



*Miroslav Gregurek*¹

*Neven Vidaković*²

UDK 336.1

USKLAĐENOST MONETARNE I FISKALNE POLITIKE U RH

SAŽETAK

Rad nastoji povezati utjecaj monetarne i fiskalne politike u Hrvatskoj i pokazati koji im je međusobni odnos. Hrvatska od stabilizacijskoga programa 1994. godine nije imala klasične oscilacije poslovnih ciklusa pa provođenje monetarne i fiskalne politike nikada nije bilo izloženo pritisku koji sa sobom nosi recesija. Zbog recesije u 2009. godini počelo se intenzivnije govoriti o provođenju monetarne i fiskalne politike jer se nametnulo pitanje hoće li ekonomske politike reagirati anticiklički, kao što je to uobičajeno. Pokazalo se da su monetarna i fiskalna politika reagirale izrazito prociklički, produbljujući krizu. Rad pokazuje zašto je takva reakcija hrvatske ekonomije očekivana i normalna. Fiskalna politika temelji se na očuvanju vlasti, a monetarna na stabilnosti tečaja. U radu su razvijena dva modela. Model fiskalne politike s fokusom na očuvanju vlasti i model monetarne politike s fokusom na očuvanju stabilnosti tečaja. Model monetarne politike u radu ukazuje na konstrukcijsku grešku u monetarnoj politici, koja je orijentirana isključivo na domaće tržište deviza, a ne na domaće tržište novca. Rad razvija model fiskalne politike koja je prije svega orijentirana na dobivanje izbora, a ne nužno na dugoročnu optimalnu fiskalnu politiku.

Ključne riječi: implementation of monetary and fiscal policy, dynamic programming, exchange rate

JEL: E42, E52, H61

¹ Miroslav Gregurek, Privredna banka Zagreb, Zagreb

² Neven Vidaković, Privredna banka Zagreb, Intesa Sanpaolo, Milano





I. UVOD

Od samih početaka procesa tranzicije hrvatske ekonomije do danas, ekonomski put Hrvatske je jako zanimljiv i predstavlja plodno tlo za ekonomska istraživanja, osobito u pogledu odnosa monetarne i fiskalne politike u maloj otvorenoj ekonomiji³.

Proces tranzicije popraćen je nedorečenim makroekonomskim mjerama i neravnotežom izazvanom ratom, a osnovni uzroci nestabilnosti koja se pojavila u novoj hrvatskoj državi kulminiraju hiperinflacijom krajem 1993. godine. U listopadu 1993. uvodi se program ekonomske stabilizacije s namjerom provođenja u tri faze. U suštini se radilo o antiinflacijskom programu koji se nije usredotočio samo na otklanjanje inflacije, već i na uspostavljanje nezavisnih novčarskih institucija te odgovarajućih mehanizama ekonomske kontrole sukladne tržišnom okruženju. Program stabilizacije stavio je težište na mjere monetarne i fiskalne politike. Monetarna politika odlikovana je mjerama kontrole stabilnosti tečaja Hrvatske narodne banke, a fiskalna politikom tvrdog budžeta, uz liberalizaciju cijena i otvorenosti za međunarodnu konkurenciju, uz nastojanja da se minimiziraju intervencije vlade. Cijeli proces suzbijanja inflacije opisan je u Rohatinski et al (1994.).

Problem stabilizacijskog programa je artificijelnost nacionalnih ciljeva. Ovaj problem nedorečenosti i neusklađenosti nacionalnih ciljeva u odnosu na ekonomske i danas je jedan od temeljnih problema hrvatske ekonomije.

Prva faza bila je kratkoročni antiinflacijski program s nizom mjera koje su trebale otkloniti glavne generatore inflacije. U središte makroekonomske politike stavljena je stoga monetarna i fiskalna politika. Dvije godine nakon uvođenja programa stabilizacije cijene i tečaj bili su stabilizirani. Opća razina cijena bila je za 0,8% viša u rujnu 1995. od one u listopadu 1993. godine, dok je nominalni tečaj bio 0,7% viši u usporedbi s tečajem uspostavljenim u rujnu 1993. godine. Prva faza programa stabilizacije time je bila ostvarena⁴.

Druga faza usmjerena je uspostavi dugoročnih uvjeta za kontrolu inflacije i odnosila se na mjere:

³ Autori bi se htjeli zahvaliti prof. Gusti Santiniju kao uredniku i organizatoru konferencije. Prof. Vojnić nas je svojim člankom potaknuo na raspravu o ovoj temi, a plod te rasprave je i ovaj članak. Na kraju bi se posebno htjeli zahvaliti prof. Dušanu Zbašniku koji je svojim komentarima značajno unaprijedio ovaj rad.

⁴ Podaci su iz Biltena HNB-a i Hrvatskoga statističkoga zavoda.





- (a) ubrzane privatizacije i otklanjanja monopola, uključujući one koji proizlaze iz rente
- (b) uspostavljanja uravnoteženog državnog proračuna
- (c) početka procesa sanacije banaka.

Druga faza trebala je trajati od prosinca 1993. do lipnja 1994. godine, a usredotočena je na otklanjanje budžetske neravnoteže. Ovaj zadatak trajao je duže od predviđenog, budući da je trebalo donijeti novu zakonsku regulativu, a bilo je i otpora u primjeni novih mjera. Ipak, glavni je uspjeh ove faze bio stavljanje državnog proračuna pod veći nadzor.

Treća faza odnosila se na uspostavljanje pune vanjske konvertibilnosti kune, uz održavanje stopa inflacije ispod razine od 10%, te uspostavljanje unutarnje i vanjske ravnoteže usklađivanjem monetarne, fiskalne politike i platne bilance zemlje. U toj ravnoteži očekivalo se dinamiziranje rasta, no nisu se identificirali bitni činioci. Mjere i instrumenti programa stabilizacije bili su (instrumenti su u zagrada):

1. monetarna politika (monetarna politika, kamatne stope i tečaj)
2. fiskalna politika (porezna politika, politika proračunskih izdataka i politika upravljanja državnom imovinom)
3. politika plaća
4. politika privatizacije, restrukturiranja, otklanjanja monopola
5. politika zapošljavanja
6. socijalna politika
7. politika sanacije banaka i razvitka financijskog tržišta.

Provođenje stabilizacijskog programa je relativno uspješno, iako provedba nije bila u skladu s rokovima. Relativno, jer je u 1993. godini najvažniji dio programa kroz smanjenje inflacije ostvaren. Neispunjena otvorena pitanja daljnjeg razvoja su: politika privatizacije, restrukturiranja i otklanjanja monopola, politika zapošljavanja, socijalna politika, ali i politika sanacije banka i razvitka financijskog tržišta, koja je djelomično riješena. Problem koji ostaje otvoren je pitanje dinamiziranja rasta, odnosno jasnih definicija izvora rasta u Hrvatskoj. Prvi dio programa stabilizacije je uspješan jer je inflacija zaustavljena i Hrvatska od stabilizacijskog programa nema problema



s inflacijom. Drugi i treći dio stabilizacijskog programa nikad nisu ostvareni.

Proces transformacije iz planske ekonomije u ekonomiju slobodnoga tržišta predstavlja ekonomsku pojavu koja se teško može naći u razvijenim stabilnim ekonomijama. Proces tranzicije i funkcioniranje hrvatske ekonomije u tom procesu je po mnogočemu potpuno različit od funkcioniranja razvijenih ekonomija. Jedna od karakteristika ovoga dvadesetogodišnjeg perioda je nedostatak klasičnih poslovnih ciklusa u ekonomskim podacima. Osim pada BDP-a u 1999. godini od 1,5%, hrvatska ekonomija nije imala klasične oscilacije u poslovnom ciklusima, niti su monetarna i fiskalna politika vršile potrebne prilagodbe promjenama u ekonomiji (koje bi uzrokovale poslovne cikluse), niti su prilagodbe vršene kako bi stabilizirale poslovne cikluse. Dok razvijene ekonomije imaju vremenske serije od nekoliko stotina godina koje pokazuju poslovne cikluse, ovakvi podaci u Hrvatskoj ne postoje, kao što ne postoji ni klasična sinusoida poslovnoga ciklusa u postojećim podacima.

Ekonomske stope rasta su od prestanka rata 1995. godine do 2008. godine (izuzev jedne navedene) bile pozitivne. U periodu nakon 2003. godine zaposlenost se postupno povećavala, iako je populacija ostala relativno nepromijenjena, što je dobro za ekonomiju jer se udio zaposlenih u populaciji povećao.

Međutim, sredinom 2008. i kroz 2009. godinu postaje jasno da je ekonomska kriza u Hrvatskoj neminovna, iako je bankarski sustav stabilan pa financijska kriza neće pogoditi Hrvatsku. Prvi put u svojoj ekonomskoj povijesti hrvatska ekonomija susreće se s klasičnim poslovnim ciklusom koji nakon ekonomskog rasta i razvoja donosi ekonomski zastoj.

Hrvatska počinje pokazivati sve klasične znakove ekonomije u recesiji: stopa zaposlenosti pada, ekonomski rast je zaustavljen i postaje negativan, tržište kapitala je naglo palo, banke su postale restriktivne u kreditiranju, količina loših plasmana u bilanci se povećala. Ekonomija je u recesiji.

Po prvi put u hrvatskoj ekonomskoj povijesti, fiskalna i monetarna politika trebale bi djelovati u uvjetima ekonomskog pada. Petnaest godina nakon stabilizacijskog programa i vremena koje je s monetarne strane obilježeno inzistiranjem na stabilnosti tečaja, a s fiskalne punjenjem i rastom proračuna, akteri ekonomskih politika moraju





početi aktivno sudjelovati u kontroli poslovnog ciklusa. Međutim, treba naglasiti da je nevažna dilema koji su izvori recesije, je li recesija eksterna ili se pojavila nakon godina prikrivanja, jedino što je važno jest da Hrvatska ima ozbiljan ekonomski problem. Ovaj ekonomski problem je i nacionalni problem jer bez jasne ekonomske politike ne može biti ni jasne nacionalne politike.

Nije osobito potrebno naglašavati da se veći dio ekonomskog rasta temeljio na potrošnji zaduženih građana ili da je proces privatizacije donio izuzetne štete strukturi ekonomije. Nije možda ni potrebno iznova raspravljati o tome koji su problemi hrvatskog gospodarstva najvažniji. Postoji čitav niz studija koje to pokazuju, a ovdje treba posebno istaknuti Santinijevu studiju (2007.) i najnoviju studiju Znanstvenoga društva ekonomista (2009.). Pričati o tome je li hrvatsko gospodarstvo bilo u krizi cijelo vrijeme od gore naznačenog procesa stabilizacije ili je tek s početkom svjetske krize došlo u krizu, vjerojatno je rasprava za novinare. Ekonomija jest u dubokoj recesiji! Ta recesija se ne manifestira samo u ekonomskim podacima nego i u pitanju koji će biti generatori rasta nakon što se silazni trend zaustavi.

