

II. AKTUALNE TEME

1. MONETARNA POLITIKA U FUNKCIJI DRUGE FAZE STABILIZACIJSKOG PROGRAMA

Uvod

Stabilizacijski je program, što su ga početkom listopada 1993. godine zajedno donijeli Vlada Republike Hrvatske i Narodna banka Hrvatske svakako značio oštru prekretnicu, odnosno diskontinuitet u dotadašnjim gospodarskim zbivanjima. Spomenimo samo najvažnije kako je promptno po provođenju programa inflacija od hiperinflacijskih razina svedena na nulu (preciznije, zabilježena je deflacija) uz vrlo malo negativnih posljedica po gospodarstvo. Trend stabilnih cijena traje već punih četrnaest mjeseci. Radi se o uspjehu kakvom je, bez lažne skromnosti, teško naći pandan. Pismo o namjerama Vlade Republike Hrvatske što ga je prihvatio Odbor izvršnih direktora Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) u velikoj je mjeri zacrtao daljnje pravce djelovanja svih nosilaca ekonomske politike, a posebno Vlade i Narodne banke Hrvatske na polju daljnjeg unapređenja gospodarskog, a posebno financijskog sustava. Dakle, temeljne parametre vođenja monetarne politike tijekom 1995. godine valja tražiti upravo u tom dokumentu.

U cjelokupnom financijskom sustavu Hrvatske novčani segment jamačno ima vrlo značajnu ulogu. Isto vrijedi i za ulogu monetarne politike u daljnoj provedbi Stabilizacijskog programa. Uloga monetarne politike u provedbi druge faze stabilizacijskog programa može se prezentirati na više načina. Jedan je da se sjetimo stare poslovice o konju koji pobjeđuje (te ga ne treba mijenjati). To znači da će se u globalu slijediti temeljna načela vođenja umjereno restriktivne politike (umjereno restriktivne u odnosu na potražnju za novcem) kakva je bila u post-šok razdoblju. Drugi je način da se detaljno prikaže povijest monetarnih reformi u nas i na temelju toga izvedu zaključci za

budućnost. Odabran je srednji put koji će nastojati prikazati tri osnovna segmenta monetarne politike, a to su :

- 1. Kakva je uloga središnje monetarne vlasti,*
- 2. Koje su osnovne reforme monetarne politike provedene do sada, i*
- 3. Što se može očekivati u 1995. godini od monetarne politike.*

Točke jedan i dva nužne su i zbog hegelijanske spoznaje izvora monetarne politike za 1995. godinu.

1. Uloga monetarne vlasti

Kako je proteklo tek tri godine od uvođenja pune novčane samostalnosti ne čudi da uloga monetarnih vlasti nije u široj javnosti dovoljno poznata. Institucija odgovorna za provođenje monetarne politike zove se generički "monetarna vlast". Tu ulogu u Hrvatskoj "igra" Narodna banka Hrvatske. Središnja monetarna vlast održava poslovne kontakte sa dva temeljna sektora. To su poslovne banke i država. Naravno, putem tih segmenata monetarna politika utječe i na sve ostale segmente gospodarstva. No, ovisno o "stanju" u ta dva sektora (kao i o ukupnosti financijskog sustava jedne zemlje) ovisi i učinkovitost monetarne politike. Osvrnimo se stoga ukratko upravo na navedene sektore. Pri tome valja istaći kako je posljednjih nekoliko godina temeljem niza empirijskih studija u svijetu utvrđeno kako je jedan od ključnih elemenata učinkovite monetarne vlasti njezina samostalnost (samostalnost u odnosu na izvršnu vlast tj. Vladu). Stoga taj institucionalni moment treba posebno istaknuti. Odmah možemo reći da sadašnji institucionalni okvir (Ustav i Zakon o Narodnoj banci Hrvatske) pruža dovoljno samostalnosti. No osvrnimo se na glavne "partnere" središnje monetarne vlasti.

Za početak o bankarstvu. Mogli bismo reći kako bez učinkovitog bankarskog sustava nema stabilizacije. Zašto? Nema dvojbe kako

u tranziciji ukupnog gospodarskog sustava poslovnim bankama u Hrvatskoj pripada posebna uloga. Naime, na putu tranzicije ka suvremenom tržišno orijentiranom gospodarstvu jedan od ključnih čimbenika svakako je promjena strukture gospodarstva. Tu je pak instrumentalna učinkovita alokacija resursa. Upravo u tom segmentu valja istaknuti veliku ulogu poslovnih banaka.

