

I. OČEKIVANA KRETANJA KRAJEM GODINE KAO POTICAJ PROMIŠLJANJU EKONOMSKE POLITIKE

1. Sukladno očekivanjima, privredna kretanja krajem 1999. godine odvijaju se pod značajnim, kratkoročnim utjecajem deviznih, monetarnih i fiskalnih efekata ostvarenih prihoda od privatizacije dijela Telekoma te njihovog jednokratnog rasprostiranja na cjelinu odnosa u financijskom i realnom sektoru.



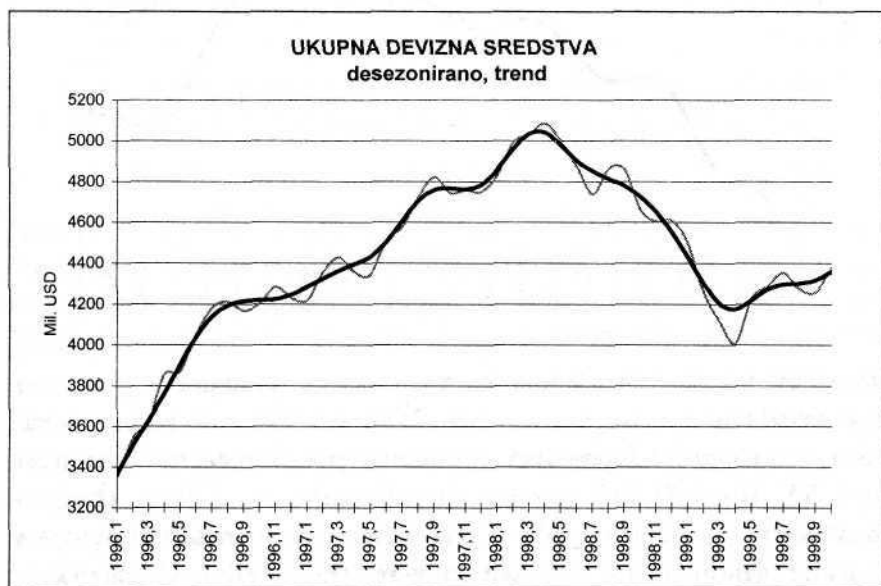
Sa 5.3 mlrd. kuna kapitalnih prihoda, ukupni prihodi Državnog proračuna iznosili su u listopadu 9.0 mlrd. kuna, čime je njihov kumulativni iznos za razdoblje siječanj-listopad dostigao razinu od 38.3 mlrd. kuna. To je za 0.3% realno više nego u istom razdoblju prošle godine, pri čemu su kapitalni prihodi realno veći za 3.4 puta, dok su tekući prihodi realno manji za 10.3%, odražavajući - kako strukturne promjene u alimentiranju proračunskih sredstava, tako i depresiranost tekuće porezne osnovice te probleme s likvidnošću poreznih obveznika potencirane prethodnim proračunskim deficitom.

Pri takvoj razini ostvarenih prihoda, ukupni proračunski rashodi iznosili su u listopadu 5.8 mlrd. kuna, što je za 73% realno više nego u istom mjesecu prošle godine, odnoseći se prvenstveno na plaćanje obveza za robe i usluge (za 2.1 puta realno veće nego u listopadu prošle godine), za investicije (za 3.1 puta realno veće) te za kamate (za 11.3 puta realno veće), odnosno na izvršavanje u prethodnim mjesecima akumuliranih obveza prema dobavljačima i bankama. Uključujući ta plaćanja, ukupni rashodi Državnog proračuna iznose u razdoblju siječanj-listopad 39.1 mlrd. kuna i za 7.0% su realno veći nego u istom prošlogodišnjem razdoblju, odražavajući (u kombinaciji s strukturom ostvarenih prihoda) ekspanzivni karakter ovogodišnjeg Proračuna, u uvjetima globalno restriktivne monetarne politike.

Za razliku između ukupnih prihoda i rashoda ostvarenih u listopadu, smanjen je u tom mjesecu prethodno akumulirani proračunski deficit za ukupno 3.1 mlrd. kuna, od čega je inozemno zaduženje smanjeno za 2.0, a unutarnje zaduženje za 1.1 mlrd. kuna, tako da ukupni deficit Državnog proračuna u razdoblju siječanj-listopad iznosi 763 mil. kuna. Za njegovo financiranje i dalje se koriste inozemni izvori u iznosu od 1.96 mlrd. kuna, dok su unutarnji dugovi smanjeni za 1.2 mlrd. kuna, čime je izvršena konverzija dijela unutarnjeg u vanjski dug.

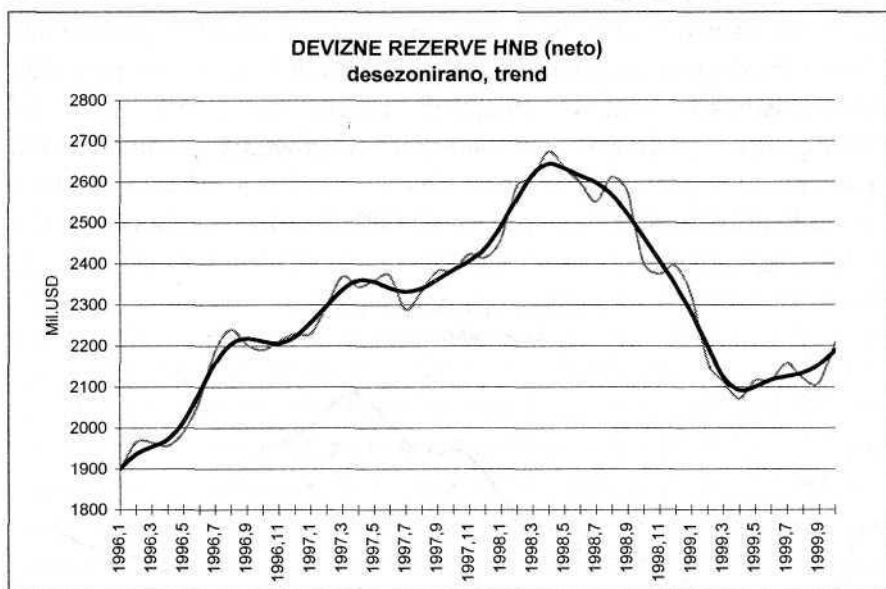
Nadovezujući se na devizni priljev od izvoza usluga, neto efekt prihoda od privatizacije omogućio je da ukupno raspoloživa devizna sredstava u