Zagovornici “Ekonomije ponude” predvođeni Santinijem (2007., 2008.), s partnerima Družićem i Krtalićem (2006.), uz snažan filozofski doprinos Stojanova (2007., 2009.) i Vojnića (2007.), su do sada zastupali tezu da su problemi Hrvatske nagomilani i prije svega leže u pogrešnoj strukturi ekonomije.

Iako je Vojnić (2007.) pokušao razraditi tezu o utjecaju ekonomske znanosti na ekonomsku politiku, nije u potpunosti jasno kako je došlo do te pogrešne ekonomske strukture. Iako se ta “konstrukcijska greška” vidi u ekonomskim podacima i gore navedeni ekonomisti upućuju na problem, model ekonomske strukture još do sada nije matematički i ekonomski jasno definiran. Naime, većina ekonomskih radova koji se bave ekonomskom politikom prije svega se bavi posljedicama, ali se ne bave akterima ekonomske politike. Iako će i ovaj rad analizirati ekonomsku politiku, to neće biti kroz prizmu strukture i mjera ekonomske politike ili ekonomskih podataka, nego kroz ponašanje aktera ekonomske politike, to jest provoditelja monetarne i fiskalne politike. Osobita pažnja u ovome radu daje se odnosu monetarne i fiskalne politike u dinamici poslovnog ciklusa.

Teorijsko ponašanje ekonomskih particijanata objašnjava se u Vidaković (2007.), gdje se ponašanje ekonomskih particijanata opravdava odabirom tečajne politike između stabilnog i varijabilnog





tečaja. Analiza uzročno-posljedičnih veza može se naći i u Santini (2007., 2008.) gdje je dobro prikazana povezanost državnog budžeta i negativne platne bilance, ali do sada nije rađen osvrt ekonomskog ponašanja aktera ekonomske politike.

U navedenim radovima postoje teoretska objašnjenja i modeli hrvatske ekonomije, ali ne postoje modeli ponašanja provoditelja ekonomske politike. U ovom radu se prije svega spominje provođenje fiskalne i monetarne politike s aspekta ciljeva aktera koje ih provode, a ne nužno ekonomskih varijabli koje su proizvod pojedine politike.

Provođenje ekonomskih politika pokušat ćemo matematički objasniti kroz modele koji opisuju ponašanje aktera ekonomskih politika u vremenskom kontekstu poslovnog ciklusa. Klasično djelovanje ekonomske politike je u trenucima ekonomske ekspanzije ili neutralno ili anticikličko, dok je u trenucima recesije anticikličko. Kada dođe do ekonomskih zastoja, u velikim ekonomijama dolazi do paralelnog djelovanja monetarne i fiskalne politike. Agresivnost ovih politika ovisi o jačini ekonomske krize. Monetarna politika djeluje tako da spušta kamatnu stopu i povećava količinu novca u opticaju, dok fiskalna politika djeluje na smanjenje porezne presije i povećanje državne potrošnje.

Iako je ekonomija kao znanost napredovala ne samo po kapacitetu znanja nego i po kapacitetima modela koji simulacijski primjenjuju ta znanja, ekonomske reakcije provoditelja politike još se uvijek svode na osnovni makroekonomski model koji je prema Keynesu (1936.) postavio Hicks (1937.):

- a) U vrijeme krize 2009. godine upravo se ovom formulom rukovodi ekonomska politika SAD-a. FED spušta kamatne stope, mijenja dostupnost sredstvima da bankama omogući likvidnost. Istovremeno, vlada SAD-a kreće u agresivnu državnu potrošnju kako bih potakla ekonomiju. Karakteristika fiskalne i monetarne politike u vrijeme krize u velikoj ekonomiji kao što je to SAD izrazito je anticikličko djelovanje, kako bi se spriječilo produbljivanje krize i promijenio smjer poslovnog ciklusa od ekonomskog pada prema ekonomskom rastu. Ovo je klasično djelovanje dano u osnovnome IS-LM modelu.
- b) U EU-u se fiskalna i monetarna politika ponašaju kompleksnije. Razlog tome je što u EU-u postoji EMU, ali ne postoji fiskalna unija. Upravo zbog nepovezanosti izvora monetarne i fiskalne politike postoji mogućnost da svaka politika vuče na svoju stranu. Tako, prim-





jerice, ECB spušta kamatnu stopu, a Njemačka diže PDV kako bi napunila proračun jer je državni deficit ograničen. Primjer aktivne monetarne politike, s pasivnom fiskalnom, pronalazimo u Leeper, Plante, Traum (2009.), Davig, Leeper (2009.).

c) U Hrvatskoj imamo restriktivnu monetarnu i restriktivnu fiskalnu politiku, odnosno rast poreza kako bi se obranio budžet i rast kamatnih stopa (smanjenje likvidnosti) kako bi se obranio tečaj.

Pitanje upotrebe hrvatske monetarne i fiskalne politike je kompleksno. Pitanje pravilnog odabira tečajne politike je tema koja je još uvijek otvorena. Nedavna analiza Znanstvenog društva ekonomista Hrvatske (2009.) otišla je toliko daleko da je HNB direktno optužila za ekonomsku krizu u Hrvatskoj. I upotreba fiskalne politike bila je predmet rasprava. Tako Družić i Krtalić (2006.) navode da fiskalna politika u Hrvatskoj ostvaruje potpuno pogrešan cilj.

Posebnost monetarne i fiskalne politike u Hrvatskoj leži poglavito u činjenici da je Hrvatska "mala otvorena ekonomija". Zbog ove činjenice, kod dizajna i provođenja bilo koje ekonomske politike potrebno je uzeti u obzir i međunarodnu dimenziju tih politika. Svrha ovog rada je upravo rasvijetliti odnos monetarne i fiskalne politike u trenucima ekonomske krize, ali iz perspektive provoditelja monetarne politike i njihovih ciljeva.

Ovaj rad je podijeljen u pet dijelova. Nakon uvoda, u drugom dijelu analizira se monetarna politika u Hrvatskoj, s posebnim osvrtom na kauzalnost tržišta na kojima djeluje monetarna politika. U trećem dijelu analizira se fiskalna politika u Hrvatskoj. Četvrti dio je rasprava o modelu i rezultatima modela, dok je peti dio zaključak.



II. MONETARNA POLITIKA

Osnovna karakteristika monetarne politike u Hrvatskoj inzistiranje je na stabilnosti tečaja (Rohatinski, 2009.a, 2009.b). Temeljni razlog ovakvoj politici u službenim objašnjenjima potreba je za smanjenjem valutnog rizika i nemogućnost promjene tečajne politike zbog visoke euroiziranosti ekonomije.

Pritom se neprestano naglašava da mala visoko euroizirana ekonomija nema drugoga izbora nego održavati stabilnost tečaja. Naravno da ima, jer izbor uvijek postoji! Hrvatska je uvela stabilnost tečaja tek 2000. godine, promjenom guvernera. ***U prosincu 1995. godine tečaj 100€ za kunu bio je 681, a u prosincu 1999. godine tečaj je bio 100€ = 767 kuna. To znači da je u četiri godine došlo do 12% deprecijacije tečaja ili nešto ispod 3% godišnje. Znači da je u navedenom periodu tečaj oslabio***⁵. U dodatku ovoga rada za ovu tvrdnju dan je jasan ekonometrijski dokaz. Znači, ekonomski podaci govore nam da tečaj nije oduvijek bio stabilan te da nismo primorani imati stabilan tečaj, nego je to isključivo odabir provoditelja monetarne politike.

Pravo je pitanje provođenja monetarne politike da li je do slabljenja tečaja došlo zbog toga što je slabljenje tečaja bila monetarna politika ili je jednostavno dozvoljeno da tečaj otkliže pod utjecajem povećane potražnje za devizama. Na ovo pitanje osvrnut ćemo se u Dodatku 1 ovog rada. Činjenica je da je tečaj u danom periodu oslabio, osim ako objavljeni podaci na stranicama HNB-a nisu točni.

Autori žele reći da Hrvatska nikad nije bila osuđena i primorana na politiku stabilnosti tečaja. Štoviše, nekoliko zemalja (osim Slovenije koja se često navodi kao primjer) imalo je politiku varijabilnog, a ne stabilnog tečaja. Tvrdnje da Hrvatska mora imati stabilan tečaj i da je stabilnost tečaja apsolutno nužna za Hrvatsku možda je točna danas, kada su se nagomilali ekonomski problemi, ali nikako nije bila točna 2000. godine. Uzmimo za primjer i neke druge zemlje iz tranzicije i pogledajmo njihovu tečajnu politiku.

Iz Tablice 1 jasno se vidi da su Slovačka, Slovenija, Rumunjska i Mađarska (do 2001. godine) imale politiku varijabilnog tečaja.

⁵ Podaci iz Biltena HNB-a i s internet stranice HNB-a.



Tablica 1. Tečajevi odabranih zemalja

	New Bulgarian Lev	Croatian kuna	Czech Koruna	Estonian Kroon	Hungarian forint	Latvian Lats	Lithuanian Litas	New Romanian leu	Slovečka Krona	Slovenian Tollar
1990m12	:	:	:	:	83.77	:	:	:		76.02
1991m12	:	:	:	:	101.40	:	:	:		119.52
1992m12	:	:	:	15.64	101.68	1.01	:	:		147.09
1993m12	:	:	33.42	15.48	112.35	0.67	4.35	:	37.04	156.47
1994m12	:	6.96	34.50	15.24	136.73	0.67	4.92	:	38.48	165.58
1995m12	:	6.96	34.94	15.06	183.30	0.71	5.26	0.34	38.86	177.28
1996m12	0.61	6.94	34.25	15.58	206.91	0.70	5.01	0.52	39.95	186.81
1997m12	1.98	6.96	38.03	15.83	224.71	0.66	4.42	0.89	38.43	188.81
1998m12	1.96	7.29	35.19	15.56	252.39	0.66	4.67	1.28	43.21	198.91
1999m12	1.96	7.68	36.10	15.65	254.70	0.59	4.02	1.83	42.40	213.54
2000m12	1.95	7.58	35.05	15.65	265.00	0.58	3.72	2.41	43.93	218.84
2001m12	1.95	7.37	31.96	15.65	245.18	0.56	3.52	2.78	42.78	230.16
2002m12	1.95	7.48	31.58	15.65	236.29	0.61	3.45	3.51	30.13	236.70
2003m12	1.96	7.65	32.41	15.65	262.50	0.67	3.45	4.12	30.13	239.76
2004m12	1.96	7.67	30.46	15.65	245.97	0.70	3.45	3.94	30.13	239.50
2005m12	1.96	7.37	29.00	15.65	252.87	0.70	3.45	3.68	30.13	239.64
2006m12	1.96	7.35	27.49	15.65	251.77	0.70	3.45	3.38	30.13	239.64
2007m12	1.96	7.33	26.63	15.65	253.73	0.70	3.45	3.61	30.13	239.64
2008m12	1.96	7.36	26.88	15.65	266.70	0.71	3.45	4.02	30.13	1.00

Izvor: Centralne banke pojedinih zemalja

Ukoliko pogledamo cijene u Tablici 2, također ćemo naći nekoliko interesantnih podataka koji jasno pokazuju koja je povezanost stabilnog tečaja s kretanjem cijena u ekonomiji. Tvrdnje da se stabilnošću tečaja dobiva i stabilnost cijena također nisu točne, jer to ovisi o strukturi ekonomije. Zato i postoji struktura inflacija, na koju je upozorio Santini (1994.). Iz podataka se jasno vidi da stabilnost tečaja ne vodi prema stabilnosti cijena, niti se stabilnim tečajem ne postiže ista inflacija kao i u zemlji s kojom je tečaj fiksiran. Odličan primjer toga je Litva koja ima fiksni tečaj i 2007. godine je imala skoro tri puta veću inflaciju nego EU.

