

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 nikad nije bilo izloženo pritisku koji sobom nosi recesija. Zbog recesije u 2009 godini, o provođenju monetarne i fiskalne politike se počelo intenzivnije govoriti, jer se nametnulo pitanje da li će ekonomske politike reagirati anti-ciklički kao što je to uobičajeno. Pokazalo se je da su i monetarna i fiskalna politika reagirale izrazito pro-ciklički, produbljujući krizu. Rad pokazuje zašto je takva reakcija hrvatske ekonomije očekivana i normalna. Fiskalna politika se temelji na očuvanju vlasti, a monetarna na stabilnosti tečaja. U radu su razvijena dva modela. Model fiskalne politike s fokusom na očuvanje vlasti i model monetarne politike s fokusom na očuvanje 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 prije svega orijentirana na dobivanje izbora, a ne nužno na dugoročnu optimalnu fiskalnu politiku.

Ključne riječi: provođenje monetarne i fiskalne politike, dinamično programiranje, tečaj

JEL: E42, E52, H61

Miroslav GREGUREK
Privredna Banka Zagreb
Račkoga 6
10000 Zagreb
miroslav.gregurek@pbz.hr
01/636-0691

Neven VIDAKOVIĆ
Privredna Banka Zagreb
Intesa Sanpaolo, Milano
Via Clerici 4
20121 MILANO, Italy
neven.vidakovic@intesanpaolo.com
+39-028-79-37413

1. Uvod

Od samih početaka procesa tranzicije Hrvatske ekonomije do danas, ekonomski put Hrvatske je jako interesantan i predstavlja plodno tlo za ekonomska istraživanja, a osobito u pogledu odnosa monetarne i fiskalne politike u maloj otvorenoj ekonomiji¹.

Proces tranzicije je popraćen nedorečenim makroekonomskim mjerama i neravnotežom izazvanom ratom, a osnovni se uzroci nestabilnosti koja se je 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 je radilo o antiinfacijskom 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, otvorenost za međunarodnu konkurenciju, uz nastojanja da se minimiziraju intervencije Vlade. Cijeli proces suzbijanja inflacije je opisan u Rohatinski et al (1994).

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

Prva faza bila je kratkoročni antiinfacijski 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 su bili 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 uporedbi s tečajem uspostavljenim u rujnu 1993. godine. Prva faza programa stabilizacije time je bila ostvarena².

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

- (a) Ubrzane privatizacije i otklanjanje monopola, uključujući onih 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 je od predviđenog, budući 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 se očekivalo dinamiziranje rasta, no nisu se identificirali bitni činioci. Mjere i instrumenti programa stabilizacije bili su (instrumenti su u zagradama):

1. Monetarna politika (monetarna politika, kamatne stope i tečaj)

¹ 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, plod te rasprave je i ovaj članak. Na kraju bih se posebno htjeli zahvaliti prof. Dušanu Zbašniku koji je svojim komentarima značajno unaprijedio ovaj rad.

² Podaci su iz Biltena HNB-a i Hrvatskoga statističkoga zavoda

- 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 poslovnim 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 niti klasična sinusoida poslovnoga ciklusa u postojećim podacima.

Ekonomске 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 je udio zaposlenih u populaciji povećao.

Međutim, sredinom 2008 godine 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 se susreće s klasičnim poslovnim ciklusom, kojim 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 bi trebale djelovati u uvjetima ekonomskog pada. Petnaest godina nakon stabilizacijskog programa i vremena koje je obilježeno s monetarne strane 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 dilema koji su izvori recesije, da li je recesija eksterna ili se pojavila nakon godina prikrivanja nevažna, jedino što je važno jeste da Hrvatska ima ozbiljan ekonomski problem. Ovaj ekonomski problem je i nacionalni problem, jer bez jasne ekonomske politike, ne može biti niti 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 niti potrebno iznova raspravljati o tome koji su problemi Hrvatskog gospodarstva najvažniji. Postoji

čitav niz studija koje to pokazuju, ovdje treba posebno istaći Santini (2007) i najnoviju studiju Znanstvenoga društva ekonomista (2009). Pričati o tome da li je 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 jeste 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 jasno u potpunosti 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 bave 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 se daje odnosu monetarne i fiskalne politike u dinamici poslovnog ciklusa.

