

Fiskalna konsolidacija, inozemna
konkurentnost i monetarna
politika: odgovor WIIW-u

Evan Kraft
Tihomir Stučka

Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIIW-u

Evan Kraft
Tihomir Stučka

Pregledi
Hrvatska narodna banka
Rujan 2002.

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

Izdaje:

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

Web adresa:

<http://www.hnb.hr>

Glavni urednik:

dr. sc. Evan Kraft

Uredništvo:

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

Urednica:

mr. sc. Romana Sinković

Grafički urednik:

Slavko Križnjak

Prijevod:

Lidija Čurčija

Lektura:

Marija Grigić
Dragica Platužić

Suradnica:

Ines Merkl

Tisak:

Intermark d.o.o., Zagreb

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

Tiskano u 470 primjeraka

ISSN 1332-2168

Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIIW-u

Sažetak

Recentne studije o alternativama u ekonomskoj politici za Hrvatsku koje je pripremio WIIW tvrde da je fiskalna disciplina u Hrvatskoj i dalje slaba te zagovaraju politiku koja bi uključivala restriktivniju fiskalnu politiku i labaviju monetarnu politiku usmjerenu na deprecijaciju nominalnog tečaja. Odgovarajući na navedeno, mi tvrdimo da je značajna fiskalna prilagodba već počela i da je cilj održivoga proračunskog deficita moguće ostvariti u srednjoročnom razdoblju. Uz to smo utvrdili da su hrvatski trgovinski problemi uvelike povezani s problemima kao što su isključenost iz područja slobodne trgovine te domaće administrativne prepreke domaćim ulaganjima i inozemnim izravnim ulaganjima. Pokušaji ostvarenja značajne deprecijacije nominalnog tečaja, ako su tehnički uopće ostvarivi, možda ne bi doveli do deprecijacije realnog tečaja. Uz to, ti bi pokušaji mogli imati neprihvatljive posljedice za inflaciju pa čak i na deficit na tekućem računu platne bilance s obzirom na očiglednu neelastičnost hrvatskog izvoza i značajnu ovisnost o uvoznom reprodukcijском materijalu.

JEL: P27; P24; E58; E60

Ključne riječi: fiskalna konsolidacija, monetarna politika, inozemna konkurentnost, Hrvatska

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Proračun i rast BDP-a	1
2.1. Rezultati <i>stand-by</i> aranžmana s MMF-om	1
2.2. Fiskalni doprinos rastu BDP-a	2
3. Održivost javnog duga	2
3.1. Simulacije ispunjavanja maastrichtskih kriterija	3
3.2. Praktični kvantitativni pristup fiskalnoj održivosti	4
4. Ekonomski odnosi s inozemstvom	6
4.1. Izvori i financiranje deficita na tekućem računu platne bilance	6
4.2. Deficit robne razmjene	7
4.3. Trgovinska konkurentnost i monetarna politika	8
5. Zaključak	10
Literatura	10

Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIIW-u

1. Uvod

U prvoj polovici 2001. Ured predsjednika Republike Hrvatske angažirao je Bečki institut za međunarodne ekonomske studije (WIIW) da tromjesečno prati ekonomska kretanja u Hrvatskoj. Analiza je provedena komparacijom ekonomskih kretanja u Hrvatskoj i ostalim tranzicijskim zemljama Srednje i Istočne Europe.

U svoja prva dva tromjesečna izvješća, objavljena u svibnju i studenome 2001., Vladimir Gligorov i Hermine Vidović iz WIIW-a analizirali su recentna ekonomska kretanja i iznijeli nekoliko dilema glede politike i perspektiva budućega ekonomskog razvoja Hrvatske (Gligorov i Hermine Vidović, 2001a i b). Njihovi temeljni nalazi mogu se sažeti ovako: u Hrvatskoj još nema fiskalne discipline; Hrvatska je suočena s neodrživom razinom inozemnog duga i nedostatkom inozemne konkurentnosti zbog pretjerano restriktivne monetarne politike. Oni preporučuju labaviju monetarnu politiku usmjerenu na postizanje fleksibilnijeg tečaja koji bi podržao izvoz te fiskalnu prilagodbu kojoj je cilj da podrži ulaganja.

Namjera nam je pridonijeti konstruktivnoj ekonomskoj raspravi uz pomoć analize nekoliko pitanja koja su istaknuli autori iz WIIW-a. Dva su područja u središtu naše pozornosti: fiskalna kretanja i deprecijacija valute kao sredstvo poboljšanja salda robne razmjene s inozetvom. Govoreći o fiskalnom pitanju, tvrdimo da je vlada u posljednje dvije godine poduzela velike korake prema fiskalnoj prilagodbi i da, sveukupno gledano, nije pokazala nedostatak fiskalne discipline u 2001. kao što se tvrdi u analizi WIIW-a. Vlada je na pravom putu prema fiskalnoj održivosti. Držimo da će postizanje ciljanih deficita u srednjoročnom razdoblju vjerojatno zahtijevati novi aranžman s MMF-om. Kada govorimo o saldu robne razmjene, nudimo alternativnu analizu hrvatskih trgovinskih problema i platnobilančne situacije i tvrdimo da bi deprecijacija domaće valute donijela više štete nego koristi domaćem gospodarstvu te da je ona neprimjereno sredstvo za podršku hrvatskom izvozu.

2. Proračun i rast BDP-a

2.1. Rezultati *stand-by* aranžmana s MMF-om

Nakon izbora u 2000. nova je vlada nastavila pregovore s MMF-om o provedbi *stand-by* aranžmana. Osnovni cilj vlade naveden u Pismu namjere (*Pismo namjere*, prosinac 2000.) jest smanjenje deficita proračuna konsolidirane središnje države (PKSD) na 5,3% BDP-a u 2001., 4,25% u 2002. i 1,25-1,5% u 2003. U studenome 2000. određene su stroge mjere štednje u dogovoru s MMF-om. Navedene su

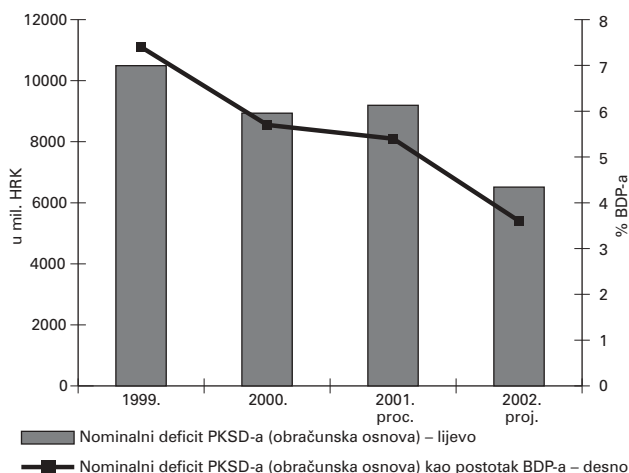
mjere podijeljene prema strukturnim i kvantitativnim kriterijima, pri čemu su točno određene dopuštene gornje granice izražene u apsolutnim iznosima, a ne u relativnim odnosima (tj. u odnosu prema BDP-u). Zbog toga ostvareni BDP, iako je premašio očekivanja, nije izravno utjecao na ostvarenje ciljeva. Ciljan je iznos deficita proračuna konsolidirane središnje države na obračunskoj osnovi, iznos dospjelih neplaćenih obveza koje treba podmiriti, iznos neto posudbi koje 10 velikih javnih poduzeća mogu dobiti od banaka te smanjenje mase plaća u državnom sektoru za 10%.

Preispitivanje realiziranoga u okviru *stand-by* aranžmana provedeno krajem godine potvrdilo je da su u potpunosti ispunjena tri od četiri kvantitativna kriterija (deficit proračuna konsolidirane središnje države na obračunskoj osnovi, podmirenje dospjelih neplaćenih obveza i neto posudbe 10 javnih poduzeća od banaka). U tom je smislu teško govoriti o nedostatku fiskalne discipline tijekom 2001.

Neki podaci koje je objavilo Ministarstvo financija mogu, međutim, stvoriti pogrešan dojam o fiskalnim kretanjima. Budući da se fiskalni izvještaji i dalje sastavljaju na gotovinskoj osnovi, brožčani podaci upućuju na to da je deficit rastao tijekom 2000. i da je nastavio rasti u 2001. Taj rast zapravo odražava podmirivanje dospjelih neplaćenih obveza (tj. plaćanje obveza nastalih u prethodnim godinama). Ako proračunski deficit promatramo na obračunskoj osnovi, vidimo da se on zapravo smanjivao. Podaci iskazani na gotovinskoj osnovi ne bi se u 2002. trebali značajno razlikovati od podataka na obračunskoj osnovi s obzirom da je podmiren najveći dio dospjelih neplaćenih obveza.