bankarskom sustavu porastu tijekom listopada za dodatnih 109 mil. USD, čime je učvršćeno zaustavljanje tendencije njihovog pada koji je od travnja prošle do travnja ove godine prosječno iznosio 1.6% mjesečno. Od tada, ta sredstva lagano rastu po trendnoj stopi od 0.7% mjesečno, i njihova desezonirana razina krajem listopada je za 367 mil. USD ili za 9.2% viša nego u travnju ove godine, ali još uvijek za 5.5% (za 270 mil. USD) niža nego u listopadu prošle godine, dok je u cijelom razdoblju siječanj-listopad njihova prosječna razina za 12.8% niža od prošlogodišnje, odražavajući intenzitet zaoštavanja platnobilančnih problema u uvjetima smanjenog deviznog priljeva od izvoza roba i usluga te povećanih obveza po osnovi otplate inozemnih dugova.

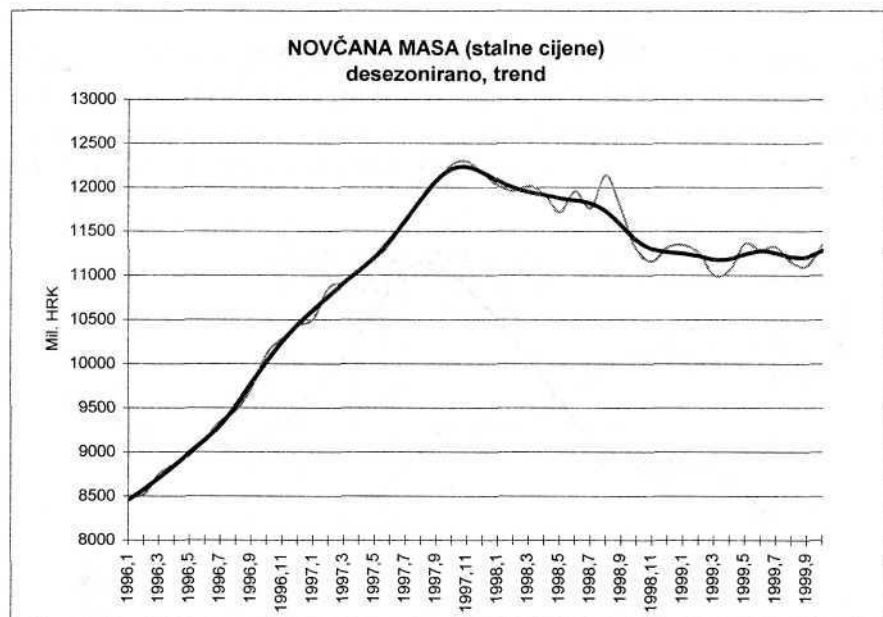


U okviru takvog kretanja ukupno raspoloživih deviznih sredstava, neto devizne rezerve centralne banke povećane su tijekom listopada za 7.8% (za 172 mil. USD), ili dvostruko intenzivnije od uobičajenog sezonskog faktora, nakon čega je njihova desezonirana razina krajem listopada za 6.6% viša nego u mjesecu travnju. Ipak, zbog intenziteta njihovog pada tijekom druge polovine prošle i u prvom tromjesečju ove godine (1.9%

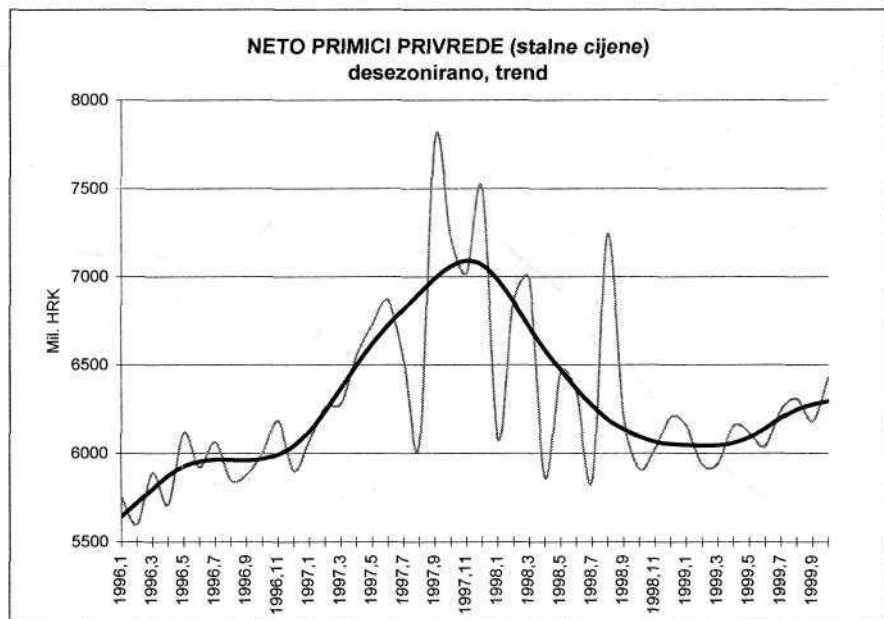
mjesečno) u uvjetima povećanih intervencija centralne banke na deviznom tržištu, razina tih rezervi je u listopadu ove za 7.4% (za 188 mil. USD) niža nego u istom mjesecu prošle godine, a u cijelom razdoblju siječanj-listopad za 16.4% prosječno niža od prošlogodišnjeg.