Teorijsko ponašanje ekonomskih participanata se objašnjava u Vidaković (2007), gdje se ponašanje ekonomskih participanata opravdava odabirom tečajne politike, između stabilnog i varijabilnog tečaja. Analiza uzročno posljedičnih veza se može 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 ekonomski 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 ćemo pokušati matematički objasniti kroz modele koji opisuju ponašanje aktere ekonomskih politika, u vremenskom kontekstu poslovnog ciklusa. Klasično djelovanje ekonomske politike je u trenucima ekonomske ekspanzije ili neutralno ili anti-cikličko, dok je u trenucima recesije anti-cikličko. Kad dođe do ekonomskih zastoja, u velikim ekonomija 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 se još uvijek svode na osnovni makroekonomski model koji je prema Keynesu (1936), postavio Hicks (1937):

a) U vrijeme krize 2009. godine, upravo ovom formulom se rukovodi ekonomska politika SAD. 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 je izrazito anti-cikličko djelovanje, kako bih 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 fiskalna i monetarna politika se ponašaju kompleksnije. Razlog tome je što u EU 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 primjerice, ECB spušta kamatnu stopu, a Njemačka diže PDV kako bi napunila proračun, jer je državni deficit ograničen. Aktivna monetarna politika, sa pasivnom fiskalnom, primjer iz Leeper, Plante, Traum (2009), Davig, Leeper (2009).

c) U Hrvatskoj imamo restriktivnu monetarnu i restriktivnu fiskalnu politiku, odnosno rast poreza kako bih se obranio budžet i rast kamatnih stopa (smanjenje likvidnosti) kako bih 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) je otišla toliko daleko da je HNB direktno optužila za ekonomsku krizu u Hrvatskoj. I upotreba fiskalne politike je bila predmet diskusija. Tako Družić i Krtalić (2006) navode da fiskalna politika u Hrvatskoj ostvaruje potpuno pogrešan cilj.

Posebnost monetarne i fiskalne politike u Hrvatskoj leži i 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 se analizira monetarna politika u Hrvatskoj, s posebnim osvrtom na kauzalnost tržišta na kojima djeluje monetarna politika. U trećem dijelu se analizira fiskalna politika u Hrvatskoj. Četvrti dio je diskusija modela i rezultata modela, dok je pet zaključak.

2. Monetarna politika

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

Pri tome se neprestano naglašava da mala visoko eurizirana 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 je bio 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*³. U dodatku ovoga rada je za ovu tvrdnju dan jasan ekonometrijski dokaz. Znači ekonomski podaci nam govore da tečaj nije oduvijek bio stabilan, da nismo primorani imati stabilan tečaj, nego je to isključivo odabir provoditelja monetarne politike.

Pravo pitanje provođenje monetarne politike je 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 ćemo se osvrnuti u Dodatku 1 ovoga rada. Činjenica je da je tečaj u danom periodu oslabio, osim ako objavljeni podaci na stranicama HNB-a nisu točni.

Autori žele reći je 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

³ Podaci iz Biltena HNB-a i sa internet stranice HNB-a.

varijabilnog, a ne stabilnog tečajja. Tvrdnje da Hrvatska mora imati stabilan tečaj i da je stabilnost tečaja apsolutno nužna za Hrvatsku je možda 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 se jasno vidi da su Slovačka, Slovenija, Rumunija, Mađarska (do 2001. godine) imale politiku varijabilnog tečaja.

Tablica 1: Tečajevi odabranih zemalja

	New Bulgarian Lev	Croatian kuna	Czech Koruna	Estonian Kroon	Hungarian forint	Latvian Lats	Lithuanian Litas	New Romanian leu	Slovačka 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. Također se stabilnim tečajem ne postiže niti 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.

Problem s kojim se susrećemo ovdje je pitanje što je važno za ekonomiju, a što je važno 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 kontra produktivan, 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 dali je to dobra nacionalna ekonomska politika.

Kod monetarne politike također treba jasnije definirati što je to stabilnost cijena, da li je 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
REŽIM1	0.55		0.78			7.76	8.97			4.90	1.42
REŽIM2	0.55		1.53			2.08	4.07			2.36	1.46

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

Paradoksalno 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 i manju inflaciju i stabilniju inflaciju, kada je stabilizirala tečaj. To ponovo pokazuje da inflacija u maloj otvorenoj ekonomiji u normalnim ekonomskim uvjetima nikako nije vezana samo i jedino uz tečaj.

