

SADRŽAJ

1. UVOD	1
2. NOVIJA MAKROEKONOMSKA KRETANJA	1
2.1. Glavna obilježja gospodarstva	1
2.2. Stabilizacijski program i fiskalne reforme	3
2.3. Glavni gospodarski problemi Hrvatske	6
3. NOVČANE REFORME I REFORME FINANCIJSKOG SEKTORA	7
3.1. Novija povijest novčanih reformi u Hrvatskoj	7
3.2. Reforme financijskog sektora	12
4. POUKE O TRANZICIJI - ŠTO SAM NAUČIO?	15
BILJEŠKE	21

1. UVOD¹

Hrvatska je tijekom posljednjih nekoliko godina privukla pozornost svjetske javnosti zbog rata koji joj je 1991. nametnula Jugoslavenska armija, te svog kasnijeg uključenja u rat i mirovni proces u Bosni. Manje je, pak, poznata činjenica da se Hrvatska među tranzicijskim zemljama istaknula kao naročito uspješna u obaranju inflacije. Taj se uspjeh, još nevjerojatniji stoga što je postignut u razdoblju neprestane ratne opasnosti unutar Hrvatske i aktivnih ratnih djelovanja u susjednoj Bosni, održao tijekom više od četiri godine. Nadalje, Hrvatska je, poput ostalih zemalja u tranziciji, učinila velike promjene u institucijama, kao i samoj sadržini makroekonomske politike. Glavni je cilj ovog pregleda opisati gospodarsku tranziciju Hrvatske, s posebnim osvrtom na makroekonomska pitanja i novčane reforme. Njegova je namjera, također, izvući neke praktične pouke iz ovog primjera. Pregled se sastoji iz tri glavna dijela: prvo, ukratko se opisuju makroekonomska kretanja tijekom posljednjih šest godina. Drugo, analiziraju se novčana nezavisnost i reforme *financijskog sektora*. Treće, izvlače se neke pouke o tranziciji utemeljene na autorovom osobnom iskustvu.

2. NOVIJA MAKROEKONOMSKA KRETANJA

2.1. *Glavna obilježja gospodarstva*

Hrvatska je svoju nezavisnost stekla 1992. Iako njezina povijest seže tisuću godina unatrag, kao nezavisna država ona postoji tek ograničen niz godina. S obzirom da su dijelovi Hrvatske bili pod vlašću Venecije, a većina njezinog današnjeg teritorija između 1526. i 1918. pripadala Habsburškoj monarhiji, zemlja ima kulturna i povijesna obilježja Mediterana i Srednje Europe. Tijekom većeg dijela 20. stoljeća pripadala je bivšoj Jugoslaviji². Po proglašenju nezavisnosti 1991. Hrvatska se suočila s ozbiljnim šokovima ponude: agresijom i okupacijom nekih dijelova njezinog teritorija, preobrazbom iz socijalističkog gospodarskog sustava u tržišno orijentirani sustav, te

raspadom bivšeg jugoslavenskog tržišta i SEV-a (Vijeće za uzajamnu ekonomsku pomoć). Od kasnih je sedamdesetih bivša Jugoslavija bila suočena s dubokom gospodarskom krizom i zastojem koji se očitovao u visokom vanjskom dugu, rastućoj inflaciji, stagnirajućem ili opadajućem ukupnom proizvodu, te rastućoj nezaposlenosti. Ovo negativno nasljeđe predstavljalo je dodatni teret novoj državi.

Između 1990. i 1994. BDP je bio u stalnom padu, zaustavivši se na oko 2/3 svoje predratne razine.³ Od 1995. godine prisutan je stalni uzlazni trend, popraćen ubrzanom rastom (za 1997. godinu rast BDP-a je procijenjen na oko 7%). Procjenjuje se da je BDP u 1997. iznosio oko 20 milijardi USD. Tijekom 1994. makroekonomska situacija se mogla opisati niskom razinom ulaganja, opadanjem plaća, opadanjem industrijske proizvodnje i galopirajućom inflacijom. Inflacija je predstavljala kroničnu bolest prošlosti. U dvadesetogodišnjem razdoblju koje je prethodilo nezavisnosti (od 1971. do 1991.) prosječna je godišnja inflacija u Hrvatskoj iznosila 69%. U 1992. i 1993. godini prosječna stopa inflacije iznosila je više od 1000%. Jasno je da su u takvim uvjetima dezinflacijske politike predstavljale najveći prioritet. Istovremeno su ratni troškovi i transferi za izbjeglice i prognanike (čiji broj je znao doseći i 17% ukupnog stanovništva) znatno otežali fiskalne mjere potrebne za proces stabilizacije.

Hrvatska je u osnovici nisko zadužena zemlja. Njezin je ukupni vanjski dug na kraju 1997. godine iznosio 6.1 milijardu USD, ili oko jedne trećine vrijednosti BDP-a. *Treba napomenuti da je oko 60 posto ovog duga (oko 3.7 milijardi USD) naslijeđeno od bivše Jugoslavije izravno ili preuzimanjem dijela takozvanog nealociranog duga bivše Jugoslavije prema zemljama vjerovnicima, članicama Pariškog kluba i prema komercijalnim bankama vjerovnicima, članicama Londonskog kluba.* U predstojećem razdoblju predviđeni omjer servisiranja duga je u prihvatljivim granicama. Hrvatska je punopravni član relevantnih međunarodnih financijskih institucija (Međunarodni monetarni fond, Svjetska banka, Europska banka za obnovu i razvoj, dok je Hrvatska narodna banka član Banke za međunarodna poravnanja), te je tijekom 1997. godine dobila investicijsku ocjenu od međunarodnih kuća za dodjelu kreditnog rejtinga.

Hrvatska se nada postati članicom WTO-a (Svjetske trgovinske organizacije) krajem 1998. ili početkom 1999. godine.

2.2. Stabilizacijski program i fiskalne reforme

Stabilizacijski program započeo je u listopadu 1993.⁴ Stabilizacija je bila heterodoksnog tipa s anti-inflacijskim mjerama popraćenim strukturnim reformama. Tijekom početne faze programa pooštrena je novčana politika, cijene javnih i komunalnih službi su preuskladene kako bi se uklonili gubici tih poduzeća koji su opterećivali proračun, liberalizirano je devizno tržište što je omogućilo stabiliziranje tečaja, kontrolirane su plaće u javnom sektoru, a izglasan je i gotovo uravnoteženi proračun središnje države. Prva je faza bila spektakularno uspješna jer je inflacija cijena na malo pala s mjesečne stope od 38,7% na 1,4% tijekom samo mjesec dana. Gledano iz današnje perspektive, može se reći da je program uspio održati nisku inflaciju tijekom više od četiri godine, a također postoje i dobri izgledi za nisku inflaciju u budućnosti. Od kraja 1993. prosječna inflacija cijena na malo kreće se u rasponu od 3-4% godišnje.