Iako je istina da vlada nije uspjela smanjiti masu bruto plaća koje se financiraju iz proračuna za 10%, kako je do-

Slika 1. Mjere deficita državnog proračuna



Izvor: *Pismo namjere*, 14. veljače 2002.

govoreno Pismom namjere (četvrti kvantitativni cilj), to je nije spriječio da ostvari sveukupni ciljani deficit. Štoviše, uz kvantitativne mjere provedeno je i mnogo sporazumom dogovorenih strukturnih mjera. Zbog toga je zaključak autora iz WIIW-a da najavljene stroge mjere štednje nisu provedene, u osnovi, netočan.

Kažemo da je zaključak u osnovi netočan zbog toga što smanjenje deficita nije postignuto na planirani način. Budući da ciljano smanjenje plaća nije ostvareno, prilagodba deficita uglavnom je ostvarena smanjenjem kapitalne potrošnje. Smanjenje mase plaća u javnom sektoru imalo je manju ulogu u prilagodbi deficita (masa plaća smanjena je za 4%), kao i smanjenje subvencija i transfera stanovništvu. Smanjenje tih stavki u konsolidiranom proračunu za 2002. bit će veliki izazov za vladu.

Neke su mjere poduzete tek krajem 2001. Primjerice, izmijenjen je zakon o dječjem doplatku da bi se značajno smanjili izdaci za dječje doplatke. Transferi za dječje doplatke u 2001. bili su otprilike dvostruko veći od planiranih. Mirovinska reforma i reforma zdravstva su u tijeku, iako je potonja još prilično letargična. Veliko smanjenje kapitalnih rashoda u 2001. moglo bi stvoriti dodatne kapitalne troškove u 2002., koji će morati biti strogo kontrolirani.

2.2. Fiskalni doprinos rastu BDP-a

Imajući u vidu da su ukupni rashodi PKSD-a bili u 2001. nominalno za 0,17% manji nego u prethodnoj godini, teško se možemo složiti s mišljenjem WIIW-a da je "jedan očigledan razlog većeg rasta BDP-a od očekivanoga veća

državna potrošnja od projicirane" (WIIW, 2001b, str. 1). Procjene pokazuju da je doprinos državne potrošnje rastu BDP-a tijekom 2001. bio negativan i da je iznosio -1,0% (Tablica 1.). Drugim riječima, u 2001. godini državna je potrošnja realno smanjena za 3,9%.

Glavni generatori rasta BDP-a bili su domaća potrošnja, kapitalna ulaganja i rast zaliha. Osobna potrošnja porasla je za 4,6%, a kapitalna ulaganja za oko 9,7%, pri čemu se procjenjuje da je udio privatnih kapitalnih ulaganja u ukupnim kapitalnim ulaganjima bio 12,3%.¹

Veliki rast uvoza tijekom 2001. može se djelomično pripisati povećanom uvozu strojeva. Izražen u američkim dolarima, uvoz strojeva je povećan za 32%, a njegov je udio u ukupnom uvozu iznosio 20%. Uz to, uvoz automobila jednokratno je povećan u prvih jedanaest mjeseci 2001. za 24% u usporedbi s prethodnom godinom zbog najave ukidanja nekih poreznih olakšica za branitelje. Deficit robne razmjene izazvan velikim uvozom kapitalnih dobara ne mora nužno biti negativno ekonomsko kretanje. Povećanje uvoza kapitalnih dobara trebalo bi značiti povećanje potencijalne proizvodnje i veću produktivnost u budućnosti.

3. Održivost javnog duga

Kad raspravljamo o pitanju održivosti duga, usredotočujemo se na fiskalni sektor s obzirom da je on najznačajnija briga ekonomske politike. Veliki državni dug, ako je financiran iz domaćih izvora, može dovesti do povećanja poreza

Tablica 1. Bruto domaći proizvod po rashodnoj metodi, u stalnim cijenama (1997. = 100), u milijunima kuna

	2000.				2000.	2001.				2001. procj.
	1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.		1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	
Stalne cijene (1997.), u mil. kuna										
BDP	30.332	32.450	35.132	33.241	131.156	31.602	33.976	36.555	34.372	136.506
Finalna potrošnja	26.840	27.664	26.499	29.452	110.455	27.601	28.664	26.313	30.113	112.691
Stanovništvo	18.560	19.428	18.304	21.223	77.514	19.543	20.749	18.685	22.065	81.042
Država	8.280	8.236	8.195	8.229	32.941	8.058	7.915	7.628	8.048	31.649
Stvaranje bruto fiksnoga kapitala	6.177	8.164	7.799	7.157	29.298	6.892	8.793	8.097	8.351	32.133
Promjene u zalihama	1.094	713	-2.818	2.396	1.386	2.109	3.570	-3.533	603	2.748
Izvoz robe i usluga	10.610	13.411	21.204	12.614	57.838	11.066	13.756	24.254	13.989	63.066
Uvoz robe i usluga	14.389	17.503	17.551	18.378	67.821	16.066	20.806	18.576	18.684	74.133
Doprinosi (postotni bodovi)										
BDP	3,7	4,5	4,1	2,4	3,7	4,2	4,7	4,0	3,4	4,1
Stanovništvo	3,3	3,5	0,8	2,2	2,4	3,2	4,1	1,1	2,5	2,7
Država	0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,2	-0,7	-1,0	-1,6	-0,5	-1,0
Stvaranje bruto fiksnoga kapitala	-1,0	-0,8	-0,3	-1,3	-0,8	2,4	1,9	0,8	3,6	2,2
Promjene u zalihama	0,3	1,4	-0,9	2,4	0,8	3,3	8,8	-2,0	-5,4	1,0
Izvoz robe i usluga	1,7	3,8	7,2	1,6	3,7	1,5	1,1	8,7	4,1	4,0
Uvoz robe i usluga	-1,1	-3,1	-2,4	-2,0	-2,2	-5,5	-10,2	-2,9	-0,9	-4,8

Izvor: Baza podataka HNB-a

1 Izvor: Pismo namjere, 15. ožujka 2002. Tablica 3, str. 22.

ili, zbog povećanja kamatnih stopa, do istiskivanja (engl. crowding-out) privatnog sektora. Ako se financira iz inozemnih izvora, veliki državni dug može iziskivati drastičnu makroekonomsku prilagodbu, što bi poremetilo stabilnost.

Mogli bismo se usredotočiti i na održivost cjelokupnoga inozemnog duga. Međutim, trenutačno, inozemno zaduživanje hrvatskoga privatnog sektora nije značajan čimbenik. Udio banaka i ostalih sektora u ukupnom inozemnom dugu je 44%, a udio države je 45%. Relativno je malo nedržavnih tvrtki koje imaju pristup međunarodnim tržištima kapitala. Banke imaju pristup tim tržištima, ali kretanja zaduženosti banaka trenutačno nisu zabrinjavajuća. Nadalje, budući da strane banke kontroliraju gotovo 90% aktive hrvatskoga bankovnog sustava, njihove banke "majke" podržavaju (ako već ne jamče za) njihovo zaduživanje. Dakako da smo svjesni činjenice da inozemno zaduživanje privatnog sektora, utemeljeno na pogrešnom vjerovanju da će tečaj ostati nepromijenjen, može biti važan čimbenik financijske krize, kao što je bio, primjerice, u nedavnoj krizi u Indoneziji i Tajlandu. Međutim, čini se da ta vrsta zaduživanja još nije značajno pitanje u Hrvatskoj.

Prema definiciji, javni je dug održiv kad razina javnog duga može dugoročno ostati nepromijenjena, a da ne dovede do potrebe mijenjanja fiskalne politike.² Hrvatski dug nije održiv u tom smislu, a fiskalne se reforme provode kako bi se smanjio deficit. Zbog toga nije primjereno pitanje je li održivost postignuta, nego je pitanje vodi li vladina politika prema održivosti.

Prije rasprave o pitanju održivosti državnog duga moglo bi biti korisno osvrnuti se na nedavnu prošlost. Povijest pristupa hrvatske vlade međunarodnim financijskim tržištima nije duga. Inozemni dug prvi je put premašio dug financiran iz domaćih izvora tijekom 1997. (Slika 2.). Inozemnim zaduživanjem bilo je osigurano jeftinije financiranje s obzirom na to da su domaće kamatne stope bile izuzetno visoke, a njime je izbjegnuto i strah od istiskivanja privatnog sektora. U razdoblju od 1998. do 2000. ukupni dug konsolidirane središnje države neprestano je rastao, dosegnuvši u 2000. godini 38,1% BDP-a, i bio je uglavnom financiran iz vanjskih izvora. Od 2001. ukupni je

dug, izražen u kunama, stagnirao (38,6% BDP-a), uglavnom zbog smanjenja proračunskog deficita, a manjim dijelom zbog jačanja domaće valute. Očekuje se da će dug stagnirati i tijekom 2002.