Na osnovi takvih deviznih tokova, monetarna baza realno je povećana u listopadu u odnosu na rujan za 3.3% (za 276 mil. kuna) prema originalnim ili za 3.1% prema desezoniranim podacima, a novčana masa za 1.5% (za 170 mil. kuna) - desezonirano za 2.2% - čime su zaustavljene tendencije realnog pada osnovnih monetarnih agregata izražene tijekom 1998. i u prvoj polovini 1999. godine. Uz istodobnu deprecijaciju realnog tečaja kune u odnosu na DEM za 3.1% i u odnosu na USD za 6.6% (kao faktora sukcesivne konverzije prirasta deviznih rezervi u domaći novac), time je realna razina monetarne baze u listopadu ove u odnosu na isti mjesec prošle godine viša za 2.0%, a novčane mase viša za 2.5%, ali su njihove prosječne razine u razdoblju siječanj-listopad još uvijek za 6.9% kod monetarne baze i za 5.2% kod novčane mase niže od prošlogodišnjih.



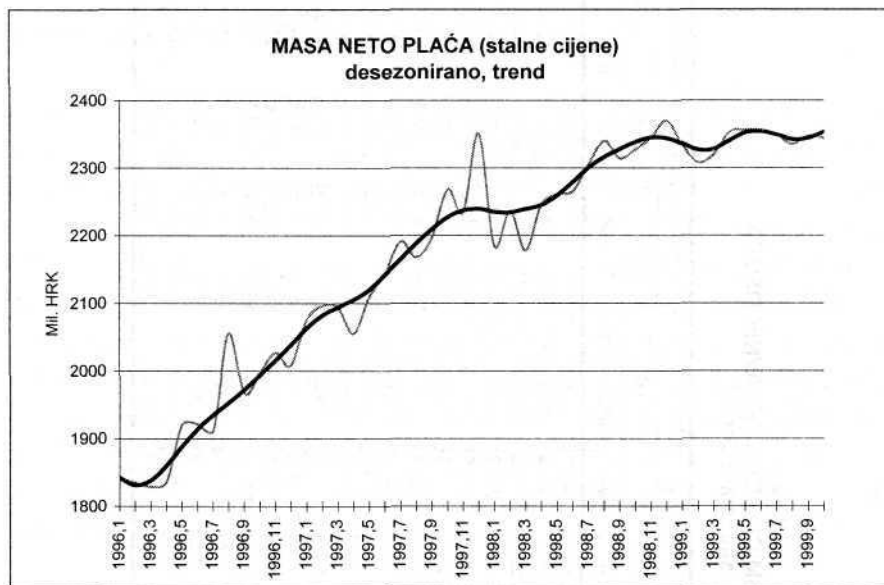
Promjene tendencija kretanja osnovnih monetarnih agregata, potencirane monetarnim efektima operacija Državnog proračuna, rezultiraju, s jedne strane, poboljšanjem likvidnosti poslovnih banaka (stopa primarne likvidnosti povećana je sa 0.9% u rujnu na 2.4% u listopadu) i smanjenjem kamatnih stopa na tržištu novca (sa 12.9% na 11.6%), a s druge strane, intenziviranjem platnog prometa u okviru kojeg su neto primici privrede od realizacije roba i usluga realno povećani u listopadu u odnosu na rujnu za desezonirano 4.0%. Time je i njihova razina u tom mjesecu za 3.9% realno viša od prošlogodišnje, osnažujući tendenciju njihovog blagog rasta u drugom i trećem tromjesečju po prosječnoj stopi od 0.5% mjesečno - nakon što su se tijekom 1998. i prvog tromjesečja 1999. godine smanjivali po stopi od 1.2% mjesečno, zbog čega je njihova prosječna razina u razdoblju siječanj-listopad ove godine još uvijek za 3.8% realno niža od prošlogodišnje.



Uz istodobnu realnu stagnaciju mase neto plaća na razini za 2.6% desezonirano višoj od prošlogodišnjeg prosjeka (za 3.2% realno višoj nego u prvih deset mjeseci prethodne godine), time relativno slabi i intenzitet akumuliranja problema nelikvidnosti u privredi (prirast sredstava na žiro-računima proizvodnih djelatnosti u razdoblju siječanj-listopad iznosi 1.5% neto primitaka od realizacije roba i usluga, nasuprot njihovom smanjenju na razini od 1.1% tih primitaka u istom razdoblju prošle godine), ali se još ne zaustavlja zbog povećanih neto otplata kredita.

Takvi odnosi u financijskoj sferi, povezani s povećanim kreditiranjem sektora stanovništva od strane banaka, u realnom se sektoru prvenstveno odražavaju na kretanje prometa u trgovini na malo, čija je realna desezonirana razina povećana u listopadu u odnosu na rujnu za 4.6%, dostigavši razinu iz istog mjeseca prošle godine. Ipak, zbog intenziteta njezinog prethodnog smanjenja tijekom četvrtog tromjesečja prošle i prvog polugodišta ove godine, prosječna razina prometa u trgovini na malo u prvih deset mjeseci ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine

niža je za 7.0%, čime je ova djelatnost - uz turizam (međugodišnji pad broja noćenja za 15.3%) i građevinarstvo (pad aktivnosti za 6.4%) - bila relativno najviše pogođena cjelinom nepovoljnog djelovanja ekonomskih i neekonomskih činitelja tijekom 1999. godine.