Druga faza stabilizacije uključuje strukturne reforme u svrhu osiguranja dugoročne makroekonomske stabilnosti. Poblje rečeno, ključne čimbenike druge faze čine napori usmjereni na reformu fiskalnog područja (porezne i carinske reforme), ubrzanje privatizacije, restrukturiranje gubitaških poduzeća javnog sektora, restrukturiranje bankarskog sustava i *razvijanje financijskog sustava. Reforme mirovinskog i zdravstvenog sustava bi, po svom dovršetku, trebale znatno pridonijeti zdravom gospodarstvu. Druga se faza ne može jasno odrediti ili ograničiti na određeno vremensko razdoblje. Bolje rečeno, druga se faza može okarakterizirati kao proces tranzicije od socijalizma do tržišnog gospodarstva (nakon postignute makroekonomske stabilizacije). Glavne pouke i prepreke vezane za drugu fazu opisane su na kraju ovog pregleda.*

Zašto je hrvatski Stabilizacijski program do sada bio tako uspješan? Nema jednostavnog odgovora; očito je da je uspjeh posljedica kombinacije više čimbenika. Prvo, postojala je dobra mješavina novčano-fiskalne politike. Drugo, početna je situacija bila toliko loša da je gotovo ništa nije moglo pogoršati. Treće, Program je imao jaku političku podršku, tako da su Vlada i Hrvatska narodna banka dobili dovoljne ovlasti da ga odlučno provedu.

Prvo, mješavina novčano-fiskalne politike. U kombinaciji s oštrom novčanom politikom (koja će biti opisana u nastavku), restriktivno fiskalno opredjeljenje bilo je neophodno za održavanje stabilnosti. Kako bi se to postiglo, fiskalni je sektor, posebno proračun središnje države, nakon proglašenja nezavisnosti prošao kroz znatne promjene. Počevši s deficitom središnje države od oko 5 posto vrijednosti BDP-a u 1991. godini, reforme su rezultirale suficitom proračuna središnje države u 1994. godini. Proračunski deficit je održavan na manje od 1% BDP-a od 1995. do 1997. godine. To je znatno pridonijelo nastavku makroekonomske stabilnosti.

Od proglašenja nezavisnosti porezni je sustav znatno promijenjen. Oblici oporezivanja naslijeđeni iz socijalističkog sustava zamijenjeni su oporezivanjem koje prati tržište, čime se nastoji slijediti praksa razvijenih zemalja. Porezna osnovica je proširena, a porezne stope su snižene. Počevši s 1994. uvedeni su novi porez na dohodak (sa samo dvije stope: 20% i marginalna stopa od 35%) i porez na dobit (s jedinstvenom stopom od 35%). Većina poreznih olakšica je ukinuta. Stari porez na promet, koji je uključivao ogroman broj stopa i činio cijene proizvođača bitno različitim od onih s kojima su se susretali potrošači, pretvoren je u porez na promet s mnogo manje stopa. No, 1. siječnja 1998. porez na promet ipak je zamijenjen Porezom na dodanu vrijednost koji uključuje jedinstvenu stopu. Jedinstvena stopa od 22% treba osigurati alokativnu neutralnost ovog sustava i pribaviti znatne fiskalne prihode (iako se predviđa da će tijekom prve godine uvođenja PDV stvarati iste prihode kao i stari porez na promet). *Od PDV-a se očekuje da povećá prihode jer daje jaki poticaj poduzetnicima da ga prijave zbog same prirode njegove naplate: ukoliko poduzetnik ne*

prijavi PDV, on ne može dobiti povrat PDV-a koji plaća na svoje resurse. To znači da će PDV obuhvatiti veliki broj transakcija koje su ranije ostale neregistrirane, a koje čine znatan udio u ukupnoj gospodarskoj aktivnosti Hrvatske. Nedavno je procijenjeno da udio neslužbenog gospodarstva u BDP-u iznosi oko 25%.⁵

Jedan od glavnih čimbenika koji je pridonio uspjehu fiskalne reforme bila je uspješna reorganizacija Porezne uprave. To je omogućilo brz porast prihoda i smanjenje deficita, usprkos znatnim povećanjima izdataka vezanih uz rat. Porezna je uprava ranije bila vrlo nedjelotvorna. Tijekom teškog razdoblja borbe za nezavisnost početkom devedesetih, prevladavalo je izbjegavanje plaćanja poreza svih vrsta. Reorganiziranje Porezne uprave, te posebice uvođenje takozvane financijske policije, poboljšalo je plaćanje poreza.

Pored reorganizacije Porezne uprave, drugi čimbenik kojim se objašnjava povećanje prihoda bilo je uvođenje novih poreza. Specijalni porez na promet od 10% na svu robu i usluge, nazvan ratni porez, uveden je 1993. (a ukinut uvođenjem PDV-a). Povrh toga, fiskalne su prihode povećale trošarine na izabrane proizvode (alkoholna i bezalkoholna pića, kava, nafta, duhan i vozila). Nakon Stabilizacijskog programa i brze dezinflacije porezni su se prihodi dramatično povećali zbog obrnutog Olivera-Tanzi učinka⁶. Procjenjuje se da se nominalni udio u BDP-u ukupnih poreznih i kvazi-poreznih prihoda ("doprinosi") koje je prikupila opća država (uključujući proračun središnje države i parafiskalne fondove) povećao za oko 14 postotnih bodova tijekom posljednjih sedam godina, s oko 32% u 1992. na 46% u 1997. godini.

Carina je znatno snižena, a povlastice oštro reducirane. Krajem 1997. prosječna je nominalna uvozna tarifa iznosila 2,5%. Nadalje, postoji i nominalna dodatna uvozna naknada od 10%, te naknada za carinski upis od 1%. Pooštrena kontrola bi u budućnosti trebala imati za posljedicu povećane prihode od carine.

Drugi čimbenik koji je pridonio uspjehu Stabilizacijskog programa bili su prvotni uvjeti koji su prevladavali do kraja 1993. godine. Kao što je već navedeno, inflacija je tada galopirala, uključujući mjesečna povećanja cijena od 30%. Niti jedno

gospodarstvo ne može djelovati u takvom okruženju. Vlada izabrana u travnju 1993. brzo je uvidjela da bi provođenje reformi u takvim uvjetima bilo nemoguće. Stanovništvo se zamorilo od dugotrajnih aktivnosti potrebnih za izbjegavanje inflacijskog poreza (na primjer, obilaženje trgovina s ciljem pronalaženja starih cijena).

Treći čimbenik koji je pridonio uspjehu Stabilizacijskog programa bila je široka politička podrška. S jedne su strane političke vlasti trebale jako gospodarstvo koje će financirati obranu Hrvatske, a s druge je, pak, strane prisutnost vanjskog pritiska (okupacija vitalnih dijelova Hrvatske i rat u susjednoj Bosni i Hercegovini) ujediniła naciju i osigurala potporu svakoj reformi. Drugim riječima, u prisutnosti vanjskog neprijatelja gotovo svaka se reforma mogla lako prihvatiti i provesti. Stoga je vanjska vojna opasnost olakšala provođenje ponekad bolnih mjera.