Nekoliko je pristupa ocjenjivanju održivosti državnog duga. Dominantan način jest analiza primarnog deficita. Svjetska se banka koristila tom metodologijom da bi pokazala da fiskalna politika koja je provedena do 2000. nije bila održiva.³ U tom je razdoblju država ostvarila primarni deficit, na obračunskoj osnovi, od 4,7% BDP-a (1998.) i 2,7% (1999.). U osnovnom scenariju procijenjeno je da dugoročno održiva razina primarnog deficita iznosi približno 0,3% BDP-a. Ako se inicijalni dug umanji za pričuve središnje banke, vjerojatne buduće prihode od privatizacije i potencijalne obveze, održivi primarni deficit povećava se na 0,5% BDP-a. Ta bi razina primarnog deficita osigurala ne-Ponzi financiranje.

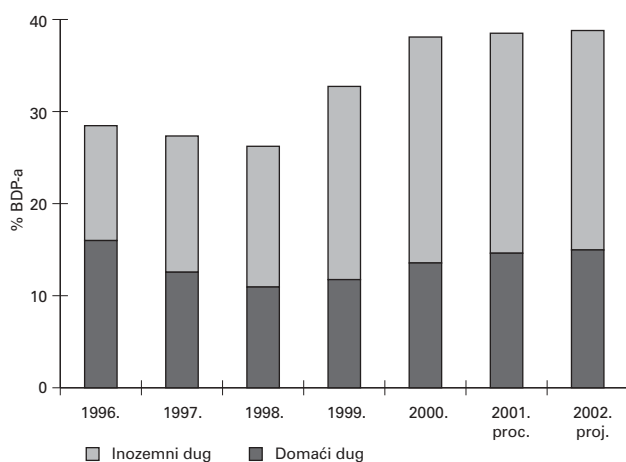
Procjene MMF-a o primarnom deficitu donekle se razlikuju od procjena Svjetske banke. Prema procjeni MMF-a udio primarnog deficita u BDP-u, na obračunskoj osnovi, smanjen je sa 5,8% u 1999. na 3,5% u 2001. Predviđa se da će se primarni deficit smanjiti na 1,4% BDP-a u 2002. Zbog toga je vlada na pravom putu prema održivoj fiskalnoj politici, iako još nije postignuta održiva razina duga.

3.1. Simulacije ispunjavanja maastrichtskih kriterija

Drugi način analiziranja fiskalne politike jest simulacija maastrichtskih kriterija koje će Hrvatska morati ispuniti u sljedećih šest do osam godina. Te se simulacije mogu napraviti s pomoću modela diferencijskih jednadžbi.⁴ Prema Ugovoru iz Maastrichta, u kojemu su određeni preduvjeti za ulazak u Europsku monetarnu uniju, maksimalni dopušteni udio duga u BDP-u jest 60%, maksimalni udio proračunskog deficita u BDP-u je 3%, a inflacija smije premašivati stopu inflacije u tri zemlje članice EMU-a s najnižom stopom inflacije za najviše 1,5 postotnih bodova.⁵ Pretpostavimo da će stope inflacije u zemljama s najnižom stopom inflacije u EMU zauvijek ostati oko 1,5%. Iz toga proizlazi da bi Hrvatska dugoročno trebala održavati stopu inflacije na najviše 3,0%.⁶

Moguće je provesti tri vrste simulacije. Prva simulacija obuhvaća fiksiranje udjela duga u BDP-u i izračunavanje učinaka različitih trendnih stopa rasta BDP-a na proračunski deficit. Preciznije rečeno, simuliramo približnu trendnu realnu stopu rasta BDP-a od 4%, 3% i 2% BDP-a. Uz trendnu realnu stopu rasta od 3% BDP-a, Hrvatska bi si "mogla dopustiti" prosječni deficit od 3,4% BDP-a i ostati u granicama razine deficita dopuštene maastrichtskim ugovorom. U drugoj simulaciji fiksiramo udio duga u BDP-u i pretpostavljamo tri različite veličine proračunskog deficita kako bismo utvrdili koliko trendnu realnu stopu rasta BDP-a podrazumijeva svaka od odabranih veličina deficita. Primjenjujući oba maastrichtska kriterija (udio duga u BDP-u i prosječni deficit), dolazimo do rezultata koji pokazuju da je Hrvatskoj za zadovoljenje tih kriterija potrebna trendna realna stopa rasta BDP-a

Slika 2. Domaće i inozemno zaduživanje



Izvor: Bilten HNB-a, Tablica I3

2 Brümmerhof (1996.)

3 Svjetska banka, 2001., Dodatak A1, str. 91 – 95.

4 Ako trend rasta BDP-a iznosi $a\%$, a prosječni udio deficita u BDP-u $b\%$, tada će se stanje duga kretati prema $b\% + b\%/a\%$.

5 Sporazum također određuje da dugoročne kamatne stope ne smiju za više od 2% premašivati one u državama s tri najniže stope inflacije te da tečaj mora biti stabilan u prethodne dvije godine.

6 U 2001. je stopa inflacije iznosila 2,6%.

od najmanje 2,3%. Ako se prosječni deficit održava na razini od 2% BDP-a, kao što je planirano za srednjoročno razdoblje, odgovarajuća minimalna trendna realna stopa rasta BDP-a iznosi samo 0,4%. Treći scenarij obuhvaća fiksni proračunski deficit i različite trendne realne stope rasta BDP-a. Rezultati ove simulacije pokazuju da bi se, pod uvjetom da vlada ustraje na prosječnom deficitu od 3% BDP-a, a gospodarstvo ostvari trendnu realnu stopu rasta od 3%, udio duga kretao oko 53% BDP-a.

Sažeto rečeno, rezultati simulacija pokazuju da uz konstantnu stopu inflacije od 3% Hrvatska već sada udovoljava kriteriju udjela duga u BDP-u. Vlada namjerava u 2003. godini ostvariti proračunski deficit od 3% BDP-a. Minimalni uvjet za ispunjavanje maastrichtskih kriterija je trendna nominalna stopa rasta BDP-a od 5,3%. To bi zahtijevalo realni trend rasta od oko 2,3%, što je stopa koju smatramo ostvarivom.

Tablica 2. Simulacije različitih ishoda ispunjavanja maastrichtskih kriterija, u postocima

	Rast BDP-a	Proračunski deficit	Stanje duga
1. scenarij	7,0	3,9	60,0
1 2. scenarij	6,0	3,4	60,0
3. scenarij	5,0	2,9	60,0
1. scenarij	5,3	3,0	60,0
2 2. scenarij	4,3	2,5	60,0
3. scenarij	3,4	2,0	60,0
1. scenarij	7,0	3,0	45,9
3 2. scenarij	6,0	3,0	53,0
3. scenarij	5,0	3,0	63,0

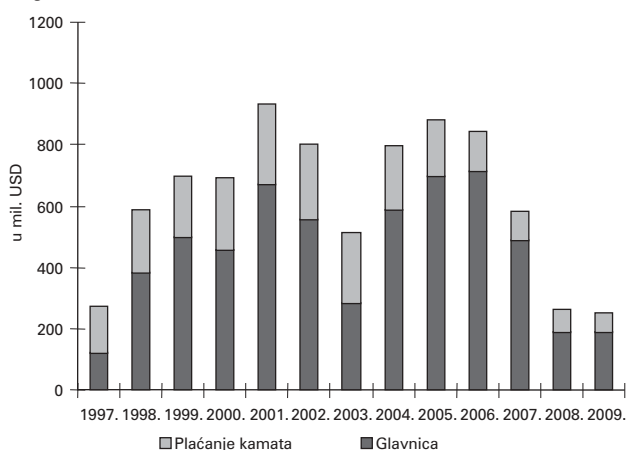
Izvor: Procjene autora

Ukratko, ove simulacije upućuju na to da Hrvatska može relativno jednostavno ispuniti maastrichtske kriterije, čak i ako ostvaruje male stope rasta. Veće stope rasta bi, dakako, ostavile više prostora za veće proračunske deficite, ali zasigurno ne bi bilo razborito projicirati realnu stopu rasta višu od 4%.