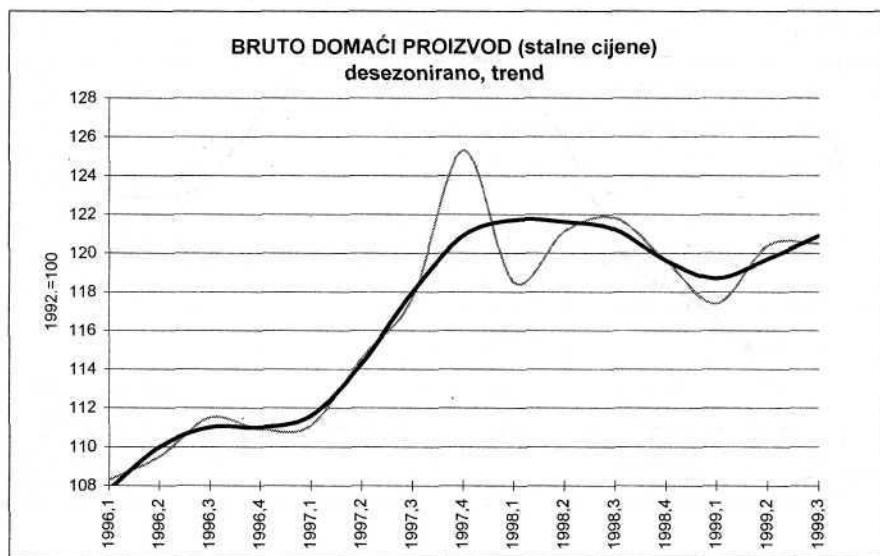
Za razliku od takvih oscilacija u trgovini vezanih uz promjene efektivne potražnje na domaćem tržištu - a zbog faznog pomaka i opterećenosti prethodno akumuliranim zalihama gotovih proizvoda, ali ne i jedino zbog toga - industrijska proizvodnja, koja je nešto intenzivirana krajem prvog i u drugom tromjesečju, poprima stagnantna obilježja u razdoblju srpanj-studen 1999. godine uz koja je njezina prosječna razina u cijelom razdoblju siječanj-studen ove godine za 2.0% niža od prošlogodišnje. Razlog tome prvenstveno leži u stagnaciji izvoza (izraženog u USD po tekućem tečaju) na razini za 7.7% nižoj od prošlogodišnje, što posebno pogađa neke od njezinih ključnih grana: proizvodnju hrane i pića (pad proizvodnje za 6.5% uz smanjenje vrijednosti izvoza za 21.3%), proizvodnju odjeće (-10.6%; -7.6%) te djelomično proizvodnju kemijskih proizvoda (-0.8%; -8.6%).

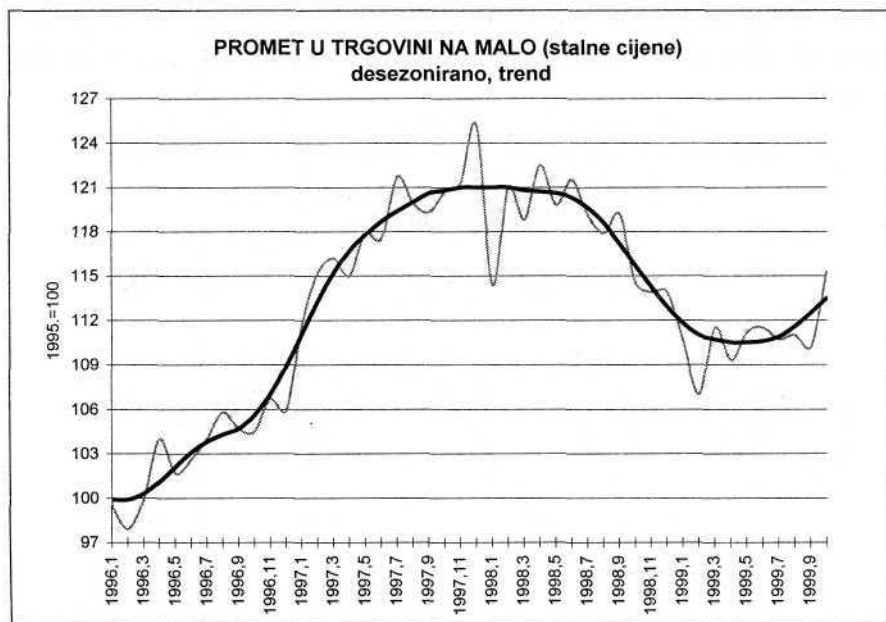
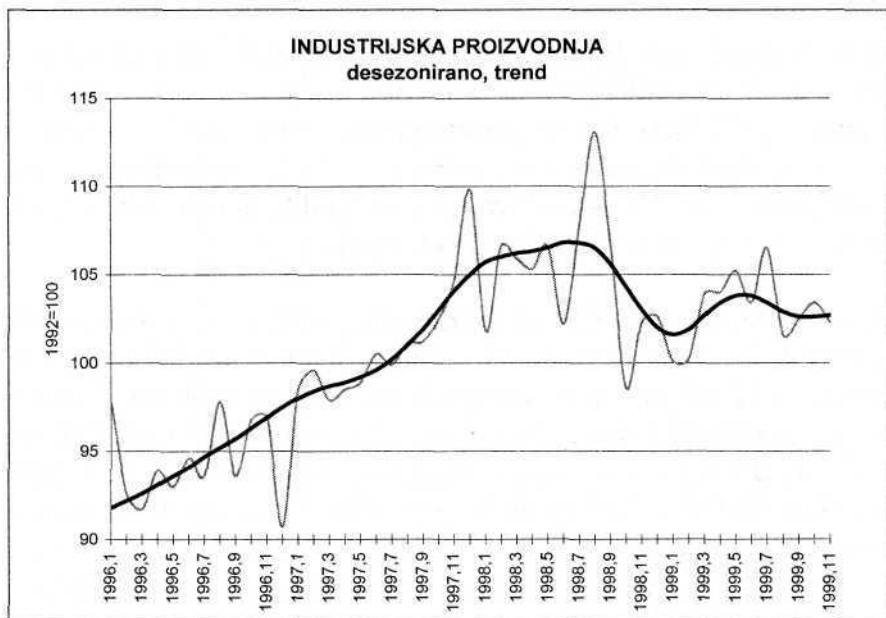
Tablica 1.
NOVČANI PRIMICI I IZDACI PRAVNIH OSOBA
 siječanj-listopad