2.3. Glavni gospodarski problemi Hrvatske

Utopija kao takva još nije pronađena, te stoga ni hrvatsko gospodarstvo nije lišeno problema. Glavni problemi podrazumijevaju: visoku stopu nezaposlenosti, rastući deficit tekućeg računa, nisku razinu domaće štednje i *veliki udio države u BDP-u*. Stopa nezaposlenosti (mjerena metodologijom Međunarodne organizacije rada) je početkom 1998. dosegla 10%⁷. No, regionalne su stope puno više. Južni i istočni dijelovi Hrvatske (područja najviše zahvaćena ratom) imaju puno više stope, koje pored gospodarskih teškoća stvaraju dodatnu socijalnu napetost. Poseban problem kod nezaposlenosti čine mladi, obrazovani ljudi koji nemaju prethodno radno iskustvo (traže prvi posao). *Glavni uzrok visoke nezaposlenosti je to što znatna smanjenja broja zaposlenih u javnom sektoru nisu usklađena s odgovarajućim povećanjima u privatnom sektoru. Iako je udio zaposlenih u privatnom sektoru povećan s 10% u 1991. (godišnji prosjek) na više od 50% sredinom 1997. godine, nezaposlenost*

izražena dvoznamenkastim brojem nije samo glavni gospodarski problem, već i socijalni i politički problem hrvatskog gospodarstva.

Deficit tekućeg računa povećan je s 4,5% BDP-a u 1996. na 12,6% u 1997. godini. Povećana domaća potražnja i relativno neelastična domaća ponuda rezultirale su "procvatom" vanjskotrgovačkog deficita, koji je samo djelomično pokriven suficitom na uslugama (tradicionalno jakim u Hrvatskoj zbog turizma i transporta). Iako su potrebe hrvatskog gospodarstva razumljivo velike (obnova, rastuće plaće, itd.) ovaj trend je neodrživ i treba biti preusmjeren u skoroj budućnosti. Vezano uz pogoršanje eksterne pozicije je i pitanje niske razine domaće štednje. U usporedbi s azijskim gospodarstvima ova je stopa vrlo niska (oko 15%), što nije dovoljno za dugoročne, visoke i održive stope gospodarskog rasta koje predstavljaju cilj svake politike. Stoga su reforma mirovinskog sustava i ubrzavanje strukturnih reformi neophodne za dugoročno zdravlje hrvatskog gospodarstva.

Udio države u gospodarstvu je vrlo velik. Udio konsolidirane opće države (uključujući sve prihode) u BDP-u iznosio je oko 50% u 1997. (uključujući središnju državu i izvanproračunske fondove). Stoga je jedan od glavnih dugoročnih strateških ciljeva smanjenje ovog udjela u BDP-u.

3. NOVČANE REFORME I REFORME FINANCIJSKOG SEKTORA

Kako bi se iskoristila komparativna prednost autora, u ovom će dijelu veća pažnja biti posvećena novčanim reformama i reformama financijskog sektora tijekom posljednjih sedam godina gospodarske povijesti Hrvatske. Prvo, detaljno će se objasniti novčane promjene (dvije promjene valute, popraćene promjenama instrumenata novčane politike), te drugo, analizirat će se reforme financijskog sektora, uključujući osvrt na bankarstvo i posebice sanaciju banaka.

3.1. Novija povijest novčanih reformi u Hrvatskoj

Unutar manje od četiri godine (od 1991. do 1994.) građani Hrvatske su koristili tri različite zakonite valute⁸. Prvo se do kraja 1991. koristio jugoslavenski dinar, zatim privremena valuta, hrvatski dinar (HRD), te konačno, od svibnja 1994. godine, stalna valuta kuna (HRK). Pored toga, treba imati na umu da je do kraja 1993. godine (uslijed hiperinflacije) prevladavala supstitucija valuta, te je njemačka marka de facto (no nikada de jure) bila usporedna valuta.

Hrvatska novčana nezavisnost nije postignuta preko noći. Narodna banka Hrvatske (središnja banka) postojala je kao dio bivšeg jugoslavenskog saveznog sustava novčanih vlasti od sredine sedamdesetih. Ustav Republike Hrvatske (usvojen od strane Hrvatskog državnog sabora na kraju 1990.) odredio je Narodnu banku Hrvatske⁹ kao novčanu vlast zemlje, tj. središnju banku. *Zakonom o Narodnoj banci Hrvatske iz 1993. ona je dobila veliki stupanj nezavisnosti. Središnja banka je neovisna o Vladi prilikom provođenja novčane i devizne politike. Podvrgnuta je kontroli Hrvatskog državnog sabora. Sabor imenuje članove Savjeta Hrvatske narodne banke i Guvernera na razdoblje od šest godina. Primarni zadatak središnje banke je očuvanje stabilnosti cijena i vanjske likvidnosti (strana plaćanja). Općenito, Zakon o Narodnoj banci Hrvatske temelji se na modelu njemačke Bundesbanke.*

Hrvatska je 23. prosinca 1991. godine uvela svoju valutu, iako privremenu, i to hrvatski dinar. Promjena valute je prošla vrlo glatko, što se može činiti čudnim s obzirom na teške ratne uvjete koji su u to vrijeme vladali u većini dijelova Hrvatske.

Uvođenje vlastite valute nije bila samo politički mudra odluka, već i neophodan preduvjet za provođenje novčanih reformi i stabilizaciju gospodarstva. Putem namjerne politike visoke inflacije i svoje dominacije u Narodnoj banci Jugoslavije, Srbija se financirala "izvozom inflacije" (te prikupljanjem seigniorage od) svih ostalih članova još funkcionirajuće novčane unije. Ostali su plaćali inflacijski porez Srbiji. Novčana nezavisnost omogućila je stoga Hrvatskoj (kao i ostalim republikama biše Jugoslavije koje su krenule istim putem) da prestane plaćati inflacijski porez Srbiji, te ostvari

kontrolu nad vlastitom novčanom politikom - što je neophodan preduvjet za stabilizaciju gospodarstva.

Šest mjeseci nakon uvođenja Stabilizacijskog programa uvedena je stalna valuta (svibanj 1994. godine). Kuna je postala jedina zakonita valuta u Hrvatskoj. U to je vrijeme inflacija bila uvelike pod kontrolom, a povećavale su se i međunarodne pričuve središnje banke. Uvođenje stalne valute omogućilo je denominaciju brisanjem tri nule. U to je vrijeme gotovo većina stanovništva počela cijeniti stabilnu valutu. Uvođenje stalne valute povećalo je vjerodostojnost oblikovanja politike. Interesantno je da je uvođenje kovanica (koje su uslijed visoke inflacije u Jugoslaviji postale izlišne, te se za hrvatski dinar nisu niti izdavale), pridonijelo vjerodostojnosti reforme i nacionalnom ponosu prema stabilnoj valuti. Može se raspravljati o tome da je uvođenje hrvatskog dinara bilo gospodarski neophodno, dok je uvođenje kune bio više politički događaj koji je snažno doprinio općoj vjerodostojnosti.