Teoretski promatrano razvitak poduzeća (alokacija resursa) se može obavljati na nekoliko načina: poduzeće se samofinancira, može doći do direktnog ulaganja u neko poduzeće (equity investment), poduzeće može pristupiti prikupljanju kapitala putem organiziranih institucija kakve su npr. burze i to obično preko neke investicijske ustanove (fonda ili sl.) ili se pak sredstva potrebna za razvoj mogu pribaviti zaduživanjem (kreditom) kod poslovnih banaka. U velikom broju zemalja u tranziciji (pa i u Hrvatskoj) burze su nerazvijene (u usporedbi s potrebama za kapitalom u uvjetima brzog razvitka) što ujedno znači da loše ili nikako prenose informacije o očekivanoj vrijednosti nekog poduzeća. Osim toga u usporedbi s ukupnim brojem poduzeća obično samo manji broj poduzeća (dionička društva) kotira na burzama. Nadalje, gospodarska je neizvjesnost u tranzicijskim ekonomijama redovito vrlo velika što generira i problem odabira direktnih ulaganja. Drugim riječima strani i domaći kapital nema dovoljno informacija da bi brzo i jednostavno ulagao direktno u neko poduzeće.

Financijski je instrumentarij vrlo siromašan. Tako npr. za sektor stanovništva uglavnom postoji izbor štednje u domaćoj ili stranoj valuti uz mogućnosti ulaganja u nekretnine (veći iznosi). To znači da za većinu onih koji imaju višak sredstava (a to je obično upravo sektor stanovništva) ostaju banke kao jedno od osnovnih mjesta oplođivanja njihovih sredstava. S druge strane poduzetnici, u nedostatku vlastitih sredstava za započinjanje ili širenje svoje djelatnosti također su najvećim dijelom okrenuti ka poslovnom bankarstvu.

Za ukupna financijska tržišta u Hrvatskoj mogli bismo konstatirati kako su i uska i plitka. To znači da osim banaka (izuzimajući sivo

tržište koje je po pravilu vrlo kratkoročno i bavi se unutarmjesečnim posudbama) postoji relativno malo financijskih institucija koje su sposobne na adekvatan način biti posrednici. Na takvom tržištu poslovne banke jamačno imaju veliku ulogu u intermedijaciji. Dakle, stanje bankarskog sustava ključna je karika daljnjeg razvitka u nas.

Središnja monetarna vlast tu ima veliku odgovornost. Pored temeljne funkcije kao što je izdavanje novca, briga za stabilnost cjelokupnog financijskog sustava (a posebno novčanog sustava pri čemu novčani sustav obuhvaća središnju novčanu vlast i poslovne banke) je izuzetno značajna uloga. To se načelo stabilnosti bankarskog sustava u pravilu provodi nadzorom nad bankama, te ulogom tzv. "banke banaka", što se svodi na ulogu depozitara za sredstva poslovnih banaka i pozajmljivača u krajnjoj nuždi poslovnim bankama.

Treća funkcija središnje monetarne vlasti jest da je ona često banka i za državu. Kakav je odnos države i središnje monetarne vlasti kod nas? U ovom trenutku bismo bez dvojbe mogli reći - odličan. Spomenimo kako u zemljama gdje država (proračun) ima deficit, taj se deficit može financirati iz domaćih ili stranih izvora. Izostavimo li za sada financiranje izvana, ostaje da se deficit financira: **a)** kod središnje monetarne vlasti (svi krediti što ih daje središnja monetarna vlast predstavljaju kreaciju novog novca, što znači da monetizacija deficita u svojoj konačnici ima za posljedicu inflaciju), **b)** kreditima poslovnih banaka ili **c)** izdavanjem vrijednosnica npr. obveznica. Financiranje vrijednosnicama znači prebacivanje duga na buduće generacije u obliku povećanog poreza. Načini financiranja pod b) i c) često dovode do učinka istiskivanja (crowding-out), jer država svojim zaduženjem istiskuje privatne poduzetnike s tržišta sredstava i time onemogućuje odgovarajući gospodarski rast.

Srećom se fiskalna politika u Hrvatskoj vodi na vrlo razuman način tako da središnji proračun ne samo da nije tijekom provedbe stabilizacije povećavao svoju zaduženost kod bankarskog sustava, već i smanjuje svoju zaduženost prema

bankarskom sustavu u cjelini. Koncem listopada je država čak bila neto-vjerovnik, što znači da su njeni depoziti (dakle potraživanja) bili viši od kredita što ih je uzela od banaka (dakle dugova). Vrlo je važna makroekonomska stabilizacijska uloga proračuna kao i njena adekvatna koordinacija s monetarnom politikom.