	UKUPNO			PROIZVODNE DJELATNOSTI			FINANCIJSKE DJELATNOSTI			DRUŠTVENE DJELATNOSTI		
	Struktura		Indeks	Struktura		Indeks	Struktura		Indeks	Struktura		Indeks
	1999.	1998.	1999/98.	1999.	1998.	1999/98.	1999.	1998.	1999/98.	1999.	1998.	1999/98.
1. PRIMICI IZ RED. DJ. stanovištvo	246.2	244.0	104.3	348.3	340.7	103.6	323.1	315.7	107.5	130.3	130.2	105.5
prav. osobe	50.4	51.2	101.7	85.1	85.4	100.9	81.9	73.4	117.3	10.4	11.5	95.3
2. MATERIJALNI TROŠKOVI	195.8	192.7	105.0	263.2	255.3	104.4	241.2	242.3	104.5	120.0	118.7	106.5
3. NETO PRIMICI	146.2	144.0	105.0	248.3	240.7	104.5	223.1	215.7	108.6	30.3	30.2	106.0
4. POREZI	100.0	100.0	103.4	100.0	100.0	101.3	100.0	100.0	105.0	100.0	100.0	105.4
dohot.	68.3	70.2	100.6	41.0	44.2	93.8	48.8	52.9	96.8	99.2	100.4	104.1
promet	57.7	58.6	101.9	21.1	22.9	93.6	37.2	40.2	97.3	98.4	99.6	104.2
5. KREDITI	10.5	11.6	94.3	19.8	21.4	94.0	11.6	12.7	95.4	0.8	0.8	97.8
primljeni	6.5	4.9	136.4	6.8	4.6	151.1	5.5	8.2	69.9	6.4	4.9	135.5
otplate	3.5	5.7	63.0	5.4	8.2	66.9	8.0	17.0	49.4	0.9	1.7	59.1
6. KAMATE	10.0	10.7	97.0	12.2	12.7	97.1	13.5	25.2	56.1	7.3	6.6	116.2
7. STANOVNIŠTVO	2.6	3.1	87.7	4.1	5.0	84.3	5.5	5.9	97.8	0.7	0.7	103.8
plac	34.4	31.9	111.5	29.7	30.5	98.4	51.5	44.7	121.0	37.2	31.7	123.7
ostalo	19.2	18.4	107.5	20.7	20.8	100.7	32.0	29.9	112.2	16.0	14.4	116.7
8. PLASMANI SR.	15.2	13.5	116.9	9.0	9.8	93.3	19.5	14.8	138.6	21.2	17.3	129.6
9. OSTALO	1.0	1.3	78.3	1.5	0.8	185.8	7.2	16.9	44.8	-0.2	0.0	-3781.1
10. ŽIRO-RACUN	-12.9	-9.9	134.6	16.9	16.8	101.8	-18.7	-20.6	94.9	-43.3	-37.6	121.4
	1.1	-0.2	-688.2	1.5	-1.1	-136.2	7.4	8.9	87.6	-0.1	-0.1	92.0

Ipak, stagnacija industrijske proizvodnje i blagi rast aktivnosti u trgovini, uz i inače male oscilacije u sektoru javnih usluga, osnažili su u trećem tromjesečju 1999. godine zaustavljanje prethodne tendencije pada bruto domaćeg proizvoda na desezoniranoj razini koja je u prvih devet mjeseci ove godine za 0.7% realno niža od prošlogodišnje, odnosno za 0.9% niža nego u istom prošlogodišnjem razdoblju.

Takve tendencije u kretanju bruto domaćeg proizvoda ostvarene su pri smanjenoj vrijednosti izvoza roba i usluga (izraženoj u USD) za 5.4% te uvoza za 11.0%, u kojim uvjetima je deficit u razmjeni roba i usluga smanjen u razdoblju siječanj-rujan sa prošlogodišnjih 1298 mil. USD na 791 mil. USD. Time je - unatoč istodobnog smanjenja suficita tekućih transfera i dohodaka sa 397 na 187 mil. USD - smanjen i deficit tekućih transakcija platne bilance sa 901 mil. USD u prvih devet mjeseci prošle na 604 mil. USD u istom razdoblju ove godine. Kako su, istodobno, strana ulaganja i neto korištenje inozemnih kredita iznosili 1240 mil. USD, neto devizne rezerve HNB (nakon odbitka stavke "neto greške i propusti") povećane su u razdoblju siječanj-rujan 1999. godine za 156 mil. USD.







TEKUĆE TRANSAKCIJE PLATNE BILANCE
u razdoblju siječanj-rujan

	Mil. USD		Indeksi 1999/98
	1998.	1999.	
PRILJEV - ukupno	7631.0	7081.9	92.8
Robe	3395.4	3225.8	95.0
Usluge	3237.8	3046.0	94.1
Dohodak	305.2	214.6	70.3
Transferi	692.6	595.5	86.0
ODLJEV - ukupno	8532.1	7685.6	90.1
Robe	6502.7	5563.3	85.6
Usluge	1428.7	1499.0	104.9
Dohodak	456.3	413.0	90.5
Transferi	144.4	210.3	145.6
SALDO - ukupno	-901.1	-603.7	67.0
Robe	-3107.3	-2337.5	75.2
Usluge	1809.1	1547.0	85.5
Dohodak	-151.1	-198.4	131.3
Transferi	548.2	385.2	70.3