Promjene instrumenata novčane politike nisu provedene preko noći. Mijenjanje naslijeđenih instrumenata socijalističke novčane politike može se smatrati neophodnim preduvjetom za povećanje djelotvornosti novčane politike. Hrvatska središnja banka je bila ključna za postizanje promjena u novčanoj politici.

Dok je u bivšoj Jugoslaviji Narodna banka primarni novac većinom kreirala kreditiranjem gospodarstva (reeskotiranje), od proglašenja svoje nezavisnosti hrvatska središnja banka primarni novac prije svega kreira novčanim učincima deviznih transakcija (odnosno, povećanjem neto inozemne aktive Hrvatske narodne banke). Na početku (tijekom 1992. i 1993. godine) jedan od strateških ciljeva novčane politike bio je stvaranje međunarodnih pričuva, jer su na kraju 1991. godine međunarodne pričuve središnje banke bile doslovno na nuli i taj je cilj bio potpuno opravdan. Na kraju 1997. godine bruto međunarodne pričuve dosegle su 2,5 milijardi USD, iznos gotovo jednak tromjesečnoj vrijednosti uvoza roba i usluga. Nakon primjene Stabilizacijskog programa, intervencije središnje banke na deviznom tržištu većinom su se odnosile na kupnju deviza od poslovnih banaka i bile su posljedica vrlo jake ponude deviza na

domaćem tržištu. Jedna od glavnih razlika između hrvatskog i bivšeg jugoslavenskog gospodarstva bila je upravo u tome što je na jugoslavenskom deviznom tržištu uvijek nedostajalo deviza. U Hrvatskoj od proglašenja nezavisnosti uvijek postoji višak ponude deviza na tržištu. Glavni izvori povećane ponude deviza su: jaki kapitalni priljevi tj. veliki suficit na kapitalnom i financijskom računu započet 1995. godine; građanstvo, koje u Hrvatskoj tradicionalno posjeduje veliku deviznu štednju proizašlu iz dobro razvijenog turizma i unilateranih transfera (doznaka) od bogate hrvatske dijaspore; te portfelji poslovnih banaka, odnosno želja poslovnih banaka da promijene valutnu strukturu svoje aktive u korist kunske. Poslovne banke su relativno likvidne što se tiče deviza, jer su u prošlosti banke držale devize da bi se osigurale od inflacijskih gubitaka. Budući da su novčane vlasti u Hrvatskoj započele ograničavati kredite poslovnim bankama, banke su počele mijenjati strukturu upravljanja svojim likvidnim sredstvima. Razlike u kamatnim stopama i povećanje kredibiliteta zemlje učinili su zaduživanje na svjetskom tržištu i kreditiranje kod kuće profitabilnom aktivnošću za banke - liberalizacija devizne regulative. Treba napomenuti da su sve socijalističke zemlje, uključujući bivšu Jugoslaviju, imale vrlo strogu deviznu regulativu. Nova regulativa u Hrvatskoj uvela je konvertibilnost tekućeg računa. Još uvijek postoje neka ograničenja na konvertibilnost kapitalnog računa, no devizne transakcije su znatno liberalizirane, što je, zajedno s tržišno određenim tečajem (slobodni tečajni režim), pridonijelo deviznim priljevima.

Znatne su promjene u mehanizmu odobravanja kredita središnje banke središnjoj državi i poslovnim bankama. Od 1993. godine krediti središnjoj državi zakonski su ograničeni na 5% vrijednosti proračunskih prihoda. Središnja država može uzeti samo kratkoročne kredite (tzv. kredite za premošćivanje nelikvidnosti) koji se trebaju otplatiti do kraja fiskalne godine, te se njima ne može financirati proračunski deficit. Pored toga, u 1994. godini su depoziti središnje države preneseni iz poslovnih banaka u središnju banku, čime je stavka neto krediti središnjoj državi postala negativna (tj. de facto država kreditira središnju banku). Početkom 1992. godine ograničeno je

selektivno odobravanje kredita poslovnim bankama; kasnije je (tijekom 1993. godine) to ukinuto. Prije su poslovne banke mogle financirati svoje kredite za poljoprivredu, izvoz, itd. kreditima središnje banke bez ikakvih ograničenja. Tako nije bilo moguće kontrolirati novčane agregate. Dokidanje ovakvog kreditiranja značilo je ukidanje tipične parafiskalne uloge novčanih vlasti (nasljeđe socijalizma). Pored toga, ti su krediti bili dodatno subvencionirani jer su njihove realne kamatne stope bile negativne. Potom su ostali krediti poslovnim bankama koji nisu bili osigurani kolateralom (ili su imali neutrživ kolateral) polako dokidani, te konačno svedeni na nulu.

Razvoj novih instrumenata i tržišno utemeljenih promjena *predstavljao je dodatni* potporanj novčanim reformama. Središnja banka je uvela takozvane blagajničke zapise HNB-a¹⁰ - kratkoročne vrijednosne papire. Njihov je glavni cilj sterilizacija novčanih učinaka intervencija na deviznom tržištu. U kratkom je razdoblju količina blagajničkih zapisa HNB-a, prodanih prvenstveno poslovnim bankama na tjednim aukcijama, povećana s nule na razinu od oko 8% vrijednosti novčane mase. *U starom sustavu banke su bile obvezne držati blagajničke zapise središnje banke. Blagajnički zapisi središnje banke su u biti predstavljali oblik pričuva, no remuneriranih. Postepeno su se obvezni blagajnički zapisi ukinuli. Danas je na poslovnim bankama da odluče žele li ih držati u svojim portfeljima ili ne. Potražnja za blagajničkim zapisima se stvara povećanjem njihovih kamata (čineći ih realno pozitivnim, te više u skladu s tržišnim kamatnim stopama), uvođenjem različitih rokova dospijeca (od jednog do šest mjeseci), te dopuštanjem da ih se koristi kao kolateral za različite kredite središnje banke (lombardni kredit, Repo ugovori, itd.), kao što će biti opisano u nastavku. Blagajničkim zapisima HNB-a se može trgovati na sekundarnom tržištu. Oni omogućavaju poslovnim bankama diverzificiranje svojih portfelja, te služe kao dodatne pričuve koje se lako mogu pretvoriti u likvidna sredstva ovisno o potrebi poslovnih banaka, a pod uvjetima koje određuje središnja banka.*

Uvedeni su i drugi tržišni instrumenti kontrole novca. Oni uključuju Repo ugovore utemeljene na devizama ili blagajničkim zapisima HNB-a. Cijena Repo ugovora

određuje se na aukcijama. Nadalje, blagajnički zapisi HNB-a (kao što je napomenuto) i kratkoročni trezorski zapisi (koje izdaje Ministarstvo financija) mogu se koristiti kao kolateral u slučaju lombardnih kredita, kredita koji poslovne banke mogu koristiti u svrhu upravljanja svojom dnevnom likvidnošću. Ukratko, mnogo je napora uloženo u poboljšanje instrumenata novčane politike povećanjem njihove djelotvornosti i fleksibilnosti, te preusmjeravanjem novčane kontrole na neizravne instrumente. Do kraja 1997. godine su gotovo svi instrumenti novčane politike bili tržišno određeni.