Netko bi ipak mogao reći: U redu, Hrvatska može zadovoljiti maastrichtske kriterije, ali ti su kriteriji donekle proizvoljni i ne mogu se primijeniti na tranzicijske zemlje onako kako se primjenjuju na sadašnje članice EU. Međutim, još nekoliko dodatnih argumenata govori u prilog održivosti duga. Točnije rečeno, mi ne smatramo da je projekcija državnog duga zabrinjavajuća zato što je ročna struktura duga povoljna. Godina 2001. bila je teška sa stajališta fiskalne pozicije, uz vrlo velike otplate glavnice i potrebu podmirenja najvećeg dijela dospjelih neplaćenih obveza. Tijekom sljedeće četiri godine preostat će dovoljno prostora za refinanciranje starog duga pa stoga i za snižavanje troškova financiranja. Hrvatska se, osim toga, može zaduživati na duže rokove zbog ojačanog povjerenja inozemnih ulagača. To proračunu omogućuje ujednačenu otplatu dugova.

Istodobno, Hrvatska očekuje značajne prihode od privatizacije tijekom 2002. i 2003. Ti će se prihodi ostvariti privatizacijom nacionalnog poduzeća za proizvodnju, prijenos i distribuciju električne energije te privatizacijom nacionalne naftne kompanije (25% do 35% HEP-a i

Slika 3. Struktura ročnosti inozemnog duga i troškova servisiranja duga



Izvor: Baza podataka HNB-a

INA-e), Jadranskog naftovoda, nacionalnog osiguravateljskog društva Croatia osiguranje, preostalog državnog udjela u bankovnom sektoru i inicijalnom javnom ponudom preostalog udjela u Hrvatskom telekomu. To bi državi moglo ostaviti dovoljno prostora za predah i stvoriti mjesta za daljnju konsolidaciju javnih financija u 2002. i 2003. Predviđeni prihodi od privatizacije trebali bi u 2002. godini činiti 1,4% BDP-a.

3.2. Praktični kvantitativni pristup fiskalnoj održivosti

U alternativnom, praktičnom pristupu održivost javnih financija promatra se sa stajališta mogućnosti kontrole.⁷ U tom smislu najvažnije pitanje su neto tokovi obveza države, a ne pitanja razine deficita i duga. Povećanje neto obveza države može, kao što je već rečeno, ozbiljno utjecati na stabilnost valute putem poremećaja u obliku povećanja kamatnih stopa. Uz to, može voditi do velikog smanjenja proračunskih rashoda i povećanja poreza. Perotti, Strauch i von Hagen (1998.) predlažu praktične alate za određivanje je li država na pravom putu da ponovno postigne fiskalnu održivost. Ta su kvantitativna mjerila predložena za procjenjivanje spremnosti svih zemalja kandidata za ulazak u EMU.

Definirana su tri kvantitativna stupnja praktičnog vrednovanja održivosti. Na prvom se stupnju procjenjuje iznosi li smanjenje udjela primarnog deficita u BDP-u barem 0,5 postotnih bodova BDP-a. Na drugom se stupnju procjenjuje iznosi li relativni doprinos smanjenog udjela potrošnje smanjenju deficita tijekom konsolidacije barem 2/3 inicijalnog doprinosa potrošnje povećanju deficita. Treći, posljednji stupanj zahtijeva procjenu jesu li poduzeti koraci koji će preokrenuti trend povećanja rashodnih stavki koje dovode do povećanja deficita. Iz ovoga proizlazi da je zemlja koja je prošla posljednju fazu procjene uspjela preokrenuti trend rasta rashoda koji su izvor povećanja deficita.

Pretpostavljamo da je fiskalno pogoršanje (na obračunskoj osnovi) započeto 1997. Naime, ne postoje podaci o dospjelim neplaćenim obvezama prije toga razdoblja. Iz-

⁷ Ovaj se odlomak oslanja na Perotti i sur. (1998.).

Tablica 3. Promjene deficita proračuna konsolidirane središnje države, u postocima BDP-a

	1997.	1998.	1999.	2001.	(1999.–1997.)	(1999.–1998.)	(2001.–1999.)
Prihodi	42,5	45,6	42,8	38,9	0,3	-2,8	-3,9
Primarni rashodi	42,9	47,1	48,5	42,1	5,6	1,4	-6,4
Primarni saldo	-0,4	-1,5	-5,7	-3,2	-5,3	-4,2	2,5

Izvor: *Pismo namjere*, 14. veljače 2002.

među 1997. i 1999. primarni je deficit⁸ povećan za 5,3 postotna boda, a do 2001. smanjen je za 2,5 postotnih bodova. Iz ovoga proizlazi da je ispunjen prvi test održivosti s obzirom da prilagodba deficita premašuje ograničenje od 0,5 postotnih bodova BDP-a.

U drugoj fazi proračun je raščlanjen prema osnovnim komponentama, kako je prikazano u Tablici 3. Na temelju empirijskih dokaza autori tvrde da zemlja može prijeći u treću fazu ako je zadovoljen sljedeći preduvjet:

$$\frac{PE_t - PE_T}{PB_t - PB_T} \geq 2/3 \frac{PE_T - PE}{PB_T - PB}$$

gdje PE označava primarne rashode, a PB primarni saldo. U ovoj formuli t označava tekuće razdoblje (u primjeru Hrvatske to je 2001. godina), T je godina u kojoj je započeta fiskalna prilagodba (od 1999. nadalje), a je godina početka fiskalne ekspanzije (1997.).

Tablica 4. Doprinosi fiskalnom pogoršanju i fiskalnoj prilagodbi

	Pogoršanje (1999.-1997.)	Stvarni rezultat (2001.-1999.)	Zahtijevani rezultat (2/3 ekspanzije u 1997.)
Doprinosi			
Prihodi	-6	-156	-4
Primarna potrošnja	106	256	70

Izvor: Tablica 3.

Tablica 5. Doprinos pojedinih rashodnih stavki fiskalnom pogoršanju, u postocima BDP-a

	1997.	1998.	1999.	2001.	(1999. – 1997.)	(2001. – 1999.)
Transferi i subvencije	16,7	17,0	19,8	20,2	3,1	0,4
Potrošnja	21,1	23,3	22,1	18,3	1,0	-3,8
Plaće	10,3	10,7	11,7	10,3	1,4	-1,4
Kupovine	10,8	12,6	10,4	7,9	-0,4	-2,5
Ulaganja	4,6	5,8	5,6	3,3	1,0	-2,3
	Pogoršanje (1999. – 1997.)	Stvarni rezultat (2001. – 1999.)	Zahtijevani rezultat (1/2 ekspan. u 1997.)			
Doprinosi						
Transferi i subvencije	58	-16	29			
Potrošnja	19	153	9			
Plaće	26	54	13			
Kupovine	-8	98	-4			
Ulaganja	19	91	10			

Izvor: *Pismo namjere*, 14. veljače 2002.

8 Podaci u primjeru nisu ciklički prilagođeni.

9 *Pismo namjere*, 14. veljače 2002.

nog duga, ali uz istodobno poboljšanje ročne strukture unutarnjeg duga. Javne financije bit će dodatno pod pritiskom zbog ambicioznih vladinih planova kapitalnih ulaganja u stanogradnju te izgradnju autocesta preko novoosnovanih agencija, HAC-a i HC-a.¹⁰ Naposljetku, projicirano je da će troškovi servisiranja duga porasti sa 3,6% tekućih prihoda u 1999. na 5,2% u 2002. godini. Plaćanja kamata su osjetljiva na tečajne šokove jer se 55% plaćanja odnosi na servisiranje inozemnog duga. Ne treba posebno isticati da su značajna kapitalna ulaganja usmjerena na povećanje zaposlenosti, kao što je npr. izgradnja autoceste Zagreb-Split – koju su obećavale, ali nisu i ostvarile, sve hrvatske vlade od 1990-ih – potencijalni rizik za proračunske ciljeve ako troškovi ne budu strogo kontrolirani.

Pitanje je kako će vlada odgovoriti na pritiske vezane uz nezaposlenost. Rastući fiskalni intervencionizam, koji se ogleda u povećanim transferima i subvencijama te velikim projektima kapitalnih ulaganja, smanjit će mogućnost vlade da olakša porezno opterećenje. No, smanjenje poreznog opterećenja ključno je za poboljšanje konkurentnosti izvoznika zbog smanjenja proizvodnih troškova. Ulaganja privatnog sektora značajno su porasla u 2000. i 2001. i bilo bi šteta teškom poreznom čizmom zgaziti tek propupala privatna ulaganja.