Pitanje s kojim se susrećemo ovdje jest što je važno za ekonomiju, a što za nacionalnu politiku. Stabilnost tečaja nije nužno loš cilj u kombinaciji s još nekim kompatibilnim fiskalnim ciljevima, na što je upozoravao još Keynes (1933.). Taj cilj može biti kontraproduktivan ukoliko se upotrebljava autonomno, neovisno o fiskalnoj politici (Mundell 1968.), odnosno, sam po sebi nema opravdanje. Tečajna politika prije svega mora odgovarati na pitanje što joj je cilj i što se njom dobiva, a što se s druge strane gubi. Odreći se jedne od dvije nacionalne strateške politike bez jasnih razloga, bez konsenzusa javnosti o prednostima i nedostacima takve strategije, nameće dilemu je li to dobra nacionalna ekonomska politika.

Kod monetarne politike također treba jasnije definirati što je to stabilnost cijena - je li to niska inflacija ili je to stabilna stopa inflacije. Kao što se vidi iz podataka u Tablici 2, stabilan tečaj nije nužno vezan za

nisku inflaciju, niti ekonomija koja ima stabilan tečaj ima približno istu inflaciju kao i zemlja s kojom je fiksirala tečaj.

Tablica 2. Kretanje potrošačkih cijena u pojedinim zemljama

	CPI EU	BULGARIA	CROATIA	CZECH	ESTONIA	HUNGARY	LATVIA	LITHUANIA	ROMANIA	SLOVAKIA	SLOVENIA
1995	2.40		3.70		29.00	28.19	23.14	35.70	32.30		8.60
1996	1.90		3.40		23.10	23.60	13.13	13.07	38.80		8.80
1997	1.50		3.80	9.40	10.90	18.60	6.40	8.36	151.50	6.10	8.80
1998	0.80	1.62	5.40	5.80	5.20	10.10	2.70	2.42	40.60	5.80	6.40
1999	1.70	6.96	3.90	2.60	3.70	11.40	3.00	0.31	54.80	14.10	8.00
2000	2.50	11.27	5.50	4.00	5.00	10.00	1.70	1.44	40.70	8.40	8.90
2001	2.00	4.82	2.40	3.90	4.20	6.80	3.20	2.03	30.30	6.70	7.10
2002	2.30	3.81	1.80	0.10	2.70	4.90	1.50	-0.98	17.80	3.20	7.10
2003	2.00	5.65	1.70	0.90	1.20	5.60	3.50	-1.33	14.10	9.40	4.70
2004	2.40	3.97	2.70	2.50	4.80	5.50	7.40	2.90	9.30	5.80	3.30
2005	2.20	7.39	3.60	1.90	3.60	3.30	7.10	2.95	8.70	3.90	2.40
2006	1.90	6.08	2.00	1.50	5.10	6.60	6.80	4.50	4.90	3.70	3.00
2007	3.10	11.57	5.80	5.50	9.70	7.40	14.00	8.15	6.70	2.50	5.70
2008	1.60	7.19	2.90	3.30	7.50	3.40	10.40	8.47	6.40	3.50	1.80

Izvor: Eurostat

Ukoliko podrazumijevamo da je stabilnost tečaja isto što i mala varijanca cijena, onda možemo pogledati donju tablicu:

Tablica 3. Standardna devijacija cijena podijeljena po monetarnim režimima

	EU CPI	BULGARIA	CROATIA	CZECH	ESTONIA	HUNGARY	LATVIA	LITHUANIA	ROMANIA	SLOVAKIA	SLOVENIA
UKUPNA STANDARDNA DEVIJACIJA	0.55	3.02	1.35	2.54	8.05	7.71	6.05	9.42	37.83	3.75	2.57
REŽIM 1	0.55		0.78			7.76	8.97			4.90	1.42
REŽIM 2	0.55		1.53			2.08	4.07			2.36	1.46

Izvor: Podaci iz Eurostata, tablica je preuzeta iz Vidaković (2009.)

Paradoksalno je da je Slovenija imala manju standardnu devijaciju inflacije kada je imala varijabilni tečaj, nego kada je imala fiksni tečaj. Suprotan primjer je Mađarska koja je imala manju inflaciju i stabilniju inflaciju kada je stabilizirala tečaj. To ponovno pokazuje da inflacija u maloj otvorenoj ekonomiji u normalnim ekonomskim uvjetima nikako nije vezana jedino uz tečaj.

Do sada smo samo davali podatke, ali treba reći zašto su nam oni važni. Podaci su važni kako bismo razumjeli da odabiri ekonomske politike ne mogu ovisiti samo o uvjerenjima, nego moraju imati u sebi ugrađene konkretno razumijevanje ekonomije. Prije nego što se u Hrvatskoj donesu ekonomske politike koje se “moraju provoditi”, potrebno je razumjeti ekonomiju. Radovi kao Gregurek i Vidaković (2008.a) i Gregurek i Vidaković (2008.b) i Vidaković (2007., 2009.) pokušavaju ponuditi razloge za takav način razumijevanja ekonomije.



je Hrvatske. Razumijevanje nacionalne ekonomije od strane aktera monetarne politike u Hrvatskoj je egocentrično i uskogrudno, zato njihove odluke koje se donose u pravilu zvuče jako dobro, ali se njihov smisao redovito pokazuje u rezultatima.

2.1 Zašto monetarna i fiskalna politika u Hrvatskoj nisu povezane

Dodatni problem monetarne politike u Hrvatskoj je i provođenje monetarne politike. Sve centralne banke povode monetarnu politiku tako da kupuju i prodaju neki instrument kako bi mijenjale količinu novca u ekonomiji. U velikim ekonomijama kao što je SAD, centralna banka kupuje i prodaje državne obveznice, dok u malim ekonomijama kao što je Hrvatska, centralna banka kupuje i prodaje stranu valutu.

Zbog mehanizma monetarne politike u velikim ekonomijama, fiskalna i monetarna politika su povezane kroz bilancu centralne banke. U aktivi centralne banke nalazi se državni dug, dok se u pasivi centralne banke nalazi primarni novac. Neovisnost centralne banke očituje se u tome da centralna banka odlučuje kada će kupiti, a kada će prodati državne obveznice. Provođenje monetarne politike samo po sebi mora biti neovisno od svih ostalih aktera u ekonomiji, ali smisao monetarne politike ne bi trebao biti neovisan. Provođenje monetarne politike u SAD-u temelji se na tome u kojemu smjeru FED želi usmjeriti ekonomiju i na točki u poslovnom ciklusu u kojem se nalazi ekonomija. Ukoliko ekonomija raste prebrzo, FED će smanjiti količinu novca u ekonomiji te povećati kamatnu stopu kako bi usporio ekonomiju. Ukoliko ekonomija usporava, FED će spustiti kamatnu stopu kako bi potaknuo investicije i smanjio kreditno opterećenje. Dakle, FED je taj koji "vodi" ekonomiju kroz poslovni ciklus.

Fiskalna politika u ovome procesu ima mogućnost djelovanja paralelno s monetarnom politikom. Kada FED provodi ekspanzivnu monetarnu politiku, vlada može imati veći deficit jer će dio tog deficita biti monetariziran. Ukoliko FED provodi restriktivnu monetarnu politiku, vlada mora paziti na svoje zaduživanje jer će deficit biti skuplji, što će u budućnosti opteretiti budžet s većim kamatama.

Provođenje monetarne politike u velikim ekonomijama odvija se na domaćem tržištu novca. Kada FED provodi monetarnu politiku, učinci te monetarne politike primarno se osjete na **domaćem tržištu novca**, preko kamatne stope. S obzirom na povezanost domaćeg i stranog tržišta novca, moguće je da se jedan dio sredstava s domaćeg



tržišta novca prelje na tržište deviza, što dovodi do promjene vrijednosti dolara prema drugim valutama. Posebno treba naglasiti da FED provodi monetarnu politiku na domaćem tržištu i da je FED orijentiran na domaću ekonomiju. Promjene na međunarodnom tržištu deviza koje se dogode zbog djelovanja na domaćem tržištu novca načelno FED ne zanimaju i ne utječu na provođenje monetarne politike.

U Hrvatskoj se također monetarna politika provodi preko kupnje i prodaje instrumenta, ali taj instrument nisu državne obveznice, nego je strana valuta. **Upravo zbog ovoga u Hrvatskoj ne postoji bilančna poveznica između monetarne i fiskalne politike, kao što postoji u SAD-u.** Također treba i istaknuti da je SAD zemlja čija se valuta upotrebljava za rezerve, a Hrvatska to nije.

Struktura bilance centralne banke otvara još jedno pitanje: zašto HNB ima devize u aktivima? S obzirom da je novac danas fiducijalni, argument da inozemni novac služi kao podloga domaćoj valuti jednostavno nije realan. Primjera radi, HNB kupuje novac Njemačke i podrazumijeva da je novac Njemačke podloga postojanju domaće valute. No, u aktivima njemačke centralne banke nalaze se državne obveznice Republike Njemačke, a ne zlato ili neka druga strana roba. Ovakva struktura bilance HNB-a nam u stvari govori da HNB vjeru u domaću valutu pokazuje tako što kupuje (indirektno ili čak i direktno) njemačke državne obveznice. Po toj logici, novac u Hrvatskoj temeljen je na stabilnosti njemačke ekonomije.