3.2. Reforme financijskog sektora

Financijske strukture u Hrvatskoj su u usporedbi s tržišnim gospodarstvima nedovoljno razvijene. Tržišta su plitka i uska. Na kraju 1997. ukupna likvidna sredstva (M4) iznosila su oko 45%, a bilanca poslovnih banaka oko 75% vrijednosti BDP-a. Bankarski sektor u Hrvatskoj predstavlja najvažniji segment financijskog posredništva.

Na kraju 1997. godine bankarski sustav Hrvatske činile su 61 poslovna banka i 33 štedionice. No, koncentracija je u bankarstvu velika. Nešto manje od polovine ukupnog kapitala banaka pripada dvjema najvećim bankama, od kojih su obje smještene u Zagrebu, glavnom gradu Hrvatske. *Jedna od tih banaka je u većinskom privatnom vlasništvu, dok je druga nedavno sanirana, te je u gotovo 100%-tnom vlasništvu države.* Prema podacima s kraja 1997. godine, pet najvećih banka kontrolira 58% ukupne aktive, što ukazuje na oligopolističku strukturu bankarstva.¹¹ Štedionice su obično lokalnog karaktera, a njihov je opseg aktivnosti ograničen u usporedbi s poslovnim bankama. One su specijalizirane za prikupljanje štednje i kreditiranje stanovništva i manjih poduzeća, a njihova ukupna bilanca čini tek oko 1% bilance poslovnih banaka.

Kako su tri od pet najvećih hrvatskih banaka (sve nedavno sanirane) gotovo u potpunom vlasništvu države, pitanje privatizacije banaka je među prvima na listi. Iako je krajnji cilj privatizacije banaka neosporan, manje je poznata brzina i način

privatizacije. Trebat će donijeti odluke o privatizaciji banaka imajući na umu preferencije vlasnika (države), te potrebu nastavka reformi s ciljem povećanja djelatnosti bankarstva. Kako su u usporedbi s europskim standardima ove banke male, razumnim se rješenjem čini kombinacija dokapitalizacije, po mogućnosti od strane strateškog partnera (strana banka voljna prenijeti svoj know-how), i rasprodaje postojećeg kapitala, no na početku 1998. godine nisu poznati još nikakvi konačni planovi.

Do kraja 1997. godine *devet je banaka bilo u većinskom stranom vlasništvu. Te banke, međutim, pokrivaju manje od 4% ukupne aktive banaka.* Banke su većinom u privatnom vlasništvu. Nedavno je osnovan niz novih privatnih banaka koje su neopterećene sumnjivim operacijama iz vremena socijalizma, no, financijski gledano, te banke su poprilično nevažne. Od 1990. godine broj se banaka povećao s 21 na 61.

Sanacija banaka i povećanje financijske discipline poslovnih banaka *čine vitalni dio opće reforme financijskog sektora u Hrvatskoj.* Da bi *postojalo djelatvorno financijsko posredništvo,* neophodno je imati zdrav bankarski i financijski sektor. Sve do sanacije bankarskog sektora (počevši s 1995. godinom) djelatvornost reformi novčane politike bila je znatno ograničena jer su gotovo propale banke nastavile djelovati, narušavajući tržište novca i posebice kreditno tržište. Treba napomenuti da su se poslovne banke u Hrvatskoj odvojile od centraliziranog bankarskog sustava (monobankarstvo) i izravne državne kontrole sredinom šezdesetih, znatno prije nego u ostalim bivšim komunističkim zemljama. No, banke naslijeđene iz prošlog sustava bile su pod jakim utjecajem ne-gospodarskih, socijalnih i političkih čimbenika. Vrlo su često raspolagale lošom aktivom. Tijekom 1991. i 1992. godine izglasane su mjere za restrukturiranje gospodarstva i linearnu sanaciju banaka (tj. primjenjivu na sve banke koje su poslovale u to vrijeme). One su urodile poboljšanjem bilance cijelog bankarskog sustava. *Kao što je već opisano,* od 1995. do kraja 1996. godine poduzeti su veliki naponi na saniranju četiri velike propale banke koje su činile 40% bankarske industrije. Ove su se banke često zaduživale na međubankarskom tržištu, podižući kamatne stope

i do 25-30% za prekonoćne i dnevne kredite. S njihovom se sanacijom (izdvajanjem loših kredita, likvidnosnim injekcijama i dokapitalizacijom od strane države) tržište novca normaliziralo, kamatne stope znatno opale (uklonjena je prekomjerna potražnja na međubankarskom tržištu), a stvoreni su i povoljni uvjeti za daljnju reformu novčane politike (promjene platnog prometa)¹².

Usprkos činjenici da su banke glavni financijski akteri na tržištu, postoje i druge institucije koje se brzo razvijaju (iako od vrlo niske početne razine). Na kraju 1997. u Hrvatskoj je djelovalo 20 osiguravajućih društava. Većina njih su mala i aktivna samo u nekim dijelovima osiguranja (većinom osiguranje vozila). Veliki je dio osiguravajućeg tržišta ograničen na nekoliko osiguravajućih društava, a jedno veliko društvo gotovo da drži monopol s udjelom od 72% u ukupnom portfelju na kraju 1997. godine.

U Zagrebu postoji međubankarsko tržište novca (Tržište novca - Zagreb) koje su poslovne banke osnovale u obliku dioničkog društva 1990. godine. Ono se većinom bavi prekonoćnim kreditima i vrlo kratkoročnim kreditima. Tržište novca igra veliku ulogu u održavanju dnevne likvidnosti banaka, no količina transakcija je skromna.

Tržište kapitala (Zagrebačka burza), iako osnovano 1992. godine, napredovati je počelo tek 1995. godine. Kotirane su dionice samo nekoliko kompanija i njima se trguje na sekundarnom tržištu, no kapitalizacija tržišta je relativno visoka (oko 25% BDP-a) zbog veličine listiranih kompanija. U 1997. godini ukupni promet na Zagrebačkoj burzi iznosio je 335 milijuna USD (jednostruko brojanje), što je deseterostruko više od iznosa za 1995. godinu. Trguje se i na neformalnom (OTC) tržištu, koje se pojavilo u većim gradovima.