2. Reforme monetarnog sustava

Od niza financijskih reformi koje su izvršene u protekle tri godine, svakako valja istaći one koje se odnose na bankarski sustav. To su u prvom redu monetarne reforme. Hrvatska je izvršila monetarno osamostaljenje uvođenjem privremenog novca, hrvatskog dinara u prosincu 1991. godine. Zahvaljujući uspješnosti Stabilizacijskog programa uveden je i trajni hrvatski novac - kuna - u svibnju 1994. godine.

Tijekom razdoblja monetarne samostalnosti inauguriran je još niz promjena. Od institucionalnih novina tu su u prvom redu Zakon o Narodnoj banci Hrvatske, kojim je središnjoj monetarnoj vlasti dat jasan zadatak čuvanja stabilnosti domaće valute (odnosno stabilnosti cijena) i brige o domaćoj i eksternoj likvidnosti zemlje. No, važnije od općih načela bilo je reformirati naslijeđene instrumente "socijalističke" monetarne politike. Tako su prvo ograničeni, a zatim i potpuno ukinuti selektivni refinancijski krediti poslovnim bankama. Ta je mjera bila izuzetno važna, jer je time Narodna banka većim dijelom prestala obavljati parafiskalnu ulogu alokacije sredstava u gospodarstvu, a ostvarena je značajna kontrola nad primarnim novcem. Do tada je količina novca u pritjecaju (dakle monetarna politika) više ovisila o uspješnosti žetve (bolja žetva-više selektivnih kredita-veća likvidnost ukupnog sustava) ili pak željama izvoznika, a manje (ili nikako) o stabilizacijskim funkcijama u makro-okruženju. Zatim je, nakon razdoblja kontinuiranog realnog smanjenja, u srpnju 1994. godine potpuno ukinuta mogućnost bankama da svoje kredite refinanciraju kod središnje monetarne vlasti (dakle ukinuta je i tzv. opća kvota). Temeljni instrument kreiranja primarnog novca

jest otkup deviza od poslovnih banaka odnosno intervencije na deviznom tržištu. Dakle, radikalnom izmjenom strukture aktive Narodne banke Hrvatske (smanjenjem tzv. domaćih kredita i povećanjem neto potraživanja od inozemstva) omogućeno je povećanje deviznih pričuva na razinu od 1,4 milijarde USD.

Zakonom o bankama i štedionicama postavljen je suvremeni institucionalni okvir poslovanja temeljnih hrvatskih financijskih ustanova - banaka i štedionica. Kao veliku i značajnu promjenu svakako valja istaći donošenje tzv. Deviznog zakona u listopadu 1993. godine. Tim je pravnim aktom uvedena de facto konvertibilnost tekućeg računa platne bilance (dakle konvertibilnost na sve transakcije koje se ubrajaju u tekući račun platne bilance). Hrvatska će tako uskoro moći preuzeti i formalno sve obveze koje proizlaze iz Članka VIII Statuta Međunarodnog monetarnog fonda. Nadalje, uvedeno je po prvi puta slobodno devizno tržište, tako da se tečaj domaće valute formira ovisno o ponudi i potražnji, naravno uz intervencije Narodne banke Hrvatske. Pored toga izmijenjeni su brojni instrumenti vođenja monetarne politike (npr. sustav obvezne rezerve bitno je izmijenjen i moderniziran, uvedeni su tzv. "prozori likvidnosti" za poslovne banke kao npr. lombardni krediti, interventni krediti i sl.), a stalno se radi i na povećanju financijske discipline banaka. Kod svih tih instrumenata nastojalo se u što većoj mjeri uvesti elemente tržišnosti. Tako se cijena blagajničkih zapisa (tj. kamata) formira aukcijskim mehanizmom. Isto vrijedi i za cijenu tzv. repo-poslova kod blagajničkih zapisa. Intervencije na deviznom tržištu također se provode aukcijskim metodama.

3. Što predstoji u 1995. godini?