Stvarnost je bizarnija od primjera. HNB kupuje eure, što znači da HNB polaže vjeru u stanje ekonomija EMU-a. Kako je novac u EMU većinom fiducijalni⁶ novac, to znači da je sve što dijeli HNB od sloma deviznih rezervi, povjerenje Europljana u ujedinjenu Europu. S obzirom da HNB upravlja monetarnom politikom u Hrvatskoj, nije jasno zašto se polaže tolika pažnja na stabilnost neke druge ekonomije.

Struktura bilance HNB-a i nije začuđujuća s obzirom na monetarni cilj HNB-a, a to je stabilnost cijena, koja se ostvaruje preko stabilnosti tečaja. U tom monetarnom okviru, stabilnost cijena postaje sekundarni cilj. Prvi cilj HNB-a je stabilnost tečaja, a tek onda stabilnost cijena. HNB, naravno, zbog toga vjeruje da stabilnost tečaja vodi do stabilnosti cijena⁷. S obzirom na to, HNB nastoji minima-

⁶ povjerenički, s djelomičnim pokrićem u rezervama

⁷ Iako su ekonomski podaci u Hrvatskoj i ostalim zemljama koje su navedene kao primjer pokazale da to



lizirati sljedeće:

$$V(v) = \min E \sum_t^n (e_t - \bar{e}),$$

gdje je e nominalni tečaj, a \bar{e} točka stabilnosti oko koje HNB monetarnim intervencijama nastoji stabilizirati tečaj. Kontrolna funkcija kojom HNB nastoji upravljati je:

$$f(RR, L, R, P),$$

gdje je RR (od engleskog reserve requirement) oznaka za svu bilančnu regulativu koju HNB nameće bankama. L je lombardni kredit, R je repo, a P označava kupnju i prodaju deviza.

S obzirom da imamo kontrolnu funkciju, može se načiniti dinamični problem s kojim se susreće banka:

$$V(v) = \min_{e-\bar{e}} \{f(RR, L, R, P) + V(v_{t+1})\}.$$

s obzirom na početna stanja obveznih rezervi⁸ RR_0 , gdje je RR_0 , L_0 , R_0 , P_0 početno stanje monetarnih rezervi koje ima HNB.

Matematičko rješenje problema iziskivalo bi da se dobije funkcija reakcije s obzirom na problem dinamičnog programiranja koji smo postavili, ali u stvarnosti to ne bi bilo točno. Matematički problem koji HNB nastoji riješiti je minimalizacija oscilacija oko zacrtanog stabilnoga tečaja. Da bismo razumjeli kako HNB reagira, moramo razumjeti što uzrokuje reakcije HNB-a.

Tečaj je cijena dvaju valuta; promjena tečaja sama po sebi implicira da je došlo do povećanja potražnje ili do povećanja ponude. Do povećanja potražnje za eurom može doći zbog dva razloga - realnog i temeljem očekivanja. Do povećanja ponude kratkoročno i srednjoročno može doći samo zbog realnog razloga, a ne zbog očekivanja. Promjene tečaja vezane za promjene očekivanja obično su vezane za tektonske poremećaje u odnosima i na tržištu.

nije točno.
8 reserve requirement





Do povećanja potražnje za eurom možemo doći na dva načina. Prvi je da se zbog obujma poslovanja s inozemstvom poveća potražnja za devizama, što bi bilo stvarno povećanje potražnje. Drugi razlog za povećanje potražnje leži u promjeni očekivanja. Ukoliko bi došlo do promjene očekivanja, ekonomski agenti bi preventivno reagirali i počeli kupovati devize. Ovakva potražnja nije zasnovana na realnim ekonomskim osnovama, nego samo na očekivanjima. Rast ovakve potražnje sam po sebi indikator je nestabilnosti sustava. Do promjena u ponudi devizama može doći samo zbog realnih razloga, a to su: promjene u izvozu, stranim ulaganjima, vanjskom dugu.

Karakteristika hrvatske ekonomije zadnjih 15 godina bila je da smo uvoz i pretjeranu ponudu kuna (uvoz iznad izvoza) na tržištu deviza amortizirali stranim ulaganjima i vanjskim dugom. Tako je, osobito u zadnjih 10 godina, ulaz deviza bio puno veći od izlaza deviza jer je rast vanjskog duga i stranih ulaganja bio puno veći od razlike na tekućem računu. Jak ulaz deviza u ekonomiju uzrokovao je aprecijacijske pritiske na kunu i HNB je ,braneći stabilnost tečaja od jačanja tečaja, povećavao količinu kuna u ekonomiji, kupujući devize.

Ekonomski proces koji je nastao s povećanjem deviza i kupnjom deviza pokazan je u Vidaković (2009.), ali za nas je ovdje značajno nešto drugo, a to je da su monetarne reakcije HNB-a vezane uz protok novca u ekonomiji.

Kako HNB nastoji stabilizirati tečaj, a promjene u tečaju uzrokovane su promjenama količine deviza u ekonomiji, ulaskom i izlaskom deviza iz ekonomije HNB u stvari kontrolira količinu strane valute u ekonomiji, a ne količinu domaće valute. U stvarnosti bi trebalo biti suprotno - HNB bi morao kontrolirati domaću valutu, inflaciju, tečaj i ultimativno platnu bilancu. Naravno, to je nemoguće s obzirom na odabir tečajne politike.

Dok ostale centralne banke nastoje kontrolirati količinu domaćeg novca u ekonomiji, odnosno vlastitu pasivu, HNB nastoji kontrolirati količinu strane valute u ekonomiji, odnosno vlastitu aktivu. Kada ima previše deviza u ekonomiji, HNB ih kupuje. Kupnja deviza smanjuje količinu deviza na hrvatskom tržištu, ali zato povećava strane rezerve koje ima HNB. Kada ima premalo deviza, a previše kuna, HNB koristi svoje rezerve i prodaje ih kako bi povukao kune iz optičaja, što je ponovno kontrola aktive.





2.2 Kauzalnost

Provođenje monetarne politike je važno jer ima ogroman utjecaj na pitanje kauzalnosti prema ekonomiji. Centralna banka bi trebala kontrolirati količinu domaće valute u ekonomiji, ali u Hrvatskoj centralna banka kontrolira količinu strane valute u ekonomiji, što je, naravno, paradoksalno. Ovaj paradoks nas dovodi do najvažnijeg problema u provođenju monetarne politike u Hrvatskoj, a to je pitanje kauzalnosti. Vidjeli smo da je FED, kada provodi monetarnu politiku, orijentiran na stanje ekonomije u SAD-u. Kod provođenja monetarne ekonomije u velikim ekonomijama kao što je SAD ili EMU, centralna banka se povodi stanjem u ekonomiji. Monetarne akcije djeluju na domaćem tržištu novca, a ne obaziru se na vanjske faktore.

U velikim ekonomijama kauzalnost ide od domaće ekonomije prema stranim ekonomijama. Tako djelovanje na domaćem tržištu novca može imati utjecaja na tržište strane valute. Tako imamo da FED djeluje na domaćem tržištu novca, ali to djelovanje se može prelići i na tržište deviza. Zbog monetarnih akcija može doći do promjene vrijednosti dolara, ali FED ne djeluje na međunarodnom tržištu deviza kako bi nastojao ostvariti neku vrijednost tečaja.

HNB, s druge strane, radi upravo suprotno. HNB nastoji stabilizirati **tržište deviza** u Hrvatskoj, a provođenje monetarne politike na domaćem tržištu deviza ima učinak da mijenja kunksku likvidnost u ekonomiji. Znači, monetarna kauzalnost ide od domaćeg tržišta deviza prema domaćem tržištu novca. Tako HNB, djelujući na tržištu deviza, prelijeva monetarne reakcije na domaće tržište novca.

Važnost ovog procesa je u tome što se HNB, djelujući na promjene tržišta deviza kako bi ga stabilizirao, ne obazire na ekonomsko stanje i na potrebe ekonomije za domaćim novcem. Znači, ovdje se radi i konstrukcijskoj grešci u samoj srži monetarne politike i mehanizma provođenja monetarne politike u Hrvatskoj.

HNB kod provođenja monetarne politike i kod odluka vezanih za provođenje monetarne politike u stvari dominantno gleda stanje na jednom tržištu, a to je tržište eura u Hrvatskoj. Ostala su tržišta, kao npr. domaće tržište novca ili osobito stanje u ekonomiji, u smanjenom interesu HNB-a.

Drugim riječima, HNB je stalno pod pritiskom održavanja vanjske i unutrašnje likvidnosti, ali daje prednost vanjskoj (likvidnosti u stranoj valuti) i obrani deviznog tečaja. Tome su podređeni i instrumenti



monetarne politike, posebno obvezna pričuva čijim se smanjenjem samo prividno poboljšava likvidnost tržišta kuna, ali se u stvarnosti samo smanjuje kunska likvidnost. HNB je s popuštanjem regulative do sada samo povećavao deviznu likvidnost, a ne kunsku. Dokaz je situacija početkom 2009. godine, kad su zbog oslobađanja pričuva banke imale pojačanu likvidnost te zaprijetile tečaju⁹, a HNB je ponovno inicirao nelikvidnost preko deviznih intervencija i prodaje deviza. Bolje rečeno, HNB oslobađa i ponovno povlači kunsku likvidnost zbog tečaja, jer djeluje samo na domaćem tržištu deviza, a ne na domaćem tržištu kuna. Nije pitanje koliko likvidnosti ubaciti u sustav, već kako brzo.

Repo operacije postale su glavni način kreiranja primarnog novca, uz visoki kamatnjak. Lombardne kredite u HSVP-u HNB koristi pasivno kao kanal likvidnosti, a tržište novca posluje samostalno, uz svakodnevnu nepokrivenost potražnje za novcem. HNB zbog stabilnosti deviznog tečaja žrtvuje likvidnost i tolerira rast kamatnjaka, što je dvostruka šteta za gospodarstvo.

Tako, kada dođe to promjena u stanju ekonomije, HNB jednostavno ne želi reagirati jer dominantno prati kretanje na jednom tržištu u ekonomiji - domaćem tržištu deviza.