Ukratko rečeno, stajalište da Hrvatska vodi neodrživu fiskalnu politiku neuvjerljivo je u svjetlu tekućih reformi. Mi smo tvrdili da je proračun na putu da postigne održivost definiranu analizom primarnog deficita i da zadovolji maastrichtske kriterije u okviru mogućih scenarija. U prilog našoj tvrdnji govore i povoljan raspored otplate duga te očekivani značajni prihodi od privatizacije. Istodobno, drugi aranžman s MMF-om iznimno je važan za jačanje vladine odlučnosti i vjerodostojnosti u provedbi razborite fiskalne politike s obzirom na nadolazeće izbore i relativno visoku nezaposlenost.

4. Ekonomski odnosi s inozemstvom

4.1. Izvori i financiranje deficita na tekućem računu platne bilance

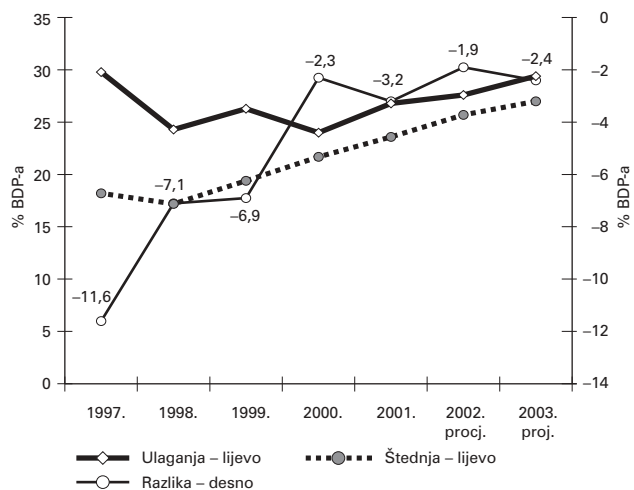
Hrvatski deficit na tekućem računu platne bilance eksplodirao je u godinama neposredno nakon rata, dosegnuvši zastrašujućih 11,6% BDP-a u 1997. godini. Otad je deficit značajno smanjen; u 2000. se spustio na najnižu razinu od 2,3%, a procjenjuje se da je u 2001. porastao na 3,3%. Deficit na tekućem računu u posljednje dvije godine ne čini se osobito velikim, posebice s obzirom na to da je uvelike financiran inozemnim izravnim ulaganjima (vidi u daljnjem tekstu). Uz to, Hrvatska je u cijelom razdoblju ostvarivala značajne platnobilančne viškove i na računu tekućih transakcija i na računu kapitalnih ulaganja.

Prema procjenama koje je izradio MMF, a koje je prihvatila hrvatska vlada¹¹, hrvatski deficit na tekućem računu posljednjih godina posljedica je ulaganja, a ne "eksplozije" potrošnje. To stajalište podupiru i podaci o rastućoj stopi štednje. Jaz između domaće štednje i ulaganja smanjio se s najviših 11,9% BDP-a u 1997. na procijenjenih 3,2% BDP-a u 2001. godini. Najveći dio ulaganja čine ula-

ganja privatnog sektora. Ipak, ti podaci ne daju potpuno jasnu sliku s obzirom da statistički podaci o ostalim sektorima obuhvaćaju javna poduzeća i niže razine države. Isto tako, imamo razloga vjerovati da se veliki dio ulaganja odnosi na sektor nerazmjernih dobara, kao što su stanogradnja i izgradnja infrastrukturnih objekata. Malo je vjerojatno da će ta ulaganja biti povezana s održivim deficitom na tekućem računu zbog poboljšanja konkurentnosti, a neće povećati ni proizvodne kapacitete.

Trendovi deficita na tekućem računu platne bilance i

Slika 4. Razlika između domaće štednje i ulaganja



Izvor: Pismo namjere, 26. ožujka 2002.

ukupni platnobilančni viškovi pokazuju da, promatrano sa stajališta financija, Hrvatska zapravo nema platnobilančnih problema. Međutim, nedavna svjetska događanja jasno su pokazala da veliki deficit na tekućem računu, čak i ako je dobro financiran postojećim platnobilančnim viškovima, može biti problem kad tokovi kapitala naglo krenu u suprotnom smjeru. Nema sumnje da će u Hrvatskoj inozemna izravna ulaganja koja su vezana za privatizaciju otprilike pokriti deficite u 2002. i 2003. Ilustracije radi, inozemna izravna ulaganja u 2001. dosegla su oko 1,2 milijarde američkih dolara, što je gotovo dvostruko više od deficita na tekućem računu, koji je iznosio 0,65 milijardi američkih dolara.

Neizvjesnije je što će biti u sljedećim razdobljima. Vjerujemo da je moguće tvrditi da će u preostalom dijelu desetljeća, tj. do 2010., veliki dio deficita na tekućem računu platne bilance od oko 3-4% BDP-a biti moguće financirati inozemnim izravnim i portfeljnim ulaganjima. Vjerujemo da će sve intenzivniji hrvatski ekonomski razvoj i približavanje članstvu u EU privući inozemna izravna ulaganja. Stalne razlike u visini kamatnih stopa u korist Hrvatske privlačit će portfeljna ulaganja. Uz kombinaciju inozemnih izravnih ulaganja i dugoročno (petogodišnje) financiranje duga izdavanjem obveznica na međunarodnim tržištima, Hrvatska nije posebice osjetljiva na obrate na računu kapitalnih transakcija. Ti oblici kapitalnih priljeva znatno su manje podložni obratima u usporedbi s kratkoročnim kreditima ili domaćim vrijednosnim papirima u vlasništvu stranaca, kojih je u Hrvatskoj vrlo malo. Treba naglasiti da je polovica trenutačnoga hrvatskog dugoročnog financiranja osigurana uz pomoć međunarodnih financijskih organizacija, koje su, za razliku od kreditora

10 HAC – Hrvatske autoceste, HC – Hrvatske ceste

11 Pismo namjere, 26. ožujka 2002.

iz privatnog sektora, manje sklone neočekivanom povlačenju. Zbog toga ne vidimo nikakve znakove da bi se u doglednoj budućnosti mogli pojaviti problemi financiranja platne bilance zbog dominacije “mlakog” novca u hrvatskom gospodarstvu u odnosu prema “vrućem” novcu.

4.2. Deficit robne razmjene

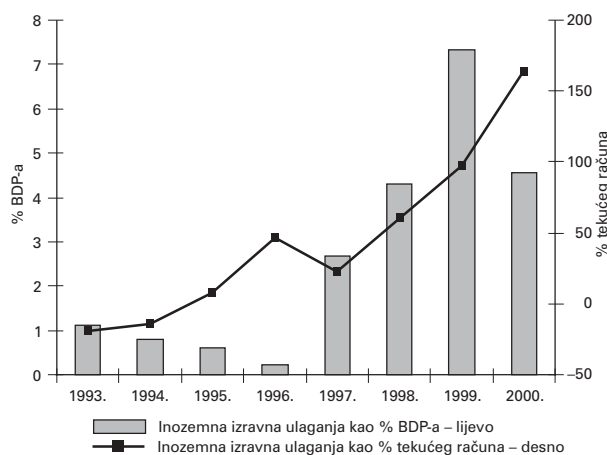
U izvješću WIIW-a deficit robne razmjene naveden je kao glavni razlog hrvatskih ekonomskih problema. To sugerira (iako u tekstu nije eksplicitno navedeno) da je glavna motivacija za usredotočenost WIIW-a na deficit robne razmjene vjerovanje da robna razmjena snažno utječe na zaposlenost i sveukupnu konkurentnost. Nismo u potpunosti uvjereni u valjanost toga argumenta. Moglo bi se tvrditi da je značajan deficit robne razmjene u potpunosti prihvatljiv za Hrvatsku s obzirom na njezinu snažnu usmjerenost prema uslugama i povoljnu međunarodnu likvidnost. Veliki deficit robne razmjene omogućuje Hrvatskoj da uveze kapitalna dobra potrebna za restrukturiranje te robu za široku potrošnju koja je iznimno tražena među stanovništvom. Treba naglasiti da su neke zemlje, npr. Irska i Novi Zeland, u određenoj fazi svoga razvoja imale velike deficite robne razmjene i deficite na tekućem računu platne bilance bez većih negativnih učinaka.

Istodobno, skloni smo prihvatiti argument da, sveukupno gledano, izvoz prerađivačke industrije vodi prema boljem plaćenim, stabilnijim radnim mjestima u usporedbi s izvozom usluga (turizmom).¹² Zaposlenost u sektoru turizma uglavnom je sezonskoga karaktera, s poslovima koji traju kraće od šest mjeseci. Uz to, turistički tokovi iznimno su osjetljivi na regionalnu nestabilnost i promjene “turističke mode”. Zbog toga ćemo prihvatiti tvrdnju da deficit robne razmjene može biti problem (premda vjerojatno ne onoliko koliko to tvrde autori iz WIIW-a). U ovom ćemo odjeljku ukratko opisati prirodu deficita robne razmjene i njegove uzroke, a potom ćemo komentirati rješenje koje su predložili autori iz WIIW-a.