POKAZATELJI PRIVREDNIH KRETANJA

- Indeksi realne razine

	<u>1997.</u> 1996.	<u>1998.</u> 1997.	<u>X 1999.</u> X 1998.	<u>I-X 99.</u> I-X 98.
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	106.8	103.7	102.6	97.7
- rudarstvo	99.7	97.6	109.3	102.8
- prerađivačka ind.	103.9	103.2	102.9	95.8
- el. energija, plin, voda	124.2	108.7	99.0	109.5
TURIZAM (noćenja)	141.3	103.2	98.8	84.7
IZVOZ ROBA	96.2	108.9	77.5	92.3
UVOZ ROBA	117.1	92.1	89.2	90.2
MASA NETO PLAĆA	112.3	105.3	101.0	103.2
NETO NOVČANI PRIM. PRIV.	113.7	94.0	103.9	96.2
PRIHODI DRŽAVNOG PRORAČ.	104.8	122.4	233.3	100.3
PROMET U TRG. NA MALO	114.9	99.6	99.5	93.0
PRIMARNI NOVAC	120.0	101.9	102.0	93.1
NOVČANA MASA	123.0	101.8	102.5	94.8
UKUPNA LIKVIDNA SREDSTVA	139.0	114.5	94.7	98.6
CIJENE PROIZVOĐ. U IND.	102.3	98.8	104.4	102.0
CIJENE NA MALO	103.6	105.7	104.5	104.1
TEČAJ - DEM	95.0	96.5	99.8	103.1
- USD	109.9	97.4	113.1	106.6

2. Postoje određene rezerve u pogledu relativnih razina ukupne privredne aktivnosti i deficita tekućih transakcija platne bilance na kojima se profiliraju aktualne tendencije privrednih kretanja u drugoj polovini 1999. godine. Tako je npr. prema službenim podacima bruto domaći proizvod realno niži u trećem tromjesečju ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 0.8%, iako aktivnosti u osnovnim proizvodnim djelatnostima mjerene fizičkim pokazateljima imaju znatno nižu razinu (industrija za 4.6%, građevinarstvo za 11.3%, trgovina na malo za 7.1%, a turizam za 13.7%), dok se kod platne bilance javljaju problemi promjene u metodologiji praćenja deviznog priljeva i odljeva na sektoru usluga, značajnog utjecaja "prilagodbi u obuhvatu i klasifikaciji" kojima se korigiraju podaci DZS o robnoj razmjeni, visokom iznosu stavke "neto greške i propusti" te u vezi s obaveznim deponiranjem dijela deviznih depozita kod centralne banke.

Međutim, ako se i zanemare takvi problemi metodološke prirode, ukupnost ekonomskih tokova u 1999. godini nedvojbeno ukazuje na njihovu visoku osjetljivost na promjene u sferi deviznih transakcija, bilo da se radi o kontrakcijama s početka godine ili o ekspanzijama kakva je bila u listopadu.

To ne samo da je od značaja s aspekta pozicioniranja aktualnog ekonomskog trenutka u vremenski dugoročniji kontekst, već može biti relevantno i za profiliranje buduće ekonomske politike, s kojom u vezi se već duže vrijeme vode rasprave u stručnim i političkim krugovima. U okviru njih, a usporedo s rastućim utjecajem procesa globalizacije na ukupnost ekonomskih odnosa i psihologiju ljudi, ali i rastućih očekivanja u pogledu razvoja budućih odnosa Hrvatske sa Europskom unijom, u posljednje su vrijeme intenzivirane i rasprave o mogućim promjenama u monetarnom i tečajnom sustavu Hrvatske te u ekonomskoj politici na tim područjima. U tim su raspravama prisutni različiti pogledi, koji se kreću u rasponu od zagovaranja ekspanzivnije autonomne monetarne politike i targetiranja tečaja do razmišljanja o valutnoj supstituciji i jednostranom odricanju od monetarnog suvereniteta.

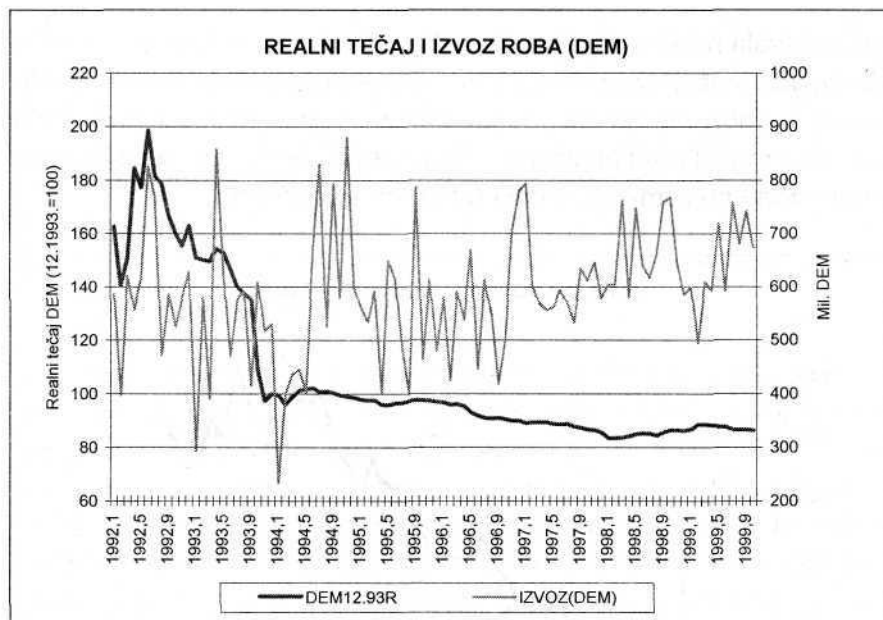
Kao prilog tim raspravama, u nastavku ovog članka nastoji se ukazati na neke dugoročnije odnose u sferi platne bilance te kreiranja i alokacije domaćeg novca, koji mogu biti korisni pri sagledavanju problematike na koju se navedene rasprave odnose. Pri tome su svi korišteni pokazatelji preračunati u DEM po tekućem tečaju kao referentnoj valuti i za eksterne i za interne ekonomske tokove, tako da ti pokazatelji sadrže efekte promjene međuvalutarnih odnosa (napose DEM:USD i DEM:HRK) i ponegdje se razlikuju od originalnih podataka čak i po smjeru kretanja određene pojave.