Zbog toga što su domaće tržište novca i domaće tržište deviza dva odvojena tržišta (koja jesu povezana, ali nisu isto tržište), jasno je da je HNB nemoćna da djeluje na procese u ekonomiji, osim na količinu eura u ekonomiji¹⁰. Razlog tome leži u funkciji reakcije HNB-a (koju namjerno nismo ranije pokazali kao rješenje problema dinamičnoga programiranja):

$$f(RR^*, L^*, R^*) = \begin{cases} 1 & \text{ako } |e^S - e^d| > \Delta e^{HNB} \\ 0 & \text{ako } |e^S - e^d| < \Delta e^{HNB} \end{cases}$$

1 označava monetarnu reakciju HNB-a, a 0 označava izostanak monetarne reakcije HNB-a; e s nadskriptima s i d označava ponudu i potražnju deviza. Ukoliko je apsolutna razlika između ponude deviza

9 Ivan Lovrinović: 12. znanstveno-stručna konferencija hrvatskog novčanog tržišta, Opatija, 14. svibnja 2009.

10 Ovo je i jasno vidljivo iz priopćenja sa sjednica Savjeta HNB-a od 09.07. 2009. gdje se kaže: "Stoga Savjet HNB-a ističe da bi trebalo što hitnije pristupiti snažnom rebalansu proračuna i bitnom smanjenju rashoda, jer svako odgađanje znači i daljnje širenje raskoraka između realno ostvarivih prihoda i dosadašnje razine javne potrošnje. To bi, naime, vodilo u sve veće i još teže rješive probleme, koji se ni sada ni ubuduće ne mogu riješiti nikakvim popuštanjem monetarne politike." <http://www.hnb.hr/priopce/hprioce.htm>



i potražnje deviza različita od one koju tolerira HNB, doći će do monetarne akcije. Ali razlozi monetarne reakcije nisu endogeni radi stanja u ekonomiji ili potreba za promjenom u količini novca, nego su egzogeni jer je došlo do priljeva ili odljeva novca iz ekonomije¹¹. Ovakva konstrukcija monetarne politike otvara mogućnost za odvojenost monetarne politike od stanja u ekonomiji i potrebe za novcem u ekonomiji. S obzirom da je centralna banka fokusirana na tržište deviza, a ne na tržište novca, promjene u ekonomiji koje utječu na kamatnu stopu neće imati utjecaja na monetarne reakcije HNB-a.

HNB, kao što je model pokazao, djeluje samo kada dolazi do promjene količine deviza u ekonomiji. Ukoliko dođe do promjene preference za likvidnošću i poveća li se (ili smanji) potražnja za novcem, HNB na to neće reagirati ili će reagirati prekasno. Jer, ukoliko bi HNB reagirao promptno, morao bi to napraviti na tržištu deviza u nadi da se novac od monetarne intervencije prelije na domaće tržište novca. Kod intervencije HNB bi promijenila tečaj, što ne smije jer se odredila za stabilnost tečaja, odričući se nacionalne ekonomske politike.

Ova konstrukcija monetarne politike posebno je značajna za krizu iz 2009. godine. Jer kada je došlo do krize i smanjenja likvidnosti, umjesto da je smanjio kamatnu stopu, povećao količinu novca u ekonomiji i poboljšao likvidnost, HNB je napravila upravo suprotno. Smanjila je količinu kuna u opticaju i dozvolila rast kamatnih stopa na kune do besmislenih granica. Ovakvo djelovanje centralne banke je izrazito procikličko. HNB je, umjesto da pomogne ekonomiji smanjenjem kamatnih stopa, pogoršala stanje u ekonomiji, zatvarajući kunsku likvidnost kako bi stabilizirala tečaj. U modelu koji smo predstavili, ovakva reakcija centralne banke u potpunosti je očekivana jer se HNB ne brine za stanja na domaćem tržištu novca ili za stanje u ekonomiji, nego za stanje na domaćem tržištu eura.

Problem monetarne politike u Hrvatskoj prije svega leži u konstrukcijskoj grešci monetarne politike koja se bavi kontrolom deviza u ekonomiji. Zbog toga se HNB ponaša kao novčani fond koji nastoji upravljati svojom aktivom, a stanje pasive joj je zadano i van kontrole.

HNB se godinama jako trudila da postane neovisna i samostalna institucija i u tome je u potpunosti uspjela. HNB je u potpunosti neovisna, ne samo kao institucija nego je neovisna i o stanju u realnom sektoru, a promjene u Hrvatskoj ekonomiji promatra prozivajući

¹¹ Uzimamo da se promjene u očekivanjima ne događaju jer u zadnjih 15 godina nije došlo do radikalnih navala na prodaju domaće valute, izuzev par manjih oscilacija.



krivce za recesiju. Zato i u trenucima krize HNB nema druge opcije nego provoditi politiku stabilnog tečaja, koja se na kraju manifestira kao izrazito prociklička politika.

III. FISKALNA POLITIKA

Jedna od glavnih karakteristika fiskalne politike u Hrvatskoj njezina je ekspanzija. Tako se od 2000. godine nominalni bruto domaći proizvod povećao za 93%, dok su se rashodi državnoga proračuna povećali za 132%¹². Ovo je jasan pokazatelj da zahtjevi proračuna rastu brže od ekonomije, odnosno da učešće države u ekonomiji postaje sve veće. Na ovu činjenicu je opetovano upozoravao Santini (2009.) kao na jedan od strukturnih problema ekonomije.

Da bismo mogli razumjeti zašto je došlo do ovakvog rasta rashoda državnoga proračuna, potrebno je pravilno modelirati provoditelja ekonomske politike. Standardni modeli fiskalnu politiku doživljavaju kao politiku koja nastoji poboljšati ekonomsko stanje ostalih particijanata, nastojeći pritom smanjiti negativne učinke poreza i državnog deficita. Ovakav pristup u Hrvatskoj pri modeliranju fiskalne politike je pogrešan jer prejudicira objekt optimizacije, a to je ekonomsko stanje ostalih participanta u ekonomiji.

U ovome radu mi ćemo pristupiti fiskalnoj politici upotrebljavajući modele koje predstavljaju Femminis i Ruggerone (2004.), a koji se baziraju na političkom ekonomskom ciklusu. U našem modelu će postojati stranka koja je na vlasti. Stranka na vlasti upravlja fiskalnom politikom, a objekt optimizacije je sljedeći:

$$V(P) = \max E \int_0^4 f(p) dt$$

s obzirom na P_0 u $t=0$,

gdje je P popularnost stranke na vlasti, $f(p)$ je diferencijalna funkcija promjene popularnosti stranke na vlasti. E predstavlja očekivanja, jer stranka na vlasti ne može savršeno predvidjeti kako će određene odluke utjecati na njenu popularnost. Vremenski period optimizacije

12 Izvor podataka: HNB i Državni zavod za statistiku

je samo četiri godine, koliko i traje izborni ciklus.

Iz ovoga možemo pokazati problem dinamičkog programiranja s kojim se susreće stranka na vlasti, tako da je Bellmanova jednadžba

$$V(P) = \max_p \{f(T, B, d, \tau) + V(P_{t+1})\},$$

s početnim uvjetom $P_0 = P_x$. Kada proces optimizacije započne, stranka na vlasti počne s nekom razinom popularnosti.

Uz sljedeća ograničenja:

ili

$$d \leq d_{\max} \text{ ili } D_{t-1} + d_t \leq D_{\max}$$

$$\tau \leq \tau_{\max}$$

$$T \leq T_{\max}$$

P je popularnost stranke na vlasti u nekom periodu, p je promjena popularnosti stranke u nekom periodu, D je ukupni dug države, dok je d deficit državnog proračuna u određenom vremenskom periodu. D ima jasno definiranu granicu, za koju ćemo pretpostaviti da je maastrichtski kriterij. Varijable τ su nameti pojedinim ekonomskim subjektima, a T su porezi. Porezna stopa i nameti imaju gornju granicu. Pretpostavit ćemo da provoditelji fiskalne granice znaju i svjesni su gornje granice poreznog opterećenja.

Nakon što riješi problem dinamičkog programiranja, stranka na vlasti ima funkciju djelovanja¹³ koje je:

$$h^*(T^*, B^*, d^*, \tau^*).$$

Ovom funkcijom stranka na vlasti vjeruje da će sebi osigurati drugi mandat. Prvo što trebamo zamijetiti je da se u funkciji pojavljuju ekonomske varijable, ali da ciljevi koji se ostvaruju upotrebom tih varijabli nisu ekonomski.

¹³ Na engleskom ova funkcija se zove "policy function", ali smo odlučili u ovom radu ne upotrijebiti ovu terminologiju.

U svojem radu Družić i Kratalić (2006.) tvrde da fiskalna politika treba poboljšati standard građana, a ustvari u Hrvatskoj služi za stabiliziranje tečaja i potiče potrošnju. Autori također tvrde da fiskalna politika ne ostvaruje svoju ekonomsku ulogu. No, problem ovdje leži u tome što su autori krivo odredili ulogu fiskalne politike u ekonomiji. Da su autori proveli analizu fiskalne politike na temelju modela koji smo mi ovdje predstavili, moguće je da bi došli do drugačijeg zaključka o uspješnosti hrvatske fiskalne politike.

Problem pitanja analize leži u tome da ekonomisti (uključujući i autore) obično imaju drugačiju varijablu od provoditelja fiskalne politike, koja se maksimalizira. S obzirom da provoditelji fiskalne politike imaju drugačiji matematički proces od ekonomista, normalno je da dolazi do raskoraka između ekonomske teorije i provođenja fiskalne politike.

Proces optimizacije s aspekta koji imaju provoditelji ekonomske politike ima dva aspekta koja moramo objasniti. Prvi aspekt je da provoditelji fiskalne politike imaju neekonomski cilj, ali upotrebljavaju ekonomska sredstva. Drugi aspekt je vremenski period optimizacije. Provoditelji ekonomske politike imaju horizont optimizacije od četiri godine, odnosno od izbora do izbora. Ova dva aspekta monetarne politike dovode nas do najvećega problema fiskalne politike u Hrvatskoj. S obzirom da proces optimizacije ima neekonomski cilj, ali upotrebljava ekonomska sredstva, moguće je da fiskalna politika koja se trenutno provodi dugoročno nije optimalna za Hrvatsku. S druge strane, kad se horizonti optimizacije spoje kroz izborne cikluse, moguće je da su ti isti horizonti optimizacije suboptimalni u odnosu na dužinu horizonta optimizacije.

Promotrimo novi model. U ovom modelu provoditelj fiskalne politike ima funkciju maksimalizacije životnoga standarda građana. U tom slučaju, objekt koji se nastoji optimizirati je:

$$V(Z, BDP) = \max E \int_0^n \{f(z) + f(BDP)\} dt ,$$

gdje je Z opći nivo zaposlenosti, BDP je bruto domaći proizvod, a slijedeći istu metodologiju $f(z)$ i $f(bdp)$ predstavljaju diferencijalne jednadžbe promjene zaposlenosti i BDP -a kroz vrijeme, dok E predstavlja očekivanje. Proces optimizacije je sad promijenjen s neekonomskog (političkog) na ekonomski cilj. Vremenski period optimizacije sad je n , odnosno, on je neutvrđen, ali je duži od izbornog

ciklusa. U ovom novom modelu, provoditelj ekonomske politike optimizira ekonomske varijable u svrhu postizanja dugoročnih ekonomskih ciljeva.