Do sada smo samo davali podatke, ali treba reći zašto su nam oni važni. Podaci su važni kako bi smo razumijeli da odabiri ekonomske politike ne mogu ovisiti samo u uvjerenjima, nego moraju imati u sebi ugrađene konkretno razumijevanje ekonomije. Prije nego što se u Hrvatskoj donosu ekonomske politike koje se „moraju provoditi“, potrebno je razumijeti ekonomiju. Radovi kao Gregurek i Vidaković (2008a) i Gregurek i Vidaković (2008b) i Vidaković (2007, 2009) pokušavaju ponuditi razloge za takav način razumijevanja ekonomije 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 bih 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 se očituje 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 se temelji na tom u kojemu smjeru FED želi usmjeriti ekonomiju i na točku u poslovnom ciklusu u kojemu se nalazi ekonomija. Ukoliko ekonomija raste prebrzo, FED će smanjiti količinu novca u ekonomiji, te povećati kamatnu stopu, kako bih usporio ekonomiju. Ukoliko ekonomija usporava, FED će spustiti kamatnu stopu, kako bih 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 se odvija na domaćem tržištu novca. Kada FED provodi monetarnu politiku, učinci te monetarne politike se primarno 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 prelije na tržište deviza, što dovodi do promijene vrijednosti dolara prema drugim valuta. Posebno treba naglasiti da FED provodi monetarnu politiku na domaćem tržištu i da je FED orijentiran na domaću ekonomiju, promijene 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 u 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 valuta se upotrebljava za rezerve, a Hrvatska to nije.

Struktura bilance centralne banke otvara još jedno pitanje, a to je zašto HNB ima devize u aktivi? 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 aktivi Njemačke centralne banke se nalaze 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 je logici novac u Hrvatskoj temeljen na stabilnosti Njemačke ekonomije.

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

Struktura bilance HNB i nije začuđujuća obzirom na monetarni cilj HNB-a, a to je stabilnost cijena koja se ostvaruje preko stabilnosti tečaja. U tome monetarnome 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 cijena⁴. S obzirom na to HNB nastoji minimizirati 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 engleskoga reserve requirement) oznaka za svu bilančnu regulativu koju HNB nameće bankama. L je lombardni kredit, a R je repo, a P označava kupnju i prodaju deviza.

Obzirom da imamo kontrolnu funkciju, nije problem napraviti dinamični problem s kojim se susreće banka:

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

Obzirom na potečena stanja RR_0, L_0, R_0, B_0 , gdje je B početno stanje monetarnih rezervi koje ima HNB.

Matematičko rješenje problema bih iziskivalo da se dobije funkcija reakcije s obzirom na problem dinamičnoga programiranja koji smo postavili, ali u stvarnosti to ne bi bilo točno. Matematički problem koji HNB nastoji riješiti je minimizacija oscilacija oko zacrtanog stabilnoga tečaja. Da bi smo 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 ili povećanja potražnje ili do povećanja ponude. Povećanje potražnje za eurom može doći zbog dva razloga, realnog i temeljem očekivanja. Povećanje ponude kratkoročno i srednjoročno, može doći samo zbog realnog razloga, a ne zbog očekivanja. Promjene tečaja vezane za promijene očekivana obično su vezane za tektonske poremećaje u odnosima i na tržištu.

Povećanje 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 promijeni 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 je sam po sebi indikator nestabilnosti sustava. Promjena u ponudi devizama može doći samo zbog realnih razloga i to su: promjena u izvozu, stranih ulaganja, vanjskog duga.

Karakteristika hrvatske ekonomije zadnjih 15 godina je bila da smo uvoz i pretjeranu ponudu kuna (uvoza 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 je uzrokovao aprecijacijske pritiske na kunu i HNB je braneći stabilnost tečaja od jačanja tečaja, povećavao količinu kuna u ekonomiji, kupujući devize.

⁴ Iako su ekonomski podaci u Hrvatskoj i ostalim zemljama koje su navedene kao primjer, pokazale da to nije točno.

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

Kako HNB nastoji stabilizirati tečaj, a promjene u tečaju su uzrokovane 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, a 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 bih povukao kuna iz optičaja, što je ponovo 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 FED kada provodi monetarnu politiku je 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 djelovanje na domaćem tržištu novca se može prelići i na tržište deviza. Zbog monetarnih akcija može doći do promijene vrijednosti dolara, ali FED ne djeluje na međunarodnom tržištu deviza, kako bih 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 kunsku 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 HNB djelujući na promijene tržišta deviza kako ga stabilizirao, se 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 tržišta, kao npr. domaće tržište novca ili osobito stanje u ekonomiji su u smanjenom interesu HNB-a.