Mirovinski fond koji se nalazi u državnom vlasništvu također upravlja znatnim sredstvima. Ukupni izdaci Mirovinskog fonda za 1997. iznosili su oko 12% BDP-a. No, kao što je već napomenuto, reforma mirovinskog sustava, s obzirom na veliki omjer ovisnosti (svakog umirovljenika financira samo 1,5 zaposlena osoba) i negativne demografske trendove, predstavlja vjerojatno jednu od najvećih potreba u Hrvatskoj.

Postoje planovi da se promijeni postojeći sustav "generacijske solidarnosti" u sustav utemeljen na "tri stupa", pri čemu bi neki od stupova bili u potpunosti financirani.

Očekuje se da će u skoroj budućnosti financijski sektor nastaviti ubrzano rasti, posebice na području osiguranja i tržišta kapitala. Poseban poticaj aktivnostima na tržištu kapitala trebao bi dati nastavak procesa privatizacije i stvaranje investicijskih fondova. Dosada se privatizacija u Hrvatskoj provodila kao mješavina preuzimanja vlasništva od strane uprave ili radnika (s time da su radnici kupovali uz znatan diskont) i izravnih prodaja kompanija domaćim i stranim ulagačima. Ovaj se proces odvija prema Zakonu o privatizaciji izglasanom 1991. godine, a koji je prošao dosta izmjena. Većina je malih i srednjih poduzeća privatizirana, no velike su kompanije, te javne i komunalne službe ostale u rukama države.

Sljedeću fazu privatizacije (koja se odvija početkom 1998.) predstavlja ograničena kuponska privatizacija putem koje će biti privatiziran veliki dio preostalog državnog portfelja. Kuponi su raspodijeljeni određenim grupama stanovništva (većinom žrtvama rata kao što su prognanici, ratni veterani, invalidi, itd.). Privatizacija će se nastaviti putem tri kruga ponuda za državni portfelj. Velik je broj onih koji su dobili kupone, iste povjerio novonastalim Investicijskim fondovima, koji će raspolagati diverzificiranim portfeljima vrijednosnih papira.

Pored procesa kuponske privatizacije, javne službe poput HPT-a, HEP-a, itd. bit će prodane strateškim ulagačima u skoroj budućnosti, no svaka će se kompanija rješavati zasebno. Stoga je proces privatizacije u Hrvatskoj daleko od završenog.

4. POUKE O TRANZICIJI - ŠTO SAM NAUČIO?

Ovaj posljednji dio nema namjeru u potpunosti opisati iskustvo tranzicije općenito, pa čak niti potpuno opisati slučaj Hrvatske. On također nema ambiciju stvoriti "prototip" tranzicije, jer se takvo što ne može učiniti. Postoje najmanje dva razloga zbog čega se prototipi ne mogu stvoriti: Prvo, različiti početni uvjeti u svakoj

zemlji sprječavaju određivanje općenitih pravila, i drugo, tranzicija je daleko od završene. Cilj je ovog odjeljka pokušati sažeti neka osobna iskustva koja proistječu iz mog angažmana u procesu donošenja odluka tijekom nekoliko posljednjih godina u Hrvatskoj, imajući na umu iskustva ostalih gospodarstava u tranziciji. Dakle, što sam naučio?

Prva pouka glasi: "Rim nije sagrađen preko noći." Bit je u tome da su provedba i dosljednost u provedbi ključni za uspješnu tranziciju. Važno je razumjeti da je tranzicija dugotrajni projekt. Rušenjem Berlinskog zida stvoreni su samo neki od preduvjeta za dugo putovanje prema tržišnom gospodarstvu. Provedba i marljivost ključni su za krajnji uspjeh. Važno je znati što treba učiniti, no neophodno je to i sprovesti. Dobar primjer za to jest sanacija najveće banke u Hrvatskoj. Od Stabilizacijskog programa i stabilnosti cijena 1994. godine središnja banka je bila svjesna činjenice da je ta banka insolventna. No, odluka o početku sanacije formalno je donijeta tek na samom kraju 1996. Očekuje se da će ozbiljno restrukturiranje započeti tek 1998. godine. Zaključak glasi: Uvijek imaj jasan cilj pred sobom.

Druga pouka glasi: "Držite se zajedno". Kao što je Benjamin Franklin rekao: "Uistinu se moramo držati zajedno, jer ćemo u protivnom zasigurno "izvisiti" pojedinačno". Ukoliko tranzicija treba biti uspješna, ona se mora temeljiti na konsenzusu velikih grupa glede dugoročnih društvenih ciljeva. Može se raspravljati o tome da su gospodarska načela tranzicije bila prilično razumljiva, no da se donekle zanemario političko gospodarski okvir procesa donošenja odluka. Oni koji oblikuju politiku trebaju posjedovati: znanje, odlučnost, i posljednje, no ne manje važno, političku moć da provedu promjene. Široka i jaka politička podrška osnova je uspješne tranzicije.¹³ *Bez takve potpore nije moguće provesti odlučne reforme. Ukoliko Vlada mora voditi dugotrajne bitke za svaki novi zakon u Saboru, ili još gore, ostvariti kompromis s mogućim koalicijskim partnerima, mnogo se energije gubi na politički proces, pa ne ostaje dovoljno za odlučne i ponekad bolne gospodarske mjere. Konačno, zdrave će gospodarske politike političare nagraditi povećanim blagostanjem*

stanovništva u cjelini. No, reforme obično iziskuju neposredne troškove. Tranzicija iskazuje svoje troškove u obliku početnog pada BDP-a, što se očituje povećanjem nezaposlenosti, skokovima cijena uslijed liberalizacije cijena (i opadanja realnih plaća), smanjenjem različitih povlastica vrlo darežljivog (no nedjelotvornog) zdravstvenog sustava, potpora za izgradnju kuća, itd. Problem je u tome što obično važan politički odabir leži između neposrednih troškova i buduće koristi od tih reformi. Stoga oni koji oblikuju politiku ne trebaju misliti samo o dobrom gospodarskom planu, zadobivanju političke potpore i njegovoj provedbi, već moraju i educirati javnost u cijelosti. Zaključak bi mogao glasiti: "Nikada ne ignoriraj javno mijenje, no nikada ne sklapaj kompromis glede zdravih gospodarskih načela (na makro i mikro planu) u dugoročnom razdoblju."

U Hrvatskoj je bilo relativno lako naći političku podršku za reforme, iako se mora napomenuti da je od 1994. do 1996. bilo puno lakše provoditi reforme nego u 1997. i 1998. Kao što je prethodno napomenuto, s obzirom na vrlo teško vanjsko okruženje (agresiju, okupaciju dijelova teritorija, rat u Bosni i Hercegovini, itd.) svi su (uključujući oporbene stranke, sindikate i stanovništvo općenito) bili zabrinutiji za sam opstanak Hrvatske kao nezavisne države nego za pitanja kao što su: nejednaka raspodjela prihoda, povećanje plaća, problemi privatizacije, itd.