Hrvatski robni izvoz polako je i neravnomjerno rastao posljednjih godina, sa 4,2 milijarde američkih dolara u 1997. na oko 4,7 milijardi američkih dolara u 2001. U istom je razdoblju uvoz povećan sa 7,8 na 8,8 milijardi američkih dolara. Odnedavno je deficit robne razmjene uvelike neutraliziran izvozom usluga (turizmom), čime je ukupni deficit na računima robe i usluga pao ispod 1 milijarde američkih dolara. U zemljama kao što je Hrvatska, s brojnim stanovništvom koje živi u dijaspori, deficit na računima robe i usluga dodatno je neutraliziran neto priljevom na račun tekućih transfera platne bilance. U posljednjih nekoliko godina taj je neto priljev bio između 0,2 i 1,0 milijarde američkih dolara.

Karakter financiranja deficita na tekućem računu promijenio se nakon 1998. godine. Inozemna izravna i portfeljna ulaganja zamijenila su kredite kao primarni oblik financiranja deficita na tekućem računu. Međutim, inozemna izravna ulaganja uglavnom su bila posljedica privatizacije. U posljednjih devet godina udio *greenfield* ulaganja u ukupnim inozemnim izravnim ulaganjima iznosio je samo oko 10%. Nažalost, dosad je najveći broj pro-

Slika 5. Inozemna izravna ulaganja kao postotak BDP-a i tekućeg računa



Izvor: Baza podataka HNB-a

jekata inozemnih izravnih ulaganja bio orijentiran prema domaćem tržištu, a ne prema izvozu.

Nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni mogu se uvelike pripisati političkom okruženju, a ne cjenovnoj konkurentnosti. Dugotrajni rat i posljedična politička izolacija Hrvatske nisu ohrabrali izvozno orijentirana inozemna izravna ulaganja, koja su zasigurno osjetljiva na prepreke hrvatskoj trgovini. Opseg toga problema postaje jasan kad primijetimo da su npr. Češka, Slovačka, Poljska, Mađarska i Rumunjska postale članicama CEFTA-e 1993., Slovenija je postala članicom početkom 1996., dok je Hrvatska potpisala bilateralne sporazume o trgovini sa zemljama CEFTA-e tek 2000., a članicom bi trebala postati u srpnju 2002. Očekuje se da će Hrvatska postati punopravnom članicom CEFTA-e u siječnju 2003. Nadalje, Mađarska je potpisala sporazum o pridruživanju EU 1994., Češka, Slovačka i Poljska potpisale su taj sporazum 1995., a Slovenija 1996., dok je Hrvatska potpisala Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju (znatno slabiji ugovor) u listopadu 2001. U tom je smislu stoga neprimjereno uspoređivati Hrvatsku sa Slovenijom i ostalim naprednim tranzicijskim zemljama.

Isključenost iz zona slobodne trgovine sigurno je imala brojne značajne posljedice. One su obuhvaćale ograničenje potražnje za hrvatskim izvozom. Iz primjera Slovenije može se vidjeti što je Hrvatskoj nedostajalo na strani ponude. Slovenska poduzeća uspjela su sačuvati i dodatno razviti snažne veze s poduzećima iz EU koje su uspostavljene suradnjom u predtranzicijskom razdoblju. Nema sumnje da je i Sporazum o pridruživanju imao važnu ulogu u jačanju tih veza.

Nadalje, Bevan i Estrin (2000.) pokazali su da su najave o pristupanju EU utjecale ne samo na kreditni rejting zemalja Srednje i Istočne Europe već su i izravno utjecale na inozemna izravna ulaganja, što je opet poboljšalo kreditne rejtinge tih zemalja. Taj uzajamni odnos pridonio je povećanju razlike između zemalja koje su u procesu pristupanja i zemalja koje zaostaju u tom procesu. Hrvatska je do 2001. zaostajala u procesu pristupanja EU. U međuvremenu je tržišna dinamika potpomognuta učincima prelijevanja od izvozno orijentiranih inozemnih izravnih ulaganja utjecala na konkurentnost domaćih tvrtki u tranzicijskim zemljama.

Postoje jaki dokazi u prilog tvrdnji da inozemna izrav-

¹² Neki su poslovi u sektoru usluga vrlo dobro plaćeni, npr. usluge poslovnog savjetovanja ili usluge vezane uz informacijsku tehnologiju. Izvješće WIIW-a zanemaruje ove poslove kao i mjere potrebne za stvaranje takvih radnih mjesta. Ovu primjedbu dugujemo Miji Mikić.

na ulaganja snažno pozitivno utječu na konkurentnost: tvrtke u kojima postoje inozemna izravna ulaganja pokazuju veću efikasnost od domaćih tvrtki, a dolazi i do prelijevanja *know-how* i tehnologije u domaće tvrtke.¹³ Glavne su prepreke obilnijem toku inozemnih i domaćih ulaganja u Hrvatskoj netransparentne i dugotrajne administrativne procedure za dobivanje brojnih odobrenja. Problemi se javljaju kod uvoza radne snage (imigracijske procedure, radne dozvole), osnivanja tvrtke (registracija poduzeća i različite procedure za dobivanje odobrenja) i zemljišnoknjižnih postupaka (kupnja zemljišta i uknjižba) koji dovode do nesigurnosti i potiču podmićivanje i korupciju. Treba napomenuti da ništa od nabrojanoga nema veze s tečajem.

4.3. Trgovinska konkurentnost i monetarna politika

U analizi WIIW-a tvrdi se da tečaj nije podržavao izvoz i rast te da je potrebna fleksibilnija monetarna politika, čime se vjerojatno implicira da je potrebna deprecijacija domaće valute. Kao što smo već pokušali pokazati, postojale su druge, vrlo značajne prepreke i na strani potražnje i na strani ponude. Iako bi slabiji tečaj kune možda djelomično neutralizirao neke prepreke na strani potražnje, njime se ne bi riješili problemi na strani ponude. Tri su argumenta protiv pristupa monetarnoj politici koji zastupa WIIW.

Prvi argument jest da realni, a ne nominalni, tečaj pokazuje cjenovnu konkurentnost izvoznika. Euro (61%) i američki dolar (35%) dominiraju valutnom strukturom hrvatskog izvoza. Dolarska trgovina uglavnom obuhvaća brodogradnju, vrlo važan izvozni sektor, trgovinu naftnim derivatima, farmaceutskim proizvodima i električnim uređajima. Treba zamijetiti da je nagla deprecijacija kune prema američkom dolaru, koja je započela sredinom 1990-ih (kao i deprecijacija eura prema američkom dolaru), trebala značajno povećati cjenovnu konkurentnost brodogradnje, farmaceutskih proizvoda i električnih uređaja. Istodobno je slabi tečaj kune prema američkom dolaru povećao iznos koji Hrvatska izdvaja za uvoz nafte (potražnja za naftom je uvelike cjenovno neelastična). Uz to, ne smije se zanemariti činjenica da se najveći dio robne razmjene različitim proizvodima prerađivačke industrije odvija s tržištima koja su nesavršena s

obzirom na konkurentnost, odnosno s tržištima na kojima je cijena (tj. realni tečaj) samo jedno od važnih obilježja proizvoda. Ostala obilježja tih proizvoda kao što su pouzdanost i kvaliteta te održavanje mogu također biti važni čimbenici. To djelomično objašnjava rezultate brojnih studija koji pokazuju da trgovina ograničeno reagira na kretanja realnog tečaja.

Ako se osvrnemo na realni efektivni tečaj uz cijene pri proizvođačima, što je najšire prihvaćeni sveobuhvatni pokazatelj realnih cijena s kojima se suočavaju proizvođači, vidimo da nije sve bilo tako crno. Indeks realnog tečaja u prosjeku je oslabio za 5,6% u 1999. i daljnjih 2,0% u 2000. Tijekom 2001. došlo je do preokreta u trendu, a realni je tečaj aprecirao za 2,5%. Čini se da ustrajna deprecijacija tečaja u razdoblju od 1999. do 2000. nije značajno utjecala na izvoz. Iako je postojanje učinka J-krivulje teoretski moguće, ni studija WIIW-a ni ostale studije ne daju dokaze da se on odnosi i na Hrvatsku.