Drugim riječima, HNB jeste 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 sa 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 tečaju⁵, a HNB je ponovo inicirao nelikvidnost preko deviznih intervencija i prodaje deviza. Bolje rečeno HNB oslobađa i ponovo povlači kunsku likvidnost zbog tečaja, jer djeluje samo na domaćem tržištu deviza, a ne domaćem tržištu kuna. Nije pitanje koliko likvidnosti ubaciti u sustav, već kako brzo.

Repo operacije su postale 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 toleriraju rast kamatnjaka, što je dvostruka šteta za gospodarstvo.

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

Zato 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 ekonomiji⁶. 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** sa nad skriptima **s** i **d** označavaju ponudu i potražnju deviza. Ukoliko je apsolutna razlika između ponude deviza i potražnje deviza različna 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 ekonomije⁷. Ovakva konstrukcija monetarne politike otvara mogućnost za odvojenost monetarne politike od stanja u ekonomiji i potrebe za novcem u ekonomiji. Obzirom da je centralna banka fokusirana na tržište deviza, a ne na tržište novca, promijene u ekonomiji koje utječu na kamatnu stopu neće imati utjecaja na monetarne reakcije HNB-a.

HNB-e kao što je model pokazao, djeluje samo kada dolazi do promijene količine deviza u ekonomiji. Ukoliko dođe do promijene preference za likvidnošću i poveća se (ili smanji) se 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 HNB ne smije, jer se odredila za stabilnost tečaja, odričući se nacionalne ekonomske politike.

Ova konstrukcija monetarne politike je posebno značajna za krizu iz 2009 godine, jer kada se došlo do krize i smanjenja likvidnosti, umjesto da je HNB smanjio kamatnu stopu, povećao količinu novca u ekonomiji, poboljšao likvidnost, HNB je napravio upravo suprotno. Smanjio je količinu kuna u opticaju i dozvolio je rast kamatnih stopa na kune do besmislenih granica. Ovakvo djelovanje centralne banke je izrazito pro-ciklično. HNB umjesto da pomogne ekonomiji smanjenjem kamatnih stopa, pogoršao je stanje u ekonomiji zatvarajući kunsku likvidnost, kako bih

⁵ Ivan Lovrinović: 12. znanstveno-stručna konferencija hrvatskog novčanog tržišta, Opatija, 14. svibnja 2009.

⁶ Ovo je i jasno vidljivo iz priloženje sa sjednica Savjeta HNB-a od 9.07.2009 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/priopc/hpriopc.htm>

⁷ Uzimamo da promijene u očekivanjima se ne događaju, jer u zadnjih 15 godina nije došlo do radikalnih navala na prodaju domaće valute, izuzev par manjih oscilacija.

stabilizirao tečaj. U modelu koji smo predstavili, ovakva reakcija centralne banke je u potpunosti 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 promijene u Hrvatskoj ekonomiji promatra, prozivajući krivce za recesiju. Zato i u trenucima krize HNB nema druge opcije nego provoditi politiku stabilnog tečaja, koja se na kraju manifestira kao izrazito pro-ciklična politika.

3. Fiskalna politika

Jedna od glavnih karakteristika fiskalne politike u Hrvatskoj je njezina ekspanzija. Tako se od 2000. godine nominalni bruto domaći proizvod povećao za 93%, dok su se rashodi državnoga proračuna povećali za 132%⁸. 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 jedan od strukturnih problema ekonomije.

Da bi smo mogli razumjeti zašto je došlo to 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 participanta, nastojeći pri tome smanjiti negativne učinke poreza i državnog deficita. Ovakav pristup u Hrvatskoj 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) 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 je samo četiri godine koliko i traje izborni ciklus.

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

⁸ Izvor podataka: HNB i Državni zavod za statistiku

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

S početnim uvjetom $P_o = P_x$. Kada proces optimizacije započne stranka na vlasti, počne sa nekom razinom popularnosti.