Treća pouka glasi: "Svaka akcija stvara reakciju." Newtonov zakon fizike može se primijeniti i na tranziciju. Tranzicija predstavlja značajne promjene u svakodnevnom životu stanovništva. Nikada ne treba zaboraviti jake interesne grupe vezane uz stari sustav i njihov otpor prema promjenama. Tranzicija često znači preraspodjelu. To kod mnogih mora prouzročiti otpor. Svaka će reforma stvoriti reakciju kod onih koji su negativno pogođeni. Makroekonomska stabilizacije je obično glamurozna, daje brze rezultate (ili brze neuspjehe), te koristi stanovništvu u cijelosti. No, strukturne se reforme sastoje od napornih, mikroekonomskih restrukturiranja, pri čemu svaka uključena osoba (posebno one koje dobiju otkaz) posjeduje svoj jedinstveni matični broj. Stoga je opasnost od opiranja mikroekonomskim reformama puno veća od

opasnosti od opiranja makroekonomskim reformama. Nepotrebno je reći da bez odgovarajućih mikroekonomskih promjena makroekonomska stabilizacija neće imati dugoročan uspjeh. Netko će sporost strukturnih reformi i privatizacije objasniti tim otporom, te nedostatkom ljudskog kapitala koji bi proveo takve reforme. Zaključak bi trebao glasiti da ukoliko se priželjkuje uspjeh reformi, treba postojati dobro razvijeni sustav socijalnog osiguranja.

Četvrta pouka glasi: "Podržimo Darwina". Bez jasnog straha od neuspjeha, tržišni okvir neće djelovati. Bivša su socijalistička poduzeća i njihova uprava bili naviknuti na meka proračunska ograničenja. Svetost ugovora u poslovanju mora poštivati svaka ugovorna strana, a ona mora biti provediva i zakonskim okvirom. To još uvijek nije slučaj u svim bivšim socijalističkim zemljama. Ako je to tako, ako pravila izlaska nisu dobro utvrđena i provediva, stvara se problem moralne opasnosti. Dobar primjer za to jest bankarstvo u Hrvatskoj. Kao što je ranije napomenuto, u Hrvatskoj postoji oko stotinjak depozitnih institucija (banaka i štedionica). To je velik broj u odnosu na BDP i stanovništvo, posebice u usporedbi sa sličnim gospodarstvima. Politika lakog ulaska na tržište predstavljala je namjerni pokušaj povećanja konkurentnosti u bankarstvu. No, iako se povećao broj institucija, oligopoli i niše dominiraju tržištem¹⁴. Pored toga, takve su banke obično nedovoljno kapitalizirane¹⁵, te uz nedostatak primjerenog znanja i slab sustav nadzora završavaju u rizičnom i nezdravom bankarskom sustavu. Kako su banke glavni financijski posrednici u tranziciji, one svoju ulogu ne mogu djelotvorno obavljati. Stoga jasna vizija buduće strukture bankarstva treba biti određena od samog početka. Pravila izlaska s bankarskog tržišta (stečajni postupci) trebaju biti pojednostavljena, a proces ubrzan. Strah od propasti treba biti realan. Vezano uz to je i pitanje jačanja nadzora banaka, tj. očuvanje financijske stabilnosti. Pravila za nadzor banaka (većinom utemeljena na preporukama Baselskog odbora za nadzor banaka - Basel Committee on Banking Supervision) relativno se jednostavno prihvaćaju, no njihovo je provođenje ključno za povećanje sigurnosti bankarstva. Osim toga, na osnovu iskustva u Hrvatskoj čini se da je puno

lakše otvoriti, nego zatvoriti banku. Zaključak je da tranzicija podrazumijeva jake asimetrije.

Peta pouka glasi: "Quod Licet Iovi Non Licet Bovi" (Nije sve za svakoga.). Ne mogu se sva načela razvijenih tržišnih gospodarstava automatski primijeniti na bivše socijalističke zemlje. Drugim riječima, prilikom osmišljavanja reformi za zemlje u tranziciji u obzir treba uzeti i uvjete specifične za zemlju, kao i one specifične za "socijalizam". Tržišna gospodarstva djeluju u dobro utvrđenom institucionalnom i zakonskom okviru, te uz provediva pravila. Ne može se sve odrediti zakonom. Postoje, na primjer, velike razlike u sofisticiranosti financijskih tržišta SAD-a i Hrvatske. Tako je mehanizam prijenosa u slučaju djelovanja određene politike vrlo različit. Prema tome, niti jedna mjera ili reforma ne može biti analizirana izvan konteksta pojedine zemlje. *Na primjer, Hrvatska je otpočela svoju tranziciju iz samoupravljanja koje je dozvoljavalo veću gospodarsku slobodu od krutih sustava centralnog planiranja u većini ostalih bivših socijalističkih zemalja. To nam je omogućilo puno brže uvođenje tržišnih načela. Tijekom socijalizma mala su imanja ostala u privatnom vlasništvu, što nije bio slučaj s bivšim Sovjetskim Savezom. Drugi primjer čine dijaspora i izloženost "kulturi Zapada". Hrvati su iselili u druge zemlje ne samo na prijelazu XX. stoljeća, već i nakon gospodarskih reformi 1965. godine (posebno u zemlje Europe). Kući su slali novac, te svojoj rodbini služili kao prozor prema Zapadu. Sustav obrazovanja bio je puno otvoreniji, te su tako gospodarska načela (do određene mjere) bila podučavana na sveučilištu usporedo sa socijalističkim dogmama. Dodatni zasebni čimbenik jest veličina zemlje. U maloj zemlji kao što je Hrvatska vrlo je lako okupiti predstavnike cijele industrije u jednoj sobi. Velike zemlje, kao što su Poljska ili Ukrajina, nemaju takvu privilegiju, iako one iz svoje veličine vuku mnogo drugih koristi.* Zaključak glasi: Osnovna, gospodarska načela djeluju u tranziciji, no proces donošenja odluka treba razmotriti uz uvjete specifične za svaku zemlju.

Šesta pouka glasi: "Veliki brat nas promatra". Integracije u svjetska tržišta, iako neophodne i korisne, imaju i svojih mana. Bez da se osvrćemo na koristi, treba

zapamtiti da otvaranje tranzicijskih zemalja ukazuje na to da se stupnjevi slobode onih koji donose odluke smanjuju kako se tranzicijske zemlje sve više integriraju u svjetsko gospodarstvo. Donositelji odluka su pod sve budnijim okom svjetskih tržišta i ulagača. Pored toga, svojim se otvaranjem tranzicijske zemlje izlažu povremenim vanjskim šokovima, kao što je izbijanje azijske krize u 1997. Problem vanjskih šokova u slučaju mnogih tranzicijskih zemalja pogoršava se povećanjem deficita tekućeg računa¹⁶ i vezanim (ili kvazi vezanim) tečajnim režimom. Zaključak glasi: "Uvijek primi dobru vijest kao privremenu, a lošu kao stalnu."