Dodatna, s prethodno navedenim povezana činjenica koja se često zaboravlja jest velika ovisnost hrvatske prerađivačke industrije o uvozu (Tablica 6.). Deprecijacija bi povećala troškove uvoznoga reprodukcijanskog materijala i strojeva, čiji se veliki dio jednostavno ne može nadomjestiti domaćim reprodukcijanskim materijalom i strojevima. Ako je, kao što mi vjerujemo, potražnja za velikim dijelom hrvatskog izvoza iznimno cjenovno neelastična, a cijene inputa usko povezane s tečajem, deprecijacija bi brojnim izvoznicima mogla donijeti više štete nego koristi.¹⁴

Drugi argument povezan je s implikacijama "fleksibilnije" monetarne politike koju zagovara WIIW. Ponajprije treba zamijetiti da je trenutačno prirodna tendencija hrvatskoga deviznog tržišta aprecijacija, a ne deprecijacija. Ta je pojava uzrokovana velikim kapitalnim priljevima koji su nastali zbog zaduživanja države u inozemstvu (stoga i glavni argument nužnosti fiskalnog ograničenja), posudbi privatnog sektora (uglavnom od banaka) te inozemnih izravnih ulaganja. Ti kapitalni priljevi praćeni su snažnim tokovima na tekućem računu platne bilance koje kreiraju doznake radnika na privremenom radu u inozemstvu i prihodi od turizma. Hrvatska narodna banka u praksi češće intervenira kako bi spriječila aprecijaciju, a ne deprecijaciju tečaja. To potkrepljuje ubrzani rast međunarodnih pričuva HNB-a, od gotovo nepostojećih u

Tablica 6. Uvoz po glavnim industrijskim grupacijama, prema namjeni, u milijunima američkih dolara i u postocima

	U milijunima američkih dolara			Postotni udjel		
	1999.	2000.	2001.	1999.	2000.	2001.
Ukupno	7.777	7.887	9.044	100	100	100
Energija	858	1.144	1.171	11	15	13
Intermedijarni proizvodi, osim energije	2.439	2.609	3.041	31	33	34
Kapitalni proizvodi	2.503	2.325	2.700	32	29	30
Trajni proizvodi za široku potrošnju	323	352	442	4	4	5
Netrajni proizvodi za široku potrošnju	1.128	1.213	1.382	15	15	15
Neraspoređeno iz ostalih djelatnosti osim industrije	528	244	307	7	3	3

Izvor: DZS, Priopćenje, br. 4.2.5 i 4.2.1/12

13 Barell i Pain (1997.), Bloström i Kokko (1997.), Babić, Pufnik i Stučka (2001.)

14 Ekonomski institut, Zagreb (1995.)

1992. do 4,7 milijardi američkih dolara krajem 2001. Samo u 2001. HNB je otkupio neto iznos od 3,2 milijarde kuna (gotovo 400 milijuna američkih dolara), čime je smanjio aprecijacijske pritiske na kunu.

Čini se da bi autori iz WIIW-a željeli još više intervencija i još snažnije tokove kreiranja novca. Međutim, kad se promatra rast monetarnih agregata posljednjih godina, teško je vjerovati da bi ih itko želio povećati. Primjerice, M1 je porastao za 30,7% u 2000. te 29,8% u 2001., dok je M4 (najširi monetarni agregat koji obuhvaća sve devizne depozite) porastao za 28,9%, odnosno za 45,2%.

Jasno je da monetarni agregati nisu bitni sami po sebi. Sigurno je da je potražnja za novcem u Hrvatskoj rasla kad je nakon stabilizacije u 1993. ponovno zadobiveno povjerenje javnosti. U tijeku je i dugotrajni proces financijskog produblivanja, u kojemu se također može očekivati rast udjela kredita u BDP-u ili udjela ukupnih likvidnih sredstava u BDP-u. Ključno pitanje nije jesu li monetarni agregati brzo rasli, već koje bi bile posljedice njihova još bržeg rasta. Daljnje labavljenje monetarne politike moglo bi stvoriti velike probleme na nekoliko područja.

Rast kreditne aktivnosti značajno je ubrzan od njezine najniže, krizom izazvane razine krajem 1998. i tijekom 1999. U 2001. su krediti stanovništvu povećani za 29,3%, a krediti poduzećima za 21,3%. Podaci o različitim zemljama dokazuju da rast kredita koji je više nego dvostruko veći od stope rasta nominalnog BDP-a (oko 9% u 2001.) značajno povećava vjerojatnost izbijanja bankarske krize.¹⁵ Djelomično je to rezultat činjenice da je brži rast kredita obično povezan s manje strogim standardima osiguranja od rizika.

Daljnja monetarna ekspanzija mogla bi vrlo lako ugroziti postignutu nisku inflaciju. Iako postoje relativno velike rezerve radne snage u hrvatskom gospodarstvu, strukturne rigidnosti na tržištu rada intuitivno upućuju na to da je NAIRU¹⁶ visok. Raspoloživa radna snaga sa specifičnim traženim kvalifikacijama brzo se iscrpi kod pokretanja velikih projekata (sjetimo se potrebe za uvozom kvalificirane radne snage za projekte izgradnje autoceste i brodogradnju). Isto tako, pokretljivost radne snage je ograničena, tako da u nekim regijama može biti nemoguće pronaći radnike potrebne za projekte, iako su radnici u drugim regijama nezaposleni. Drugim riječima, u gospodarstvu postoje značajna potencijalna "uska grla" i strukturni problemi, tako da uopće nije jasno kolika je stvarna neinflatorna stopa nezaposlenosti. U tim se okolnostima potražnjom treba upravljati vrlo oprezno.

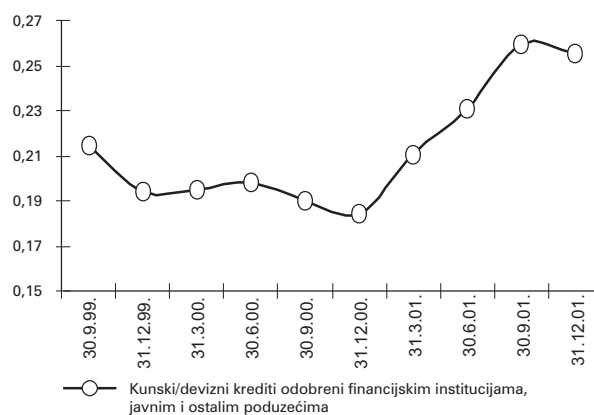
Daljnja monetarna ekspanzija vjerojatno bi neposredno utjecala na uvoz, a time i na saldo na tekućem računu platne bilance. Ti učinci prihoda neposredni su i praktički sigurni, dok bi cjenovni učinci izazvani deprecijacijom valute nastali sporije i ovisili bi o cjenovnoj elastičnosti. Ne vjerujemo da je cjenovna elastičnost uvoza vrlo visoka. Jedini način osiguranja od toga da deprecijacija ne dovede do naglog povećanja uvoza bilo bi uvođenje oštre restriktivne fiskalne politike, a sumnjamo da je itko od zagovornika deprecijacije voljan razmišljati o toj mogućnosti.

Treći glavni argument povezan je s činjenicom da je hrvatski financijski sustav u velikoj mjeri neslužbeno "euroiziran". Oko 75% ukupnih depozita je u stranoj valuti,

uglavnom u eurima. Zbog tako velikog iznosa deviznih obveza, banke su prisiljene tražiti devizna sredstva. Najveći dio tih sredstava koji je bankama dostupan čine kunski krediti s valutnom klauzulom. Zahvaljujući tim kreditima, banke uglavnom uspijevaju izbjeći veće valutne neusklađenosti u svojim bilancama.

To ni u kom slučaju nije kraj priče. Banke su "riješile" valutnu neusklađenost na papiru, ali su sada izložene kreditnom riziku. Ako bi došlo do deprecijacije valute, klijenti banaka automatski bi se suočili s višim kamatnim stopama zbog valutnih klauzula. Nesumnjivo je da bi snažna deprecijacija značajno povećala stopu nenaplativih kredita. Vrlo je jednostavno stvarati scenarije u kojima bankovni sustav gubi značajne dijelove svoga kapitala, a bilančni učinci na tvrtke ponovno vode zemlju u recesiju.

Slika 6. Devizni krediti i kunski krediti s valutnom klauzulom odobreni financijskim institucijama, javnim i ostalim poduzećima



Izvor: Baza podataka HNB-a

Četvrti glavni argument koji se odnosi na ideju upravljane deprecijacije jest mogućnost da se deprecijacijom uopće ne bi moglo upravljati. U mnogim su zemljama koje su imale režim fiksnog tečaja ili u kojima je raspon dopuštenog fluktuiranja tečaja bio vrlo ograničen, pokušaji da se uvede "samo malo" fleksibilnosti ili mala devalvacija doveli do masovne panike i tečajne krize. Izvrstan primjer je Meksiko 1994. godine. Iako je hrvatski deficit na tekućem računu platne bilance značajno smanjen u posljednje dvije godine, njezino povijesno iskustvo nestabilnosti lako bi moglo dovesti do toga da stanovništvo masovno napusti kunu u stresnim vremenima. Mogućnost male deprecijacije koja se pretvara u propast valute posebice je zabrinjavajuća u Hrvatskoj zbog problema euroiziranosti. Golemo smanjenje vrijednosti valute od 25 do 50%, kakvo se dogodilo u Meksiku, Rusiji ili Brazilu, zasigurno bi slomilo ne samo značajan dio tvrtki u realnom sektoru već i veliki dio bankovnog sustava.