U suštini mogli bismo reći da za 1995. godinu valja predvidjeti nastavak dosadašnjih reformi i temeljne orijentacije monetarne politike. Kao što je već rečeno, čemu popravljati nešto što nije razbijeno. Temeljni cilj središnje monetarne vlasti jest stabilnost cijena, a ona je u proteklom razdoblju ostvarena. Ponovimo da su osnovni parametri vođenja monetarne politike definirani

Pismom o namjerama (tj. stand-by aranžmanom) koje će vrijediti tijekom 1995. godine. Za vođenje monetarne politike ključno je ostvarenje kriterija neto domaće aktive (NDA). To je u suštini agregatni pokazatelj kojim se (zbog načina definiranja) u biti stavlja granica na mogućnosti kreacije novca. U ekonomskoj se teoriji targetiranje NDA smatra povoljnijim za ekonomsku politiku od direktnog limitiranja količine novca (u ovom slučaju široko definiranog monetarnog agregata M3) ukoliko zemlja želi stabilizirati svoje međunarodne pričuve. Politika targetiranja NDA provodi se od jeseni 1994. godine. Dakle, s aspekta monetarne politike mogli bismo reći da će naredna godina značiti u suštini nastavak odlučnog provođenja dosadašnjeg smjera reformi.

3.1. REFORMA PLATNOG PROMETA

Što prije valja ukinuti sadašnji monopol Zavoda za platni promet na platni promet kod pravnih osoba u nas. Platni je promet usko povezan s monetarnom politikom i bez učinkovitog (ne samo brzog) platnog prometa stvorenog na temelju najboljih iskustava razvijenih zemalja, neće se moći ostvariti niti načela pojačane financijske discipline niti učinkovite monetarne kontrole. Spomenimo još jednom kako tu brzina provođenja naloga ne igra ključnu ulogu, te se čak u svrhu boljeg planiranja likvidnosti banaka predviđa ukidanje obveze izvršavanja platnih naloga istog dana za većinu platnih transakcija, osim za one visoke vrijednosti (tzv. large-value payments).

Dakle, valja poslovnim bankama omogućiti uključivanje u platni promet. No, da bi to bilo moguće valja izraditi detaljne propise i prateću regulativu. To nije niti lak niti jednostavan posao. Stoga je moguće da s efektivnim ulaskom platnog prometa u banke valja malo pričekati.

3.2. REFORMA BANKARSKOG SUSTAVA

Taj segment ima nekoliko podelemenata.

- a) Povećanje konkurencije u bankarstvu. Banke su u Hrvatskoj tzv. univerzalnog tipa što znači da banke kod nas imaju veću ulogu u alokaciji resursa nego npr. trgovačke banke u anglo-saksonskom modelu bankarstva. Koncem 1994. godine u Hrvatskoj posluje pedesetak banaka. Radi se o velikom broju, no visok stupanj koncentracije ukazuje na za sada nedostatnu konkurenciju u našem bankarskom sustavu, odnosno u suštini na oligopolsku tržišnu strukturu. Svakako valja pozdraviti ulazak stranih banaka, jer će to značiti i povećanje konkurencije kod nas.*
- b) Rehabilitacija (sanacija) banaka. Valja podsjetiti da su do sada već provedene dvije eksplicitne sanacije bankarskog sustava (tzv. priznavanje stare devizne štednje u javni dug), te projekt tzv. "velikih obveznica" i jedna implicitna (kroz visoku inflaciju). Stoga bi trebalo linearnim sanacijama reći jasno ne. No, postoje vjerojatno banke koje bi trebale proći zakonsku proceduru sanacije. Tu su pravila poznata i eksplicirana su u zakonu. No, valja istaći potrebu što skorijeg početka rada Agencije za sanaciju banaka. Bez toga svi naponi i Vlade i NBH neće uroditi plodom. S financijskog aspekta svakako valja naglasiti očekivanu sanaciju banaka koju neće biti moguće provesti samo domaćim sredstvima. Tijekom 1995. godine valja očekivati potpisivanje aranžmana sa Svjetskom bankom glede tzv. EFSAL aranžmana (Enterprise and Financial Sector Adjustment Loan). Radi se o značajnim sredstvima i barem dio tih sredstava bi se trebao realizirati tijekom 1995. godine.
EBRD također najavljuje da bi tijekom 1995. godine mogla aktivno "ući" u neke privatne banke i to bilo davanjem zajmova bilo direktnim (equity) investiranjem.*
- c) Jačanje kontrole bankarskog sustava. Nadalje se očekuje detaljnije ekspliciranje i neke manje korekcije zakonskih*

propisa o bankama (dakle Zakona o bankama i štedionicama, Zakona o Narodnoj banci Hrvatske te pratećih propisa). Tako treba očekivati propise kojima se poslovne banke ograničavaju u dodjeli kredita svojim dioničarima (tj. vlasnicima). U nas je nažalost raširena praksa da najveći dioničari u poslovnim bankama ujedno predstavljaju i najveće korisnike kredita. Problem je posebno akutan tamo gdje su ti najveći dioničari ujedno i najgori platiše, tj. loši dužnici banaka. Nadalje valja ustrajati na praksi da banke (one koje nisu privatizirane) sredstva daju onima od kojih očekuju da su ih sposobni vratiti, a ne kredite dijeliti temeljem raznih interesa koji su sve prije negoli ekonomski. Na tu se temu usko veže i privatizacija banaka i to posebice onih većih,