Sada imamo novu Bellmanovu jednadžbu koja je:

$$V(Z, BDP) = \max_z \min_{T, \tau, B, d} \{f(T, B, d, \tau) + V(Z_{t+1}, BDP_{t+1})\},$$

s početnim uvjetom $BDP_0 = BDP_x$ i $Z_0 = Z_x$. Kada proces optimizacije započne, provoditelj ekonomske politike ima početnu zaposlenost Z i početni BDP. Ograničenja su ista kao i u prošlom modelu:

$$d \leq d_{\max} \text{ ili } D_{t-1} + d_t \leq D_{\max}$$

$$\tau \leq \tau_{\max}$$

$$T \leq T_{\max}$$

Funkcija djelovanja je ista kao i u prošlom modelu, ali su učinci funkcije djelovanja na ekonomiju drugačiji u ovome modelu:

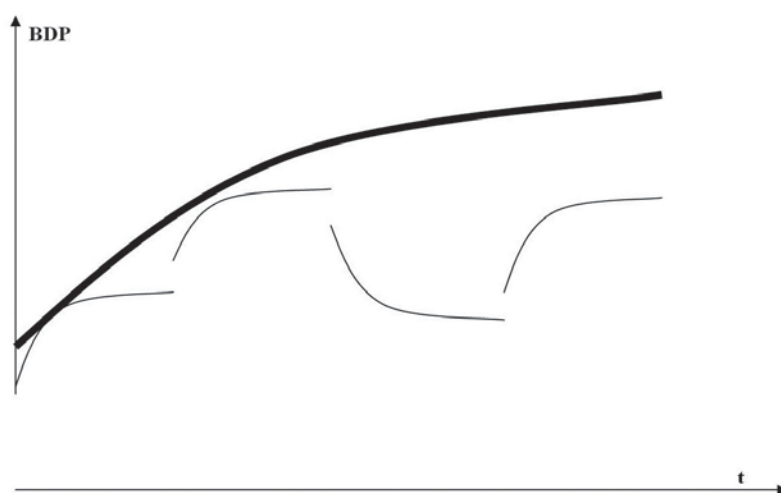
$$h^*(T^*, B^*, d^*, \tau^*).$$

Treba primijetiti da je došlo do promjena u samom procesu optimizacije. Tako se sad ne nastoji maksimalizirati popularnost stranke na vlasti, nego se nastoji maksimalizirati zaposlenost (minimalizirati nezaposlenost) i maksimalizirati BDP. Ostali procesi koji su raspoloživi fiskalnoj politici, kao dug i porezi, nastoje se minimalizirati. U ovom modelu proces optimizacije, kao i svrha optimizacije, potpuno je drugačiji nego u prvom modelu ekonomskog ponašanja. Drugi predstavljeni model možemo nazvati "model ekonomista" jer u sebi sadrži standardno ponašanje koje proizlazi iz ekonomske teorije, odnosno smanjenje duga države i smanjenje poreza.

S obzirom na prirodu ovdje nazočnih modela, cilja optimizacije i varijabli koje se optimiziraju, uopće ne čudi zaključak mnogih ekonomista da fiskalna politika u Hrvatskoj nije optimalna i da se fiskalnom politikom ne postižu ekonomski ciljevi. Odgovor na ovaj problem je da ekonomisti u Hrvatskoj imaju drugačiji cilj optimizacije od provoditelja ekonomske politike. U takvom okruženju fiskalna

politika je nacionalna ekonomska politika, a monetarna nesuverenost HNB-a vodi u kratkom roku samo prema minusu u bilanci plaćanja. Politika koja se provodi u kratkom roku, na samo četiri godine - od izbora do izbora, ne vodi prema dugoročno stabilnoj nacionalnoj ekonomiji, kojoj je cilj visoka zaposlenost i održivi rast BDP-a.

Grafikon 1. Optimalno i suboptimalno rješenje Bellmanove jednadžbe (optimalno rješenje dano je debljom linijom)



Gornji graf predstavlja optimalni ekonomski put, dok isprekidani grafovi predstavljaju pojedine vlade od jednoga do drugoga izbornoga ciklusa. Graf nam pokazuje kako jednostavno dolazi do toga da pojedinačne (političke) optimizacije nemaju isti ekonomski učinak kao što bi imala prava ekonomska optimizacija, iako im je početna točka ista. Karakteristika gornjega grafa je da u nekim trenucima politička optimizacija može biti učinkovitija od ekonomske, ali ne dugoročno.

No, u kontekstu našeg rada modeli koje smo kreirali imaju drugačiju svrhu, a to je analizirati ponašanje aktera fiskalne politike s fokusom na poslovni ciklus. Ukoliko gledamo period od 2000. godine do 2008. godine, ekonomija je imala veliki nominalni i realni rast. Nominalni rast, praćen velikim prihodima od neuravnotežene platne bilance¹⁴, omogućio je vladama izrazito procikličku politiku. Rastom ekonomije dolazilo je i do rasta poreznih prihoda, a rastom poreznih prihoda do mogućnosti za povećanje popularnosti, ali su se povećavale i

14 Santini (2007.) je procijenio prihode po platnoj bilanci koje je budžet ostvarivao.



budžetske stavke koje su služile za stjecanje popularnosti.

Najbolji primjer procikličke politike bio je rebalans budžeta sredinom 2008. godine kad su proračunski prihodi bili veći od očekivanja. Umjesto da se krene u uštede i pripremanje za krizu, višak sredstava je iskorišten kako bi se povećala potrošnja. Takav rebalans proračuna obrazložen je borbom protiv inflacije, iako su Gregurek i Vidaković (2008.) jasno pokazali da je uzrok inflacije u Hrvatskoj potpuno drugačiji od onog što je tvrdila vlada i ugledni ekonomski analitičari.

U jeku financijske krize, kada je već došlo do značajnog pada tržišta kapitala u svijetu i sve su svjetske vlade počele provoditi antirecesijske mjere, Vlada Republike Hrvatske nije krenula tim putem. Čak i kad se poslovni ciklus okrenuo i ekonomija počela padati, vlada je nastavila s procikličkom politikom. U 2009. godini imamo nastavak klasične procikličke politike. Umjesto da poveća državni deficit i državnim investicijama pomogle ekonomiji te omogući stabiliziranje poslovnoga ciklusa, vlada se odlučuje za pogoršanje ekonomske situacije u Hrvatskoj. Proračun ima tri rebalansa (do kolovoza 2009. godine) i svaki od njih smanjuje državnu potrošnju i povećava štednju.

Ove dvije ekonomske mjere traže temeljitiju analizu. Zašto to nije napravljeno puno ranije, pitanje je koje se nameće kod racionalizacije državne potrošnje i povećanja štednje. Tek kad je postalo jasno da je punjenje državnoga proračuna upitno, vlada kreće i optimizira vlastito poslovanje, proces koji je trebao biti napravljen prije nekoliko godina. Model koji je razvijen u ovom radu jasno je pokazao zašto proces racionalizacije poslovanja države nije napravljen na vrijeme, a budžet je rastao brže od nominalnog BDP-a.

Smanjenje državne potrošnje u vrijeme ekonomske stagnacije po definiciji je prociklička ekonomska politika. S obzirom da država ima preko transfera i investicija veliki udio u BDP-u Hrvatske, svako smanjenje državne potrošnje i plaća u državnom sektoru odmah će smanjiti i BDP. Ukoliko uračunamo i negativan multiplikator, smanjenje državne potrošnje će na bruto domaći proizvod imati višestruko negativan učinak. No, takva politika nikako ne čudi, s obzirom da se do sada vodila politika koja je imala neekonomski cilj za cilj optimizacije. Kako su objekti optimizacije suboptimalni ekonomski učinci, vladi se zatvara manevarski prostor, što znači da kad bi trebala iskoristiti sve moguće resurse, vlada jednostavno nema prostora i osuđena je na procikličko djelovanje i pogoršavanje krize.



3.1 Diskusija

Paradoks s kojim se ekonomska znanost u Hrvatskoj susreće fundamentalno su krive pretpostavke o tome kako funkcioniraju akteri hrvatske fiskalne i monetarne politike. Iako je bilo opažanja u medijima o tome da ekonomske politike u Hrvatskoj nisu dobre, a radovi su upozoravali na ovu pojavu, novitet ovog rada je teoretsko i matematičko objašnjenje zašto se to događa. Ovo razilaženje ekonomske teorije i ciljeva aktera ekonomske politike je i dovelo do ne nužno optimalnog objekta optimizacije za ekonomiju, a u trenutku kad je nastupila ekonomska kriza to je izašlo na površinu. Iako je jasno da su akteri i monetarne i fiskalne politike u svojim optimizacijama uspjeti, ukupan ekonomski učinak nije optimalan.

Ukoliko dolazi do dugogodišnjeg pogrešnog optimiziranja ekonomskih procesa od strane aktera ekonomske politike, u jednom trenutku jednostavno mora doći do zaustavljanja takve politike. Dugoročno nije moguće provoditi ekonomsku politiku koja nije stabilna. Politika stabilnoga tečaja, praćena deficitom platne bilance, jednostavno dugoročno nije moguća. Ovakva politika se pokazala neuspješnom i u mnogim drugim državama, kao što je dokumentirano u Aizenman i Glick (2008.). Razlog je to što se deficit platne bilance mora nekako namaknuti (dugom ili prodajom imovine). Jasno je da ekonomija ima ograničene resurse koje može prodati i da postoji gornja granica vanjskog duga. Fiskalna politika ne može neograničeno imati deficit državnog proračuna, niti državna administracija može neograničeno rasti. Postoji gornja granica zaposlenosti u državnim službama, gornja granica oporezivanja, gornja granica duga države. Neprirodna politika na kraju mora imati svoj prirodni završetak. Iz ove perspektive, recesija iz 2009. godine nije samo klasična promjena u poslovnom ciklusu, nego predstavlja kraj takve politike, odnosno, postoji mogućnost da je dosegnut limit jedne vrste politike.

Rad jasno pokazuje da fiskalna i monetarna politika imaju pogrešan objekt optimizacije i da same u sebi imaju konstrukcijsku grešku, tako da imamo izrazito procikličku politiku u svakoj točki poslovnog ciklusa. S obzirom da su politike procikličke u trenucima kada bi fiskalna i monetarna politika trebale ekonomskim participantima pomoći ublažiti recesiju, one to neće moći napraviti. Tako je ekonomski oporavak jako otežan jer se ekonomski participantima bore i protiv ekonomske politike u vlastitoj zemlji.

Kako promatrati krizu iz 2009. godine u kontekstu ovoga rada?