Konačno, pošteno je zapitati se što se moglo učiniti drugačije tijekom posljednjih sedam godina tranzicije u Hrvatskoj gledano iz današnje perspektive? Kako je tranzicija još u tijeku, a ja sam osobno i dalje unutar nje, vrlo je teško dati objektivian odgovor. No, moja bi sedma i posljednja pouka mogla glasiti: "Premalo i prekasno". Ne mislim da su oni koji su oblikovali politike učinili velike greške, no neke su stvari učinjene presporo i nedovoljno odlučno, posebice u posljednje dvije do tri godine. S točke gledišta središnje banke, glavna pogreška leži u relativno slabom provođenju postojeće bankarske regulative. Stoga je neophodno brzo izgraditi djelotvoran nadzor banaka. Bez njega nije moguće provoditi oštrije bankarske regulative. S točke gledišta Vlade "Premalo i prekasno" se odnosi na izgradnju zakonskog okvira u kojem sve ugovorne strane strogo poštuju financijsku disciplinu. Brze stečajne procedure (ili strah od stečaja) neophodne su za donošenje odluka u decentraliziranom tržištu, što uključuje sve one u velikim državnim monopolima, kao i male samostalne obrtnike. Zakoni i pravila sama po sebi neće dati željeni rezultat i riješiti probleme ukoliko se strogo ne provode. Premalo i prekasno se također može primijeniti i na privatizaciju (o čemu je prethodno raspravljano). Naravno, treba vidjeti da li će ti problemi biti prebrođeni u skorjoj budućnosti, no vrijeme svakako istječe.

Nepotrebno je reći da većina ovih pouka nije "specifična za tranziciju", već se može primijeniti i na proces donošenja odluka u gotovo svim zemljama u razvoju. Proces tranzicije jest mnogo više od čistih, temeljnih Načela gospodarstva. Tranzicija je

interdisciplinarna, složena pojava koja zahtijeva i znanje i provođenje promjena. Ja čvrsto vjerujem da nema nadomjeska brzom i odlučnoj tranziciji ka tržišnom gospodarstvu. To ne znači da je tranzicija proces koji teče glatko, a brzo rastuće tržišno gospodarstvo bez inflacije prirodno stanje svakog društva. Postoje mnoge prepreke tržišnom gospodarstvu, a pojedinac ne treba biti ometen nelinearnošću uspjeha tranzicije. No, netko je davno rekao: "Prepreka je nešto što se vidi kada se pogled skrene s cilja".

Bilješke:

¹ Želio bih iskreno zahvaliti g. Evanu Kraftu, gostujućem znanstveniku u Hrvatskoj narodnoj banci na korisnim komentarima i prijedlozima. Nepotrebno je napominjati da sam preuzimam odgovornost za sve ostale greške i propuste.

² Vidi Ivo Bićanić and Marko Škreb, "The Yugoslav Economy from Amalgamation to Disintegration: Failed Efforts at Moulding a New Economic Space, 1919-1993", u *Economic Transformation in Central and Eastern Europe: Lessons and Legacies from the Past*, edited by David Good, (London: Routledge, 1994).

³ Ukoliko nije navedeno drugačije, podaci su preuzeti iz Biltena HNB-a i Mjesečnog statističkog prikaza Ministarstva financija. Bilten HNB-a se može naći na web stranici Hrvatske narodne banke: www.hnb.hr.

⁴ Za više detalja o programu vidi: Zoran Anušić, Željko Rohatinski and Velimir Šonje (editors), *A Road to Low Inflation*, Zagreb, Government of the Republic of Croatia, 1995 ili Mario I. Blejer and Marko Škreb editors, *Macroeconomic Stabilization In Transition Economies*, (Cambridge: Cambridge University Press, 1997).

⁵ Vidi: *Financijska praksa, Br. 1-2, Vol. XXI, 1997. Posebno izdanje o neslužbenom gospodarstvu (Sažetak na engleskom)*.

⁶ *Olivera-Tanzi učinak objašnjava pojavu prema kojoj u inflacijskom gospodarstvu realni porezni prihodi opadaju uslijed vremenskog pomaka između oporezivanja i naplate poreza. Kod brze dezinflacije događa se obrnuto. Vidi na primjer: Vito Tanzi (1978): Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina.* IMF Staff Papers, No. 25.

⁷ Zabilježena nezaposlenost je viša, te je u veljači 1998. dosegla 17,6%. No, ova brojka svakako uključuje mnoge koji su zaposleni u neslužbenom gospodarstvu, ali su registrirani u uredima za zapošljavanje. S druge strane, postoji znatan broj zaposlenih radnika koji ili ne primaju plaću, ili se ona isplaćuje nakon nekoliko mjeseci - vrsta skrivene nezaposlenosti.

⁸ Za detalje vidi Marko Škreb, "Monetary Independence as a Precondition for Macroeconomic Stability - The Case of Croatia," *Development and International Cooperation*, No. 20.21- Vol XI, June-December 1995, pp. 159-181.

⁹ Krajem 1997. naziv središnje banke je promijenjen iz naziva Narodna banka Hrvatske u naziv Hrvatska narodna banka kako bi bio više u duhu hrvatskog jezika.

¹⁰ Prije je taj instrument nosio naziv blagajnički zapisi NBH. Kako se promijenio naziv institucije, blagajnički zapisi sada nose naziv blagajnički zapisi HNB-a.

¹¹ Iako treba navesti da je pet najvećih kontroliralo 73,4% aktive u 1994., te da njihov udio otada stalno pada. Vidi Evan Kraft and Jason George, "The Structure of the Banking System in Croatia," *National Bank of Croatia Surveys*, June 1997.

¹² *Problem koji nastavlja mučiti novčanu politiku su dospjela nenaplaćena potraživanja. Ona su se povećala s 1 milijarde kuna početkom 1994. na otprilike 10 milijardi kuna početkom 1998. Dok se u 1994. i 1995. većinom radilo o dospjelim potraživanjima prema državi, ona danas nisu toliki problem. Glavni problem leži u nedjelotvornosti suda u slučaju stečajnog postupka.*

¹³ Vidi Dani Rodrik, "Understanding Economic Policy Reform" *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXIV, March 1996, pp 9-41.

¹⁴ U biti, nedavna je studija pokazala da su nove banke u prosjeku nedjelotvornije u upravljanju troškovima od starih banaka. Evan Kraft and Dogan Tirtiroglu, "Bank Efficiency in Croatia: A Stochastic-Frontier Analysis" *Journal of Comparative Economics*, March 1998.

¹⁵ Na papiru, većina novih, manjih banaka u Hrvatskoj ima dosta kapitala. U stvarnosti, kada se uzme u obzir vrsta kapitala i potencijalni gubici u njihovim portfeljima, ove banke nisu baš najbolje kapitalizirane.

¹⁶ European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report 1997*, (London: EBRD, 1997).