- d)** Nadzor nad štedionicama. Svakako da tijekom 1995. godine valja očekivati daljnje jačanje nadzora nad poslovanjem štedionica. U Hrvatskoj prema evidenciji postoji 87 štedionica. Za sada su one izvan izravne kontrole NBH. No i tu su učinjeni pomaci, a valja očekivati i nove. Tako smo dobili prvu štedionicu registriranu po novom zakonu (o bankama i štedionicama), a one postojeće će morati uskladiti svoje djelovanje s postojećim zakonom do sredine 1995. godine. NBH je uvela i obveznu rezervu u visini od 7,5% na depozite štedionica.

Ponovimo kako u našem gospodarstvu banke igraju vrlo veliku ulogu u intermedijaciji. Stoga bez zdravog bankarskog sustava ne može biti niti zdravog gospodarskog rasta. A samo realan rast gospodarstva može biti osnovica obnove i razvitka cijelog društva.

3.3. JAČANJE FINANCIJSKE DISCIPLINE

Ovo je vjerojatno jedna od najvažnijih zadaća i to ne samo pred monetarnim vlastima. No, pokušajmo financijsku disciplinu sagledati u nešto širem okruženju. Može se konstatirati da se

gospodarstvo u cjelini, nakon uspješnog slamanja inflacije, nalazi pred daljnjim provođenjem strukturalnih reformi. Tako valja očekivati ubrzanje procesa privatizacije, restrukturiranje velikih neučinkovitih poduzeća, modernizaciju platnog prometa, kao i jačanje financijske discipline. U tom je kontekstu ključno moderniziranje propisa u vezi stečaja, odnosno utvrđivanje brze i jasne procedure izlaska iz tržišta (bankrota). Filozofija tržišta u biti je filozofija straha od propadanja. Zato nam i trebaju jasna pravila o tome što se zbiva s neuspješnim poduzećima (koja država ne smije implicitno osiguravati i omogućavati im uvijek dotok svježih sredstava). Sporost pravnog sustava (prilikom realizacije hipoteka) jamačno otežava i alokativnu funkciju banaka.

Kako tu pojačanu disciplinu provodi Narodna banka Hrvatske? Sredinom prosinca u Zagrebu bila gotovo panika, jer je par većih banaka bilo navodno "blokirano". Nije se radilo ni o kakvoj "blokadu" već o provođenju tzv. financijske discipline, jer su se te banke našle u tzv. interventnom kreditu. To znači da su se u platnom prometu "provodili" samo oni nalozi za koje postoji pokriće i na računu deponenta i na računu banke (tzv. dvostruko pokriće). Pa što je prirodnije od toga? Nije isplaćeno nešto za što ne postoji pokriće. Treba reći kako taj proces (jačanja financijske discipline) nije niti jednostavan niti se može provesti preko noći, no bitan je smjer kretanja. A valja biti uvjeren da će to biti čvrsta orijentacija NBH i dalje. Kao dodatni dokaz tome navodimo kako je sredinom prosinca čak jedanaest od pedeset banaka pod nekim oblikom sankcija zbog nepridržavanja propisa. Očekuje se da poslovne banke nad kojima će se primjenjivati stroži financijski režim (odnosno rekli bismo normalno poslovanje) na isti način postupe prema svojim komitentima i na taj način onemogućuje poslovanje gubitaša i nerentabilnih poduzeća. A to je i konačni cilj: stvaranje zdravog gospodarstva sposobnog da se samostalno bori na domaćem i vanjskom tržištu bez tutorstva države (uključujući tu i središnju monetarnu vlast).