Nedostatnost robnog izvoza čiji se udio u strukturi bruto domaćeg proizvoda smanjio, dijelom i zbog promjene relativnih cijena, sa 29% u 1994. na 21% u 1998. i 1999. godini te, u odnosu na takav izvoz, visoka razina uvoza (sa porastom udjela u BDP sa 36 na 39%), očito predstavlja

ključan problem hrvatske ekonomije, koji se često dovodi u izravnu vezu s politikom tečaja. Zato je i ovo razmatranje korisno započeti upravo s tim pitanjem.

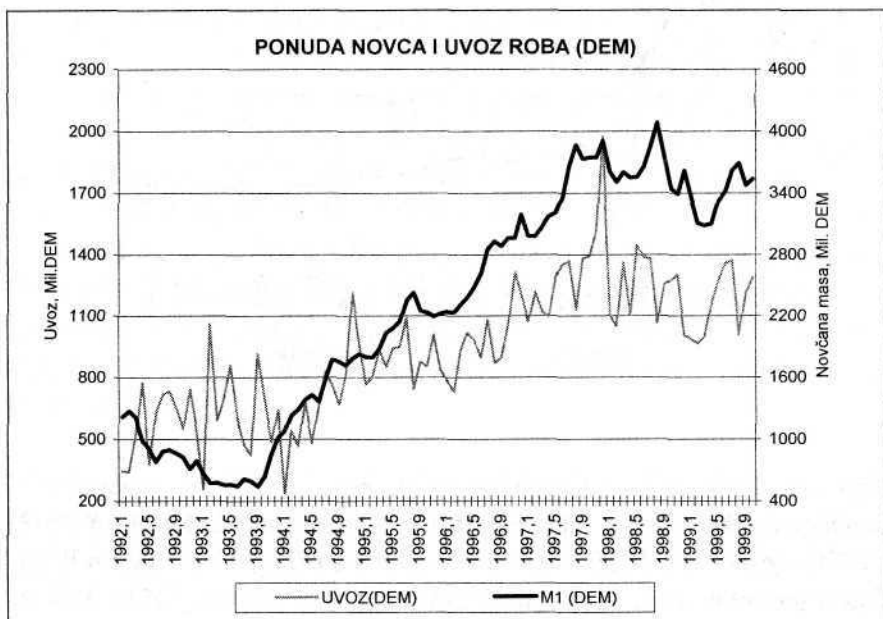
Izražene u DEM po tekućem tečaju, mesečne vrijednosti izvoza roba osciliraju u cijelom razdoblju od početka 1992. do listopada 1999. godine oko relativno stabilnog prosjeka od 590 mil. DEM, s standardnom devijacijom od 123 mil. DEM prvenstveno determiniranom diskontinuitetom izvoza brodova i utjecajem sezonskih faktora. Istodobno, realni tečaj DEM u odnosu na kunu koji je tijekom razdoblja visoke inflacije u 1992. i 1993. godine deprecirao za gotovo 50% (sa indeksa 199 sredinom 1992. na 100 u prosincu 1993. godine), nastavio je deprecirati do početka 1998. godine (indeks 83), od kada je lagano aprecirao do listopada 1999. godine na razinu od 86 indeksnih poena. U takvim uvjetima, koeficijent korelacije između kretanja robnog izvoza i promjene razine realnog tečaja iznosio je u promatranom razdoblju samo -6%.

Iako se, na osnovi samo tog pokazatelja, ne može a priori donositi zaključak o tečajnoj neelastičnosti robnog izvoza u okviru datog raspona varijacija realnog tečaja (razina izvoza pri visokm realnom tečaju tijekom 1992. i 1993. godine bila je pod snažnim utjecajem neekonomskih činitelja), njegova niska i k tome još negativna vrijednost nedvojbeno upućuje da osnovne determinante kretanja robnog izvoza u razdoblju od 1992. do 1999. godine leže izvan sfere politike realnog tačaja. Potražnja na tržištima zamalja Europske unije i CEFTE u kontekstu cjeline ekonomskih i političkih odnosa Hrvatske sa tim zemljama, kriza u Rusiji, razvoj odnosa sa BiH te, posebno, tehnološko zaostajanje domaće proizvodnje, sužavanje asortimana i veličine ponude, organizacijski problemi, kvaliteta managementa, hipertrofiranost ukupne strukture proizvodnih troškova, dakle problemi cjelokupne efikasnosti i konkurentnosti domaće ekonomije, imaju u tome dominantno mjesto.



Usporedo s takvim kretanjem robnog izvoza, uvoz roba je kontinuirano povećavan sa prosječne mjesečne razine od 609 mil. DEM tijekom 1992. i 1993. godine na 1325 mil. DEM tijekom 1997. godine, nakon kojeg slijedi smanjenje na 1228 mil. DEM u 1998. i 986 mil. DEM u prvih deset mjeseci 1999. godine. Njegovo kretanje je, naravno u korelaciji s promjena realnog tečaja (koeficijent korelacije za cijelo razdoblje od 1992. do 1999. godine iznosi -61%), s time da je deprecijacija tečaja DEM u tom razdoblju multiplicirala efekte postinflacijske remonetizacije nacionalne ekonomije. U okviru nje, realna ponuda novca (deflacionirana domaćim cijenama) je udvostručena, dok je njeno protuvrijednost izražena u DEM po tekućem tečaju povećana sa prosječno mjesečno 795 mil. DEM u 1992. i 1993. na 2780 mil. DEM u razdoblju od 1994. do 1999. godine, sa koeficijentom korelacije u odnosu na kretanje robnog uvoza od 83%. Na taj način, kretanje robnog uvoza prvenstveno je determinirano domaćom agregatnom potražnjom koja je u uvjetima ekspanzivne fiskalne i dohodovne politike prvo

ekspandirala remonetizacijom (repatriacijom devizne štednje), a zatim bila podržavana inozemnim zaduživanjem i prihodima od privatizacije te koju je - s obzirom na ukupne probleme s kojima se suočava domaća ponuda i modalitete financiranja - aprecijacija realnog tečaja nacionalne valute dodatno usmjerila prema uvoznim proizvodima.