Uz sljedeća ograničenja

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

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

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

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 Maastricht 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 djelovanja⁹ koje je

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

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

U svojem radu Družić i Kratalić (2006) tvrde da fiskalna politika treba poboljšati standard građana, a u stvari 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 maksimizira. 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 ne-ekonomski cilj, ali upotrebljavaju ekonomska sredstva. Drugi aspekt je vremenski period optimizacije. Provoditelji ekonomske politike imaju horizont optimizacije od četiri godine, odnosno od izbora do izbora¹⁰. Ova dva aspekta monetarne politike nas dovode do najvećega problema fiskalne politike u Hrvatskoj. Obzirom da proces optimizacije ima ne-ekonomski 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.

⁹ Na engleskom ova funkcija se zove „policy function“, ali smo odlučili u ovom radu ne upotrijebiti ovu terminologiju.

Promotrimo novi model. U ovom modelu provoditelj fiskalne politike ima funkciju maksimizacije 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 sljedeći istu metodologiju $f(z)$ i $f(bdp)$ predstavljaju diferencijalne jednadžbe promijene zaposlenosti i BDP kroz vrijeme, te E predstavljaju očekivanja. Proces optimizacije je sad promijenjen sa ne-ekonomskog (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 $BDP_o = BDP_x$ i $Z_o = Z_x$. Kada proces optimizacije započne, provoditelj ekonomske politike ima početnu zaposlenost Z i početni BDP . Ograničenja su ista kao i u prošlom modelu.

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

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

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

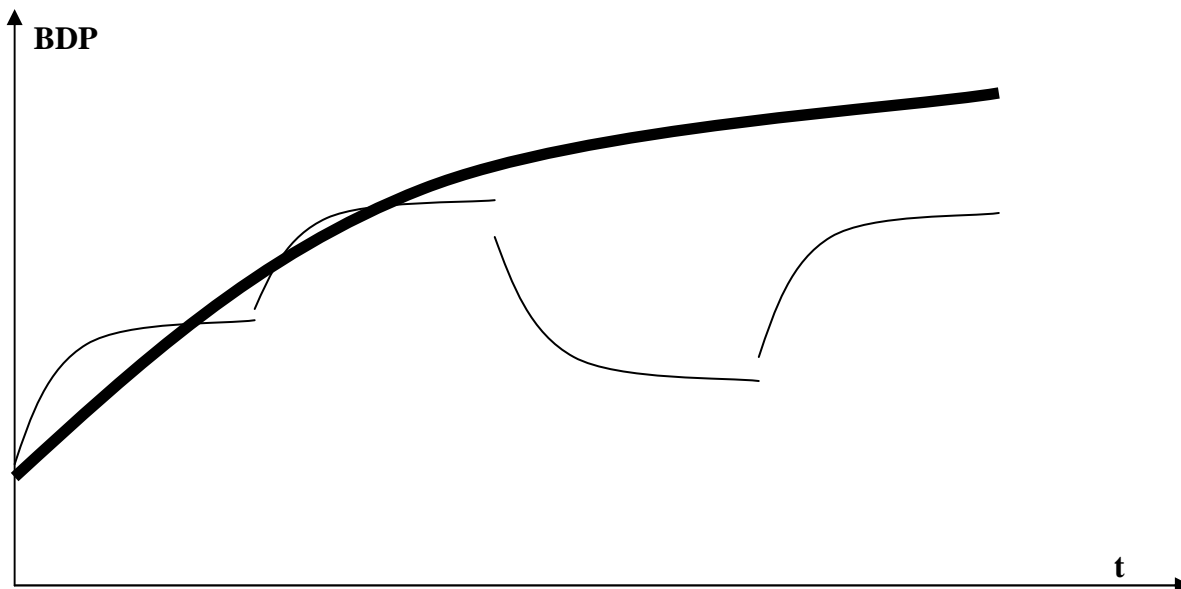
Funkcija djelovanja je ista kao i u prošlom modelu, ali su efekti funkcije djelovanja na ekonomiju drugačiji u ovome modelu:

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

Treba primijetiti da je došlo do promjena u samom procesu optimizacije. Tako se sad ne nastoji maksimizirati popularnost stranke na vlasti, nego se nastoji maksimizirati zaposlenost (minimizirati nezaposlenost) i maksimizirati BDP . Ostali procesi koji su raspoloživi fiskalnoj politici, kao dug i porezi, nastoje se minimizirati. U ovom modelu, proces optimizacije, kao i svrha optimizacije je potpuno 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.