3.4. REGULIRANJE PITANJA VANJSKE LIKVIDNOSTI

Sklapanje stand-by aranžmana s Međunarodnim monetarnim fondom otvorilo je vrata reguliranju odnosa sa zemljama kreditorima u okviru tzv. Pariškog kluba i sa poslovnim bankama organiziranim u tzv. Londonski klub. Tek po reguliranju pitanja vanjske likvidnosti bit će nam omogućen normalan pristup svjetskim tržištima sredstava. Hrvatski alocirani dug nije visok niti u apsolutnim niti u relativnim iznosima. 2,8 milijarde US \$ koliko iznosi ukupni dug predstavlja oko petine procijenjenog domaćeg bruto proizvoda (GDP) za 1994. godinu što valja smatrati prihvatljivom razinom. No, problem je što Hrvatska u ovom trenutku, iz posve razumljivih razloga agresije i potrebe preciznog alociranja vanjskog duga bivše Jugoslavije, za sada ima tzv. dospjelih, a nepodmirenih vanjskih dugova. Problem vanjskog duga ima dvije dimenzije. Jedna se odnosi na njegovu točnu identifikaciju (tj. usklađivanje naših dugovanja s potraživanjima vanjskih vjerovnika prema Hrvatskoj), a druga na podmirenje dospjelih neplaćenih obveza.

U Pismu o namjerama stoji kako će se urediti odnose sa inozemnim kreditorima. To znači da se Vlada obvezala podmiriti dospjele neplaćene obveze prema službenim bilateralnim vjerovnicima do kraja 1994. godine. Pod službenim bilateralnim vjerovnicima se predmijevaju zemlje-vjerovnici organizirane u tzv. Pariški klub. Nadalje, Vlada se obvezala da će izbjegavati kumuliranja bilo kakvih novih nepodmirenih obveza. U Pismu o namjerama se precizira da će Vlada osigurati da se plaćanje kamata koje dospijevaju na temelju duga prema poslovnim bankama, za koji je odgovornost preuzela hrvatska država, odvija preko posebnog deviznog računa kod Narodne banke Hrvatske. Ponovimo kako ovo pitanje valja smatrati jednim od ključnih elemenata ukupne ekonomske politike u 1995. godini. Naime, s aspekta odnosa sa svijetom, reguliranje vanjskog duga ima vrlo visoki prioritet. Bez rješenja tog segmenta vanjskih odnosa ne možemo niti očekivati pritjecanje novih bankarskih sredstava, niti veća strana direktna ulaganja. Naime, zemlje s neriješenim pitanjima vanjskog duga redovito imaju niski "rating" u ocjenama

ukupne kreditne sposobnosti zemlje, te se svrstavaju u rizične zemlje, što ima negativne implikacije na direktna strana ulaganja.

3.5. RAZVOJ FINANCIJSKIH TRŽIŠTA I INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE

O ovom bi segmentu moglo biti puno govora. Važno je za sada istaći kako će monetarna vlast raditi na razvitku učinkovitosti financijskih tržišta. Spomenimo samo razvitak blagajničkih zapisa, njihova primarna emisija putem aukcijskog mehanizma, korištenje tog instrumenta u reguliranju likvidnosti banaka (uvođenje lombardnih kredita) i sl. Mogli bismo reći da su kamate na blagajničke zapise Narodne banke Hrvatske vrlo značajan indikator kretanja kamatnih stopa. Valja očekivati porast upisa blagajničkih zapisa, iako ne pretjeran, jer će se nastaviti voditi politika uske likvidnosti banaka. Svakako bi trebalo više poraditi na razvitku sekundarnih tržišta. Kao što smo već opisali, kod reforme instrumenata monetarne politike je puno napravljeno. Stoga tijekom 1995. godine ne treba očekivati radikalne izmjene, već više fino usuglašavanje i korekciju određenih manjih neusklađenosti (kao npr. kod kamatne politike). Razvitak financijskih tržišta traži jasan institucionalni okvir (Zakon o vrijednosnicama, Zakon o trgovačkim društvima) i strogo pridržavanje pravila, tako da tu nisu mogući nagli i veći pomaci.

3.6. TEMELJNI CILJ: CIJENE

To je bio i ostati će glavni cilj u vođenju monetarne politike. Razumno niska inflacija znači inflaciju u rasponu od 2-4% godišnje. NBH će nastaviti voditi kredibilnu i vjerodostojnu monetarnu politiku sa jasno zacrtanim ciljevima. Iako veza između monetarne politike i razine cijena nije uvijek eksplicitna niti jednoznačna, valjalo bi razmisliti nad iskustvom Novog Zelanda gdje njihova središnja monetarna ustanova cilja jedan osnovni cilj a to je stabilnost cijena (odnosno dinamika cijena ne viša od 0-2% godišnje). Navođenjem stabilnosti cijena kao temeljnog

cilja niukoliko se ne derogira navedeni cilj ostvarenja NDA. Pa NDA je i limitiran upravo stoga da se (pored formiranja odgovarajućih međunarodnih pričuva) osigura stabilnost cijena.