Problem monetarne politike je orijentacija na devizno tržište i strah od prelijevanja s tržišta kuna na tržište deviza. HNB bi morala naći način djelovanja na tržištu domaćega novca, a da se nove kune ne preliju na tržište deviza. Ovo se može napraviti samo pod dva uvjeta. Prvi uvjet je da HNB počne aktivno koordinirati kunsku likvidnost, a drugi je koordinacija s bankama. Ukoliko bi HNB zadovoljio ova dva uvjeta, moguće su akcije koje su nabrojane u dodatku.

Problem mijenjanja tržišta na kojem djeluje HNB je monetarni problem Republike Hrvatske. Temelji se na činjenici da su tržište deviza i kuna povezani, ali nisu isto tržište pa zato svaka promjena u monetarnoj politici ne mora nužno biti vezana za tečajnu politiku, nego treba biti vezana za promjenu tržišta na kojem djeluje monetarna politika. **Ovo nikako nije poziv na devaluaciju jer, kao što smo pokazali, devaluacija ne bi riješila probleme likvidnosti s kojima se susreće Hrvatska, ali isto tako se ne treba zavaravati da je sadašnji režim stabilan.** Dokaz ove tvrdnje je dan u dodatku s analizom monetarnih režima u Hrvatskoj. U Hrvatskoj treba povećati količinu novca u ekonomiji, djelovati samo na domaćem tržištu novca, a da se ne dogodi prelijevanje na tržište deviza.

Problem fiskalne politike je njena veličina na svim nivoima. Potrebno je smanjivanje državnog aparata i eliminacija birokracije, jer birokracija se ne smanjuje, ona se eliminira. Hitrorez je bio korak u pravom smjeru, ali nedovoljan i nedorečen. Kad se priča o promijeni fiskalnog modela u Hrvatskoj, jasno je samo da treba promijeniti objekt optimizacije i prebaciti se s modela političara na model ekonomista. Iako bi takva promjena bila bolna za ekonomiju, ne mora nužno voditi gubitku izvora za stranku na vlasti. Konkretni prijedlozi promjene fiskalne politike su dani na nekoliko mjesta pa ih nećemo ponavljati, ali dobre reference su Santini (2007., 2009.).

Zaključak

Rad dolazi do paradoksalnog zaključka, a to je da su fiskalna i monetarna politika u Hrvatskoj savršeno usklađene, ali zbog krivog raz-loga i u krivom smjeru poslovnog ciklusa. U trenucima ekonomskog buma fiskalna politika će iskoristi budžet kako bih ostvarila što bolju percepciju u javnosti i osigurala glasove. Monetarna politika će povećavati vlastite monetarne rezerve i uslijed rasta vanjskoga duga ekonomija će imati značajno povećanje likvidnosti.





Kada se poslovni ciklus okrene, kreditiranje stane, a ulaz stranog novca u ekonomiju presahne, ekonomske politike ponovno će biti savršeno koordinirane samo u pritiskivanju ekonomije i povećavanju ekonomske krize. Fiskalna politika smanjivat će državnu potrošnju i povećavati poreze kako bi održala postojeći budžet. Zbog godina pogrešne politike neće biti mogućnosti da se poveća državna potrošnja i tako stabilizira BDP. S druge strane, monetarna politika povlačit će likvidnost iz ekonomije kako bi stabilizirala tečaj.

Fiskalna politika će, zbog krivog objekta optimizacije, ekonomski rast koristiti za povećanje budžeta, a ekonomski pad će daljnje potaknuti smanjenjem državne potrošnje. Monetarna politika će se kod rasta vanjskog duga hvaliti povećanjem deviznih rezervi i rastom likvidnosti ekonomije, a kod smanjivanja monetarnih priljeva bit će primorana smanjivati količinu domaće likvidnosti. Tako će za vrijeme ekonomskog rasta obje politike pridonositi ekonomskom rastu, a za vrijeme ekonomskog pada obje politike pridonosit će ekonomskom padu.

Ukoliko bismo željeli komentirati ekonomske politike iz perspektive konfrontacije nacionalne i globalne politike, nije teško zaključiti da su hrvatska fiskalna i monetarna politika prije svega trijumf globalne nad nacionalnom politikom. I monetarna i fiskalna politika služe kako bi se udovoljilo ekonomskim ciljevima, ali kao što pokazuju model i podaci, to ne mora nužno voditi prema optimalnim nacionalnim ciljevima.

DODATAK 1: MONETARNI REŽIMI U HRVATSKOJ

Promjene u tečaju su prije svega promjene na tržištu deviza. Promjene vrijednosti valute mogu doći iz četiri različita razloga:

- promjena vezana za monetarnu politiku (promjena na strani ponude)
- promjena vezana za tekući račun (promjene na strani ponude i na strani potražnje)
- promjene vezane za promjene u očekivanjima
- takozvane preventivne promjene.





Iako je politika centralne banke - stabilnost tečaja - jasno naznačena od antiinflacijskog programa iz 1994. godine, ne možemo zanemariti činjenicu da je tečaj potpuno stabilan tek od 2003. godine. Do tada je tečaj imao oscilacije, ali se amplituda oscilacija smanjivala kroz vrijeme. Tako je tečaj kuna prema euru bio 685 u siječnju 1995. godine, a u siječnju 2000. godine bio je 772, što predstavlja 12.7% deprecijaciju tečaja¹⁵.

Za ovaj rad važno je odgovoriti na dva pitanja. Prvo je pitanje koji je tečajni režim imala centralna banka u periodu od 1995. do 2008. godine, odnosno je li došlo do promjene tečajnog režima? Drugo pitanje je što je uzrokovalo deprecijaciju tečaja u periodu od 1995. do 2000. godine, je li uzrok bio u realnim promjenama ili se radilo o promjenama u preventivnoj ponudi i potražnji za stranom valutom?

Odgovor na prvo pitanje dobit ćemo upotrebljavajući ekonometrijsku tehniku - upotrijebit ćemo Chowov test (Chow, 1960.). Ovaj ekonometrijski test služi kako bi se utvrdilo je li došlo do strukturnih promjena u podacima. Nama je ovaj test dobar jer ne utvrđuje zašto je došlo do promjene u podacima, nego samo utvrđuje je li došlo do promjene.

Mehanizam Chow testa prilično je jednostavan. Test se obavlja na sljedeći način - prvo se napravi regresija s ekonomskim podacima iz cijelog vremenskoga seta. Nakon toga se set podataka podijeli na dva dijela - prije i nakon strukturne promjene. Nakon podjele podataka naprave se dvije regresije, svaka s novim setom podataka, koristeći podatke prije strukturne promjene i nakon strukturne promjene. Iz dobivenih podataka radi se F-test pomoću zbroja kvadrata iz sve tri regresije. Pretpostavimo da imamo set podataka i dvije nezavisne varijable - tada imamo regresiju

$$y = \alpha + \beta_1 x + \beta_2 z .$$

Set podataka neka ima t vrijednosti. Taj set ćemo podijeliti na $m+n=t$, s time da m i n količina podataka ne moraju biti iste. Sada ćemo imati još dvije regresije, jednu s m setom podataka, a jednu s n setom podataka.

¹⁵ Podaci preuzeti iz Biltena HNB-a.



$$y = \alpha^n + \beta_1^n x_1 + \beta_2^n z_1$$

$$y = \alpha^m + \beta_1^m x_2 + \beta_2^m z_2.$$

Nulta hipoteza za test je:

$$\alpha = \alpha^n = \alpha^m; \beta = \beta_1^n = \beta_1^m; \beta_2 = \beta_2^n = \beta_2^m.$$

F-test koji ćemo upotrijebiti je:

$$F \sim \frac{\frac{S - S_1 - S_2}{k}}{\frac{S_1 + S_2}{N + M - 2k}}$$

S je suma reziduala iz svake od tri regresije koje smo izračunali, n i m su brojevi opservacija, a k je broj stupnjeva slobode. Nakon toga ćemo, upotrebljavajući F tablicu, usporediti vrijednost i vidjeti kolika je P vrijednost regresije kako bismo prihvatili ili odbili nultu hipotezu.

Regresija koju ćemo izvesti bit će jednostavna ARMA regresija, ARMA (1,12), tečajnih podataka. Tako ćemo imati regresiju t-1 tečajnih vrijednosti i pokretni prosjek tečaja za zadnjih 12 mjeseci.

$$EX = \alpha + \beta_1 EX_{t-1} + \beta_2 EXMA_{12},$$

gdje je EX tečaj, EXAM12 je dvanaestomjesečni prosjek tečaja. Podatci koje upotrebljavamo bit će tečajevi na kraju razdoblja, a podatci se nalaze na stranici HNB-a. Dva perioda u koja ćemo podijeliti podatke bit će 1993. do 2000. i 2001. do 2008.

Nakon što smo napravili regresije F-test je:

$$F \sim \frac{\frac{0,850245 - 0,215618 - 0,593208}{3}}{\frac{0,215618 + 0,593208}{57 + 107 - 2 * 3}} = \frac{0,013807}{0,005119} = 2,69.$$



Upotrebljavajući F distribuciju s $k=3$ i 158 dobijemo da je p vrijednost 4,8%, što je statistički značajno do 5%, što je prihvatljivi rezultat.

Ovaj ekonometrijski test pokazuje da je u Hrvatskoj došlo do promjene tečajnih režima u navedenom periodu, kada se analizira promjena tečaja, ali nam ovaj test ne govori zašto je došlo do promjene tečaja.

Kao što smo definirali u radu, do promjene tečaja može doći zbog promjena na strani ponude, zbog promjena na strani potražnje ili zbog povećanja preventivne potražnje za devizama koja predstavlja odraz očekivane nestabilnosti države.

Promjena cijena ne mora biti uzrokovana samo promjenama na strani ponude i potražnje nego može biti uzrokovana i takozvanom preventivnom potražnjom. Mehanizam determiniranja promjena potražnje razvio je Killian (2009.) koji je definirao naftne šokove i pokazao da nisu svi naftni šokovi isti.

Ukoliko pogledamo M1 u Hrvatskoj, vidjeti ćemo što je uzrokovalo promjenu tečaja u periodu od 1995. do 2000. godine, kao i što je uzrokovalo stabilnost tečaja od 2000. godine. M1 se povećao u periodu od 1995. do 2000. godine s 8,5 milijardi kuna na 18 milijardi kuna, dok se BDP povećao za 60 milijardi kuna. Samo za usporedbu, M1 je 2005. godine bio na 38,8 milijardi kuna (povećanje od 20 milijardi kuna), u periodu od 2000. do 2005. godine tečaj je bio stabilan, a BDP se povećao za 87 milijardi kuna. Iz ovih podataka je vidljivo da povećanje količine novca nema veza s rastom potražnje za novcem, niti stabilnost tečaja isključivo ovisi o količini novca u ekonomiji.