Obzirom na prirodu modela nazočnih ovdje, 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 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 dugoročnoj stabilnoj nacionalnoj ekonomiji, kojoj je cilj visoka zaposlenost i održivi rast BDP -a.

Graf 1: Optimalno i suboptimalno rješenje Bellmanove jednadžbe (optimalno rješenje je dano 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 bilance¹¹, omogućio je vladama izrazito pro-cikličku politiku. Rastom ekonomije, dolazilo je i do rasta poreznih prihoda, a rastom poreznih prihoda, do mogućnosti za povećanje popularnosti, ali su se povećavale i budžetske stavke koje su služile za stjecanje popularnosti.

Najbolji primjer pro-cikličke politike je bio 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 je obrazložen 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 anti-recesijske mjere, vlada Republike Hrvatske nije krenula tim putem. Čak i kad se poslovni ciklus okrenuo i ekonomija počela padati, vlada je nastavila s pro-cikličkom politikom. U 2009. godini imamo nastavak klasične pro-cikličke politike, vlada umjesto da poveća državni deficit i državnim investicijama pomogle ekonomiji, te omogući stabiliziranje poslovnoga ciklusa, odlučuje se 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, u

¹¹ Santini (2007) je procijenio prihode po platnoj bilanci koje je budžet ostvarivao.

proces koji je trebao biti napravljen prije nekoliko godina. Model koji je razvijen u ovom radu je jasno 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 je po definiciji pro-ciklička ekonomska politika. Obzirom da država ima preko transfera i investicija veliki udio u BDP Hrvatske, svako smanjenje državne potrošnje i plaća u državnom sektoru će odmah smanjiti i BDP. Ukoliko uračunamo i negativan multiplikator, smanjenje državne potrošnje će na bruto domaći proizvod imati višestruko negativan efekt. No takva politika nikako ne čudi, obzirom da se do sada vodila politika koja je imala ne-ekonomski cilj za cilj optimizacije. Kako su objekti optimizacije suboptimalni ekonomski učinci, to Vladi zatvara manevarski prostor, što znači da kad bi trebala iskoristiti sve moguće resurse, Vlada jednostavno nema prostora i osuđena je na pro-cikličko djelovanje i pogoršavanje krize.

4. Diskusija

Paradoks s kojim se ekonomska znanost u Hrvatskoj susreće su fundamentalno krive pretpostavke o tome kako funkcioniraju akteri hrvatske fiskalne i monetarne politike. Iako je bilo opservacija 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 uspjeli, 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 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 pro-cikličnu politiku u svakoj točki poslovnog ciklusa. Obzirom da su politike pro-cikličke u trenucima kada bih 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 da 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 devalvaciju, jer kao što smo pokazali, devalvacija 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.

Problemi 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).

5. Zaključak

Rad dolazi do paradoksalnog zaključka, a to je da su fiskalna i monetarna politika u Hrvatskoj savršeno usklađene, ali zbog krivog razloga 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 će ponovo biti savršeno koordinirane samo u pritiskivanju ekonomije i povećavanju ekonomske krize. Fiskalna politika će smanjivati državnu potrošnju i povećavati poreze kako bih održala postojeći budžet. Zbog godina pogrešne politike neće biti mogućnosti da se poveća državna potrošnja i tako stabilizira BDP. S druge strane, monetarna politika će povlačiti likvidnost iz ekonomije kako bih 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 će biti primorana smanjivati količinu domaće likvidnosti. Tako će za vrijeme ekonomskog rasta obje politike pridonositi ekonomskom rastu, a za vrijeme ekonomskog pada će obje politike pridonositi ekonomskom padu.

Ukoliko bi smo 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

Promijene u tečaju su prije svega promijene na tržištu deviza. Promijene vrijednosti valute mogu doći iz četiri različita razloga.

- Promjena vezana za monetarnu politiku (promjena na strani ponude)
- Promjena vezana za tekući račun (promijene na strani ponude i na strani potražnje)
- Promijene vezana za promijene u očekivanjima.
- Takozvane preventivne promijene

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 tečaj je imao oscilacije, ali se amplituda oscilacija smanjivala kroz vrijeme. Tako je tečaj kuna prema euro bio 685 u siječnju 1995 godine, a u siječnju 2000 godine je bio 772, što predstavlja 12.7% deprecijaciju tečaja¹².