3.7. POLITIKA TEČAJA

Tečaj kune (prema DEM) možemo također okarakterizirati kao relativno stabilan. Kada govorimo o tečaju valja spomenuti kako brojni natpisi u novinama o "nerealnom" tečaju nemaju neku posebnu potporu u podacima. Tako platna bilanca za prvih osam mjeseci 1994. godine pokazuje na tekućem računu suficit of 414 milijuna USD. To je otprilike dvostruko veći suficit od prošlogodišnjeg (kada je za isto razdoblje iznosio 212 milijuna USD). Suficit usluga nadmašio je lanjski za 245 milijuna USD i iznosio je čak 659 milijuna USD. Zanimljivo je da je i suficit kapitalnih transakcija također nadmašio onaj prošlogodišnji. Tako je za prvih osam mjeseci iznosio čak 178 milijuna USD što je čak četiri puta više od prošlogodišnjeg (kada je bio samo 44 milijuna USD). Povežemo li to s porastom međunarodnih pričuva koje su u prvih osam mjeseci narasle za 470 milijuna USD (dok su prošle godine porasle za 299 milijuna USD), vidimo da je situacija u platnoj bilanci povoljna.

Zdrav razum, (bez ekonometrijskih ocjena) kaže da ako je nešto preskupo da bi potražnja za tim trebala padati. Kad bi kuna bila "preskupa" (odnosno devize "prejeftine") očekivali bismo pad izvoza i rast uvoza. Podaci o robnom uvozu i izvozu za prvih deset mjeseci 1994. godine također su vrlo optimistični. Izvoz je iznosio 3 309 milijuna USD što je neznatno više od prošlogodišnjeg izvoza u istom razdoblju od 3 295 milijuna USD. Kumulativni podatak o uvozu od 3 827 milijuna USD niži je od prošlogodišnjeg kumulativa kada je bio 4010 milijuna USD.

Dakle, tijekom 1995. godine možemo očekivati nastavak stabilnog tečaja. Valja naglasiti kako je tečaj stvar odnosa ponude i potražnje i da Hrvatska nema fiksni (odnosno vezani) tečaj. Stoga kratkoročne oscilacije tečaja ne treba isključiti. Naprotiv, one su

normalan odraz sezonalnosti u odnosima ponude i potražnje deviza. Tako tijekom ljetnih mjeseci, kada je velika ponuda deviza, možemo očekivati jačanje kune (kako se to kolokvijalno kaže), a početkom godine (ovisno o proizvodnji i potražnji za uvozom) lagani "rast" cijene deviza. No, u tim oscilacijama ne treba očekivati nikakvih skokovitih i trendnih promjena.

3.8. POLITIKA KAMATA

U svim zemljama koje se oslanjaju na tzv. neizravno vođenje monetarne politike (dakle na reguliranje količine novca putem operacija na otvorenom tržištu) politika kamata, odnosno cijene novca jedna je od najvažnijih varijabli. S obzirom na siromaštvo financijskih instrumenata kod nas nije moguće temeljiti monetarnu politiku samo na cjenovnim signalima dakle na politici kamata.

Postoje brojni prigovori kako su kamate u ovom trenutku u Hrvatskoj previsoke, a osnovni je uzrok tome "suviše restriktivna" monetarna politika. Činjenica je da su kamate u apsolutnom izrazu vrlo visoke i da su i u realnom izrazu (deflacionirano) također na razinama koje ne omogućuju brzi gospodarski rast. No, uzroka tome ima više. Kao prvo radi se o razdoblju nakon brze dezinflacije i inerciji nominalnih kamata. Ne zaboravimo da su početkom 1994. godine kamate nominalno (a time i realno jer su cijene bile stabilne) bile oko 60%. Dakle, kako protječe vrijeme možemo očekivati daljnji trend opadanja. Nadalje, tzv. "spread" odnosno razlika aktivnih i pasivnih kamata je vrlo visoka. Iznosi oko deset indeksnih poena. Tako visoki "spread" upućuje kako su na visinu kamata determinirajući čimbenici oligopolna struktura bankarskog sektora u nas i troškovni elementi u poslovnim bankama. Pod troškovnim elementima valja u prvom redu naglasiti veliki udio aktive koja je imobilna i ne donosi dobit (non performing loans) tako da dok se ne restrukturira gospodarstvo ne možemo niti očekivati značajniji pad kamatnih stopa. Stoga tijekom 1995. godine očekujemo nastavak trenda padanja kamatnih stopa, ali ne treba očekivati