Upravo zbog odnosa tečaja, količine novca i bruto domaćega proizvoda u razdoblju 1995.-2000. nije moguće da je do slabljenja tečaja došlo zbog ekspanzivne monetarne politike. Znači da je do većine promjena tečaja u razdoblju od 1995. do 2000. došlo zbog promjene u preventivnoj potražnji, najvjerojatnije uzrokovanoj bankarskim krizama, a ne zbog monetarne politike koja je povećavala količinu novca u ekonomiji.



DODATAK 2: KONKRETNE AKCIJE HNB-A

U radu smo naglasili da HNB mora početi djelovati na domaćem tržištu novca. Trenutno to HNB i radi, ali samo kratkoročno, preko tjednih repo aukcija koje imaju utjecaj samo na likvidnost banaka, ali ne na ukupnu likvidnost ekonomije. Također postoji zakonsko ograničenje da HNB ne smije kupovati državne obveznice. Sukladno tome, najbolje rješenje je da HNB daje dugoročne repo aukcije (više od 2 godine) po 0% i u omjeru 1:1, a da za zalog uzima dugoročne papire Republike Hrvatske. Banke bi tada dobiveni novac usmjerile na kreditiranje velikih poduzeća, uvjetujući da se novac iskoristi za plaćanje. Na ovaj način bi se znalo da novac direktno ulazi u opticaj i služi za smanjenje nelikvidnosti sistema. Ukoliko bi se u koordinaciji između banaka s klijentima koji su primili novac od velikih poduzeća ponovo uskladilo da i oni obave plaćanja, moglo bi se s relativno malom intervencijom puno postići.

Ovdje treba naglasiti da takva akcija ne bi dovela do devalvacije domaće valute jer bi se vršila domaća plaćanja pa se novac ne bih prelio na tržište deviza. Novac ne bi otišao niti na kreditiranje državne potrošnje i državnog deficita.

Druga opcija je smanjivanje obvezne rezerve i ponovna preraspodjela obvezne rezerve iz kuna u devize. Ukoliko bi se obvezna rezerva na devize (koja se sada plaća 75% u kunama) vratila nazad u devize, HNB bi povećao količinu kuna u ekonomiji, a bilanca HNB-a ne bi se promijenila. Naravno, banke bi ovaj novac ponovno trebale iskoristiti po planu iz prve opcije.

Treća opcija je primjena zakona i dozvoljavanje HNB-u da kupuje državne obveznice. Tako bi se ugradio tvrdi limit do 10% ili možda do 5% visine proračuna kao i ranije, a za promjenu ovoga limita trebala bi dvotrećinska saborska većina. Umjesto zaduživanja kod HNB koje je jeftinije, država se skupo zadužuje kod poslovnih banaka. Time bi ostalo više novca za privatni sektor uz niže kamatnjake. Kao što je u radu naglašeno, nezavisnost monetarne politike nije da centralnu banku nitko ne smije pitati što radi, nego da provodi monetarnu politiku autonomno, a sukladno potrebama ekonomije.

Četvrta radikalna opcija je da HNB počne djelovati na nekom trećem tržištu. Tako bi HNB mogao kupiti, na primjer, zemni plin, dati INI kune i onda zemni plin prodati za devize. Naravno, ovo bi bila daleko





najradikalnija opcija. Ukoliko HNB primijeni ovu metodu, povećao bi svoje devizne rezerve, a da pritom ne utječe na vrijednost valute.

Peta opcija je ravno da HNB nastavi sa svojom trenutnom politikom u kojoj povlači likvidnost iz sustava i praktično vidi gdje je točka sloma ekonomije.

SUMMARY

The paper tries to connect the monetary and fiscal policy in Croatia and show the relationship between the two policies. Croatia since the implementation of the stabilization process in 1994 did not encounter the classical business cycle oscillations, because of this the conduct of monetary and fiscal policy was not under additional pressure caused by economic recession. With the onset of the 2009 recession the conduct of monetary and fiscal policy came into spotlight because of the questions how will the economic policies react: pro cyclical or countercyclical. The paper shows that both policies have reacted extremely pro cyclical only to deepen the crisis, the paper also shows this reaction is completely expected in the correct economic set-up. Fiscal policy is based on the protection of political party in power and the monetary policy is based on the stability of the exchange rate. The model of the stable exchange rate presented in the paper points out to the fundaments error in the construction of the stable exchange rate regime in Croatia. The regime is only oriented on the domestic market for foreign currency and not on the domestic market of local currency. The paper also develops a fiscal policy model where fiscal policy is only focused on winning the election and not on the long term optimal fiscal policy.

Ključne riječi: implementation of monetary and fiscal policy, dynamic programming, exchange rate

Literatura:

Davig, Troy; Leeper, Eric (2009.), "Monetary-Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus", NBER Working Paper No. 15133, svibanj 2009.

Družić, Gordan Krtalić Sandra (2006), "Kakvu ulogu treba imati fiskalna politika u Hrvatskoj?", *Ekonomija-Economics*, godina 13, broj





1, str. 67.-84.

Dujšin, Uroš (2008.), "Hrvatska ekonomska politika i hrvatski Ekonomisti", *Ekonomija/Economics*, 15 (1), str. 13.-16.

Femminis, Gianluca; Ruggerone, Luigi (2004.), "Bailouts and Bank Runs in a Model of Crony Capitalism", *Contributions to Macroeconomics: Vol. 4 : Iss. 1, Article 11*

Chow, Gregory C. (1960.), "Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions", *Econometrica* 28(3), str. 591.-605.

Gregurek, Miroslav; Vidaković, Neven (2008.), "Inflacija u Hrvatskoj: uloga posrednika", *Ekonomija/Economics*, godina 15, broj 2, str. 263.-280.

Gregurek, Miroslav; Vidaković, Neven (2009.), "Ekonomska tranzicija – tko je igrao i s kakvim rezultatima", neobjavljeni rad

Hicks, John, "Mr. Keynes and the Classics: A suggested simplification", *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, Apr., 1937., pp. 147.-159.

Hicks, John (1937.), "Mr. Keynes and the Classics: A suggested simplification", *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, Apr., pp. 147.-159.

Aizenman, Joshua, "Pegged Exchange Rate Regimes - A Trap?" (with R. Glick), 2008., *Journal of Money, Credit and Banking*, (40), str. 817.-835.

Keynes, John Maynard, "General Theory of Money, Interest and Employment", New York, Harcourt, Brace, & World, 1964.

Keynes, John Maynard, "General Theory of Money, Interest and Employment", New York, Harcourt, Brace, & World, 1964.

Lutz, Killian (2009.), "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, 99(3), str. 1053.-1069., June 2009.

Lutz, Killian; Pack, Cheolbeom "The Impact of Oil Price Shocks on the U.S. Stock Market" forthcoming: *International Economic Review*

Leeper, Eric; Plante, Michael; Traum, Nora (2009.), "Dynamics of Fiscal Financing in the United States", NBER Working Paper No. 15160, Svibanj 2009.

Mundell, Robert (1968.), "International Economics", Macmillan New York





Perišin, Ivo (2008.), "Bla-bla-bla" o zaduženosti i prezaduženosti naše zemlje prema inozemstvu", *Ekonomija / Economics*, 14 (2) str. 379.-384. (2008.)

Rohatinski, Željko; Anušić, Zoran; Šonje, Velimir (1995.), "Put u nisku inflaciju Hrvatska 1993.-1994.", Vlada Republike Hrvatske, Zagreb, str. 171.

Rohatinski, Željko (2007.), "Predložak za izlaganje na konferenciji udruge Hrvatski izvoznici", Zagreb, 7. studenoga 2008.

Rohatinski, Željko (2009.a), "Ekonomska kriza i monetarna politika - Pripremljeno za Okrugli stol Razreda za društvene znanosti HAZU "Kriza i okviri ekonomske politike"", 7. srpnja 2009. u Zagrebu, <http://www.hnb.hr/priopc/hpriopc.htm>

Rohatinski, Željko (2009.b), "Ekonomska kriza i monetarna politika - Izlaganje za konferenciju Hrvatskog novčanog tržišta", Opatija, 14.-15. svibanj, 2009., <http://www.hnb.hr/priopc/hpriopc.htm>

Santini, Guste (1994.), "Ekonomska politika za 1994. godinu", Rifin

Santini, Guste (2005.), "Utjecaj deficita robne razmjene s inozemstvom na porezne prihode Hrvatske u razdoblju 1994. – 2004. godine", *Ekonomija/ Economics*, (XII) 1, Rifin, Zagreb

Santini, Guste (2007.), "Iluzija i stvarnost hrvatskoga gospodarstva", Rifin, Zagreb

Santini, Guste (2008.), "Učinci ekonomske politike u Hrvatskoj u razdoblju 1994. - 2007. godine" *Ekonomija/Economics*, godina 15, broj 1

Santini, Guste (2009.), "Refleksije jednoga turanjca", Rifin

Stojanov, Dragoljub (2007.), "Teorija komparativnih prednosti i gospodarski rast: argumenti pro et contra (moguće pouke za Republiku Hrvatsku)", *Ekonomija /Economics*, 14 (1), str. 127.-142.

Stojanov, Dragoljub (2009.), "Megakapitalizam", *Ekonomija /Economics*, 16 (1), str. 25.-28.

Vidaković, Neven (2006.), "Ekonomska politika i optimalna kontrola – kritika", *Ekonomija/Economics*, godina 13, broj 1, str. 265.-287.

Vidaković, Neven (2007.), "Teorije racionalnih očekivanja i odabir monetarne politike u maloj otvorenoj ekonomiji", Magisterij, Eko-





Miroslav Gregurek, Neven Vidaković: Usklađenost monetarne i fiskalne politike u RH
428 EKONOMIJA/ECONOMICS, 16 (2) str. 395-428 (2009) www.rifin.com

nomski fakultet Sveučilišta u Ljubljani, str. 89., <http://www.cek.ef.uni-lj.si/magister/vidakovic26-B-07.pdf>

Vidaković, Neven (2008.), “Ekonomska politika, meka budžetska ograničenja i vanjski dug Republike Hrvatske”, *Ekonomija/Economics*, godina 15, broj 2

Vojnić, Dragomir (2007.), “Ekonomska znanost i ekonomska politika u povijesnoj retrospektivi i aktualnom trenutku”, *Ekonomija/Economics*, 14 (1), str. 55.-78. (2007.), www.rifin.com

Znanstveno društvo ekonomista (2009.), “Polazišta nove ekonomske politike u uvjetima recesije”, *Znanstveno društvo ekonomista*, str. 152., www.zde.hr