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

Odgovor na prvo pitanje ćemo dobiti upotrebljavajući ekonometrijske tehniku, upotrijebiti ćemo Chowov test (Chow 1960). Ovaj ekonometrijski test služi kako bi se utvrdilo da li je došlo do strukturnih promjena u podacima. Nama je ovaj test dobar jer ne utvrđuje zašto je došlo do promijene u podacima, nego samo utvrđuje da li je došlo do promijene.

Mehanizam Chow testa je prilično jednostavan. Test se obavlja na sljedeći način. Prvo se napravi regresija sa ekonomskim podacima iz cijelog vremenskoga seta. Nakon toga se set podataka je podijeli na dva dijela, prije i nakon strukturne promjena. Nakon podjele podataka naprave se dvije regresije, svaka sa novim setom podataka, koristeći podatke prije strukturne promijene i nakon strukturne promijene. Iz dobivenih podataka se radi 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 sa m setom podataka, a jednu sa n setom podataka.

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

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

Nulta hipoteza za test je:

¹² Podaci preuzeti iz Biltena HNB-a.

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

F-test koji ćemo upotrijebiti je:

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

Gdje je S 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 jako bi smo prihvatili ili odbili nultu hipotezu.

Regresiju koju ćemo izvesti će biti 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 će biti tečajevi na kraju razdoblja, podatci se nalaze na stranici HNB-a. Dva perioda u koja ćemo podijeliti podatke će biti 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 sa 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 promijene tečajnih režima u navedenom periodu, kada se analizira promjena tečaja, ali nam ovaj test ne govori zašto je došlo do promijene tečaja.

Kao što smo definirali u radu, do promijene 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 uzorkovana i takozvanom preventivnom potražnjom. Mehanizam determiniranja promjena potražnje je razvio 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 promijenu 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 sa 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 je povećao za 87 milijardi kuna. Iz ovih podataka je vidljivo da povećanje količine novca nema veza sa 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 godina nije moguće da je do slabljenja tečaja došlo zbog ekspanzivne monetarne politike. Znači da je većina 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: Konkretno 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 bih 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 se ne bi promijenila. Naravno, banke bi ovaj novac ponovo 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 bi trebala 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 nekome trećem tržištu. Tako bi HNB mogao kupiti na primjer zemni plin, dati INA-i 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 pri tome ne utječe na vrijednost valute.

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

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 67-84
- Dujšin Uroš (2008) Hrvatska ekonomska politika i hrvatski Ekonomisti Ekonomija/Economics, 15 (1) str. 13-16
- Femminis, Gianluca i Ruggerone, Luigi (2004) "Bailouts and Bank Runs in a Model of Crony Capitalism," Contributions to Macroeconomics: Vol. 4 : Iss. 1, Article 11
- Chow, Gregory (1960) "Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions". *Econometrica* 28(3): 591–605.
- Gregurek Miroslav, Vidaković Neven (2008) Inflacija u Hrvatskoj: uloga posrednika Ekonomija/Economics godina 15, broj 2, 263-280
- Gregurek Miroslav, Vidaković Neven (2009) Ekonomska tranzicija – tko je igrao i s kakvim rezultatima, neobjavljeni rad.
- Hicks, John (1937) "Mr. Keynes and the Classics: A suggested simplification", *Econometrica*, Vol. 5, No. 2, Apr., pp. 147-159
- Joshua Aizenman "Pegged Exchange Rate Regimes- A Trap?" (with R. Glick), 2008 *Journal of Money, Credit and Banking*, (40), 817-835.
- Keynes, John Maynard General Theory of Money, Interest and Employment, New York, Harcourt, Brace, & World 1964
- Killian Lutz, (2009) "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, 99(3), 1053-1069, June 2009.
- Killian Lutz, Park Cheolbeom "The Impact of Oil Price Shocks on the U.S. Stock Market" forthcoming: *International Economic Review*.
- Leeper Eric, Plante Michael i 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. 171 stranica
- Rohatinski, Željko (2007): Predložak za izlaganje na konferenciji udruge Hrvatski izvoznici Zagreb, 7. studenoga 2008.
- Rohatinski, Željko (2009a) 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 (2009b) 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, G. (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.
- Guste Santini (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 1 265-287
- Vidaković Neven (2007) Teorije racionalnih očekivanja i odabir monetarne politike u maloj otvorenoj ekonomiji. Magisterij Ekonomski fakultet Sveučilišta u Ljubljani 89 stranica <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 152 stranica www.zde.hr

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 fundamental 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.