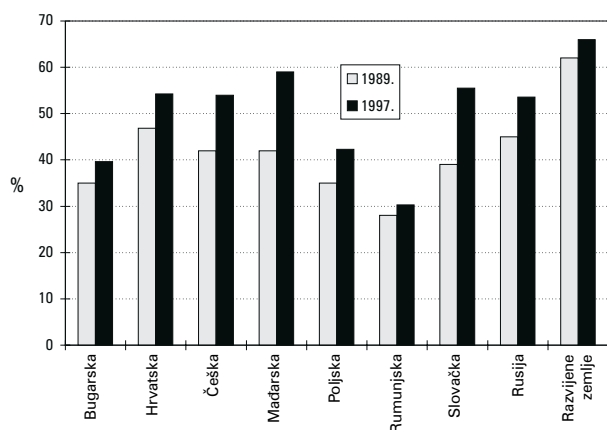


Izvori: WIIW, 1998. i DZS

Grafikon 13. Stopa nezaposlenosti (prema metodologiji Međunarodne organizacije rada), 1997., u postotcima



Izvori: WIIW, 1998. i DZS

Grafikon 14. Zaposlenost u primarnom sektoru**Grafikon 15.** Zaposlenost u sekundarnom sektoru**Grafikon 16.** Zaposlenost u tercijarnom sektoru

Izvori: Commander, S. i Tolstopiatenko, A., 1995. i WIIW, 1997.

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 Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. 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, primjerice, 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 preredom, 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 preredom 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 Excel 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 odnose s javnošću i 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 (u pripremi)

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

Bilten o bankama (u pripremi)

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke 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 zaposlenika 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.