Treba primijetiti da nismo naglasili rizik da značajna deprecijacija dovede do povećanja stope inflacije. Nedavno iskustvo pokazuje da se prijenos (engl. pass-through) promjena tečaja na cijene značajno smanjio u cijelom svijetu. Iznenađuje da je u većini primjera velike deprecijacije koja je uslijedila nakon krize 1990-ih, inflacija bila relativno prigušena.¹⁷ Primjerice, nakon krize tečajnog meha-

¹⁵ Caprio i Klingebiel (1996.); Gavin i Hausman (1996.)

¹⁶ NAIRU (non-accelerating-inflation rate of unemployment) = stopa nezaposlenosti koja ne ubrzava inflaciju

¹⁷ Burstein, Eichenbaum i Rebelo (2002.)

nizma u 1992. godini ni Italija ni Velika Britanija nisu se suočile s ubrzanom inflacijom, a čak su i Meksiko i Brazil iskusili relativno ograničeni rast inflacije u usporedbi s golemom deprecijacijom. To iskustvo, međutim, nije baš utješno. Premda sugerira da bi Hrvatska mogla preživjeti veliku valutnu krizu bez visoke stope inflacije, to ne znači da bi ostali učinci bili podnošljivi. Doista, primjeri azijske i meksičke (tzv. tequila) krize pokazuju da je pad proizvodnje bio zastrašujući.

5. Zaključak

Autori iz WIIW-a tvrde da je fiskalna disciplina u Hrvatskoj i dalje slaba te zagovaraju politiku koja bi uključivala restriktivniju fiskalnu politiku i labaviju monetarnu politiku usmjerenu na deprecijaciju nominalnog tečaja. Odgovarajući na navedeno, pokušali smo pokazati da je značajna fiskalna prilagodba već počela i da je cilj održivoga proračunskog deficita moguće ostvariti u srednjoročnom razdoblju. Uz to smo utvrdili da su hrvatski trgovinski problemi uvelike povezani s problemima kao što su isključenost iz područja slobodne trgovine te domaće administrativne prepreke domaćim ulaganjima i inozemnim izravnim ulaganjima. Pokušaji ostvarenja značajne deprecijacije nominalnog tečaja, ako su tehnički uopće ostvarivi, možda ne bi doveli do deprecijacije realnog tečaja. Uz to, ti bi pokušaji mogli imati neprihvatljive posljedice za inflaciju, pa čak i na deficit na tekućem računu platne bilance s obzirom na očigledno malu elastičnost hrvatskog izvoza i veliku ovisnost o uvoznom reprodukcijom materijalu.

Što bi, dakle, trebalo učiniti? Mi vjerujemo da bi veliki dio onoga što se već čini trebalo nastaviti. Za nastavak fis-

kalnih reformi važno je da Hrvatska sklopi još jedan sporazum s MMF-om. Time bi zadobila vjerodostojnost da će uestrajati na smanjenju uloge države u gospodarstvu, posebice u svjetlu nadolazećeg predizbornog razdoblja i visoke stope nezaposlenosti.

Vjerujemo također da sadašnja monetarna politika usmjerena na nisku inflaciju i stabilan tečaj može i dalje dovesti do velikih stopa rasta monetarnih agregata i kredita, a istodobno ne dopuštati ubrzanje inflacije. Pokazalo se također da je ovakva razborita monetarna politika povoljno okružje za financijsko produbljivanje i institucionalnu reformu financijskog sektora.

Osim toga, trebalo bi poboljšati funkcioniranje sudova i ukloniti prepreke otvaranju novih tvrtki i inozemnim izravnim ulaganjima, povećati fleksibilnost tržišta rada radi smanjenja strukturne nezaposlenosti, kreirati podršku malim poduzetnicima i malim poduzećima, boriti se protiv podmićivanja i korupcije te unaprijediti mogućnosti poslovnog obrazovanja i pribavljanja poslovnih usluga. Pažnju treba posvetiti i mjerama za smanjenje neslužbenog gospodarstva i poboljšanju učinkovitosti zdravstvenih usluga. Naglašavamo inicijative na mikrorazini i srednjoj razini jer se rasprave o tranziciji u Hrvatskoj često jednostrano usredotočuju na nekoliko makroekonomskih parametara bez uzimanja u obzir mikroproblema i zapreka koje su, po našem mišljenju, često važnije. Sadašnji vladini programi reformi kao i programi Svjetske banke bave se mnogima od tih područja.

Ukratko, mnogo toga još treba poboljšati u hrvatskoj gospodarskoj situaciji. Sigurno je da će biti potrebno provesti brojne rasprave kako bi se bolje razumjeli predstojeći izazovi i definirale odgovarajuće politike za njihovo rješavanje.

Literatura

- Babić, A., Pufnik, A. i Stučka, T. (2001), *Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku*, Pregledi Hrvatske narodne banke, P-9, listopad
- Barell, R. i Pain, N. (1997), *Foreign direct investment and enterprise restructuring in Central Europe*, Economics of Transition, 8(2), str. 477-504
- Bevan, A.A. i Estrin, S. (2000), *The determinants of foreign direct investment in transition economies*, CEPR Working Papers, br. 2638
- Blomström, M. i sur. (2000), *What explains developing country growth?*, NBER Working Paper, br. 4132
- Blomström, M. i Kokko, A. (1997), *How foreign investment affects host countries*, World Bank Policy Research Working Papers, br. 1745, Svjetska banka, Washington
- Brümmerhoff, D. (1996), *Finanzwissenschaft*, München
- Bubaš i sur. (2001), *Javni dug u Republici Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa, br. 1, ožujak
- Buiter, W. (1997), *Aspects of fiscal performance in some transition economies under Fund-Supported Programs*, IMF Working Paper, br. 31
- Burstein, A., M. Eichenbaum i Rebelo, S. (2002), *Why Are Rates of Inflation So Low After Large Devaluations*, NBER Working Paper, br. 8748, veljača
- Caprio, G. i Klingebiel, D. (1996), *Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking*, Annual Bank Conference on Development Economics, Svjetska banka, Washington, str. 79-114
- Državni zavod za statistiku, *Foreign Trade of Goods in the Republic of Croatia*, Priopćenje, različita izdanja
- Ekonomski institut, Zagreb (1995), *Projekt: Konkurentnost Hrvatske: Oblikovanje politike restrukturiranja*, Ekonomski institut, Zagreb
- FIAS (2001), *Croatia: Administrative barriers to foreign investment – draft report*, FIAS, siječanj
- Gavin, M. i Hausman, R. (1996), *The Roots of Banking Crises: the Macroeconomic Context* u Hausman, R. i Rojas-Suarez, L. - ur. *Banking Crises in Latin America*, Inter-American Development Bank, Washington, str. 27-63
- Gligorov, V. i Vidović, H. (2001a), *The Croatian Economy: Overview and Recent Developments 1st Quarterly Report*, WIIW, svibanj, www.predsjednik.hr
- (2001b), *Croatia: Enduring problems 2nd Quarterly Report*, WIIW, studeni, www.predsjednik.hr
- Vlada Republike Hrvatske (2001. i 2002), *Pismo namjere*, Zagreb, različita izdanja (dostupno na adresama: www.imf.org i www.hnb.hr)
- Perotti, R., Strauch, R. i von Hagen, J. (1998), *Sustainability of Public Finances*, ZEI i CEPR, Bonn/London
- Roubini, N. i Wachtel, P. (1998), *Current account sustainability in transition economies*, NBER Working Paper, br. 6468
- World Bank (2001), *Regaining Fiscal Sustainability and Enhancing Effectiveness in Croatia: A Public Expenditure and Institutional Review*, A World Bank Country Study, Svjetska banka, Washington

Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Author(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-tih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb

Upute autorima

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

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

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

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

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

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

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

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

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

Bilten Hrvatske narodne banke

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

Bilten o bankama

Publikacija koja sadržava pregled podataka o bankama.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

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

Pregledi Hrvatske narodne banke

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

Rasprave Hrvatske narodne banke

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

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