nekakav radikalni zaokret niti naglo spuštanje na jednoznamenaste brojke. Ponovimo tezu da dok se ne otklone uzroci visokih kamata na strani ponude novca (a i na strani potražnje, jer gubitaši prihvaćanjem visokih kamata koje ne najmeravaju vratiti podižu cijenu novca) ne mogu se očekivati nagla spuštanja kamata. Ekspanzivnom monetarnom politikom to sigurno nije moguće napraviti niti NBH administrativno može utjecati na formiranje kamata na tržištu.

3.9. MONETARNA POLITIKA TJ. RASPOLOŽIVOST PRIMARNOG NOVCA.

Restriktivnost će biti glavna odlika tijekom 1995. godine i to iz više razloga. Nerestrukturirano gospodarstvo i nesanirane banke vreća su bez dna. Ukoliko bi u takvoj situaciji došlo do relaksacije monetarne politike, posljedice bi bile katastrofalne. Vratila bi se inflacija, bez nastavka restrukturiranja. Zato se za 1995. godinu može najaviti nastavak vođenja politike "uske" likvidnosti odnosno oprezne monetarne politike, što bi se moglo okvalificirati kao umjereno restriktivna politika. Ocjenjujemo da šok kakav je bio proizveden u listopadu više nije potreban, no pretjerana bi ekspanzija bila kobna. U tome je uloga i odgovornost središnje monetarne vlasti vrlo velika. Naime, svi se deficiti in ultima linea moraju monetizirati. Bez toga nema niti inflacije. Predviđanja govore o (preliminarnom) rastu široko definiranih monetarnih agregata (M3) u rasponu ne većem od 10-15% godišnje. Shodno tome može se očekivati i dinamika rasta primarnog novca (ovisno o promjenama monetarnog multiplikatora).

3.10. MONETARNA POLITIKA I RAZVOJNA POLITIKA

S aspekta struke, monetarna politika u razvoju nema što tražiti. U cijelom sklopu ekonomskih politika (npr. fiskalna politika, politika plaća, i sl.) ekonomska je znanost nedvojbeno ukazala kako tu monetarnoj politici nije mjesto. Odnosno, da budemo precizniji,

ekspanzivnom monetarnom politikom nije moguće u srednjem i dugom roku aktivno poticati gospodarski rast. Naprotiv, njena bi uloga u tome bila izuzetno štetna, jer je rezultat ekspanzivne politike inflacija, a ona je najveći neprijatelj zdravog gospodarskog rasta.

Istini za volju, ekspanzivnom monetarnom politikom, odnosno parafiskalnom ulogom monetarne politike moguće je u kratkom roku (i to u zatvorenom gospodarstvu) postići određene učinke. No, najčešće (a ekonomska povijest obiluje takvim primjerima) rezultati su više nego nezadovoljavajući odnosno realni su učinci vrlo mali. Naime, nominalne veličine se povećavaju, no raste i opća razina cijena. Korištenjem monetarne politike u alokativne svrhe, gubi se i stabilizacijska uloga monetarne politike. Konačno, u prošlosti smo ne jednom probali varijantu ekspanzivne monetarne politike kao i njene parafiskalne uloge, što je redovito rezultiralo neuspjehom. Vrijeme je da se konačno otrijeznimo i odlučno utvrdimo kakvo je mjesto monetarne politike a to je prvenstveno održavanje stabilnosti cijena. Dakle, u jednoj rečenici od Narodne banke Hrvatske valja i dalje očekivati kredibilnu politiku.

Ekonomska se politika u svojoj konačnici svodi na pokušaj utjecaja na ponašanje gospodarskih subjekata. Dakle, vrlo je važno ne samo reformirati okruženje (zakonski okvir, propise i glavne parametre kakve su cijene npr.) već i potaknuti reformu u ponašanju ljudi. To je ujedno i najteže. No, jedno je sigurno. Promijeniti ponašanje gospodarskih subjekata moguće je samo kredibilnom, konzistentnom i transparentnom politikom. To su onda i glavne odrednice ponašanja nosilaca cjelokupne gospodarske politike u 1995. godini.