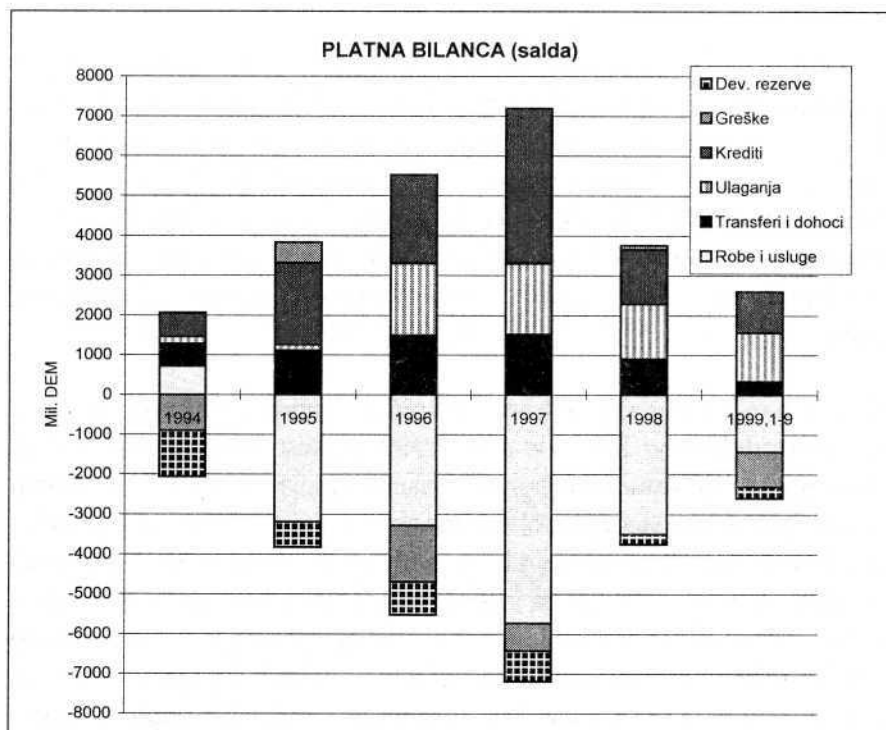


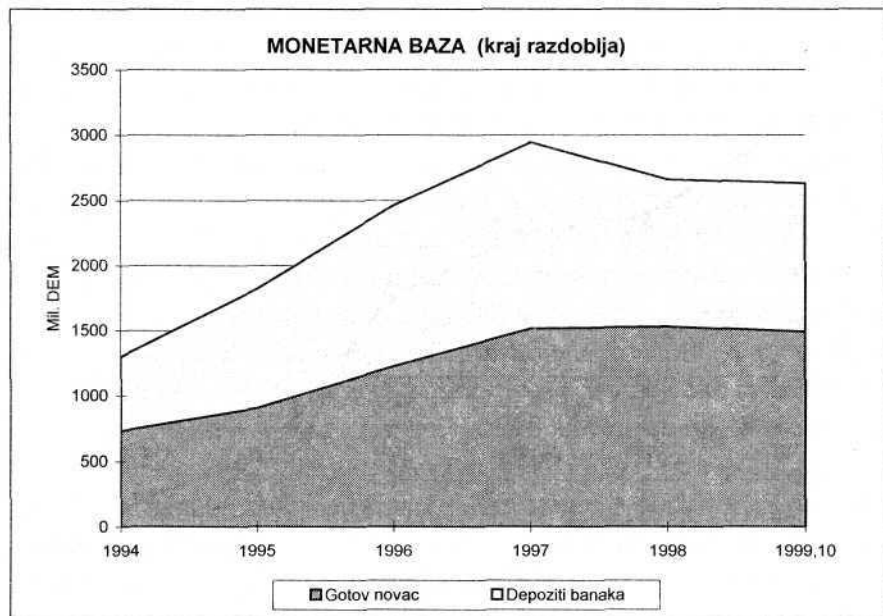
Pri takvim odnosima u robnoj razmjeni te uz neekonomski generirane šokove u sferi izvoza usluga tijekom 1995. i 1999. godine, ukupno je u razdoblju od 1994. do rujna 1999. godine ostvaren deficit u razmjeni roba i usluga s inozemstvom (korigirano za "neto greške i propuste") od 19.7 mlrd. DEM, za čije financiranje je korišteno 5.9 mlrd. DEM neto tekućih transfera, 6.5 mlrd. DEM izravnih i portfolio inozemnih ulaganja, dok je neto korištenje inozemnih kredita iznosilo 11.2 mlrd. DEM. Za razliku između ukupnog deviznog priljeva i odljeva ostvaren je u tom razdoblju prirast deviznih rezervi u iznosu od 3.9 mlrd. DEM.

Oko 86% tog prirasta realizirano je u razdoblju od 1994. do 1997. godine kada je on dostizao prosječnu godišnju razinu od 3% bruto domaćeg proizvoda, da bi - unatoč smanjenju deficita u razmjeni roba i usluga - prirast deviznih rezervi bio bitno smanjen u 1998. i u prvih devet mjeseci 1999. godine (ispod 1% bruto domaćeg proizvoda) uslijed simultanog smanjenja i tekućih transfera i neto korištenja inozemnih kredita u uvjetima povećanih obveza otplate akumuliranog inozemnog duga.

Pri tome, iako je - promatrano "tehnički" - prirast deviznih rezervi u cijelom razdoblju od 1994. do rujna 1999. godine ostvaren priljevom po svim osnovama platnobilančnih transakcija (naplata izvoz roba i usluga, konverzija devizne štednje, dohoci, inozemna ulaganja, financijski krediti) realiziranih temeljem aktualnih ili prethodnih ekonomskih aktivnosti, činjenica da je neto korištenje inozemnih kredita u tom razdoblju iznosilo preko 50% deficita u razmjeni roba i usluga te oko 80% korigiranog deficita tekućih transakcija platne bilance, ukazuje na visok izravni te neizravni utjecaj tih kredita i na formiranje deviznih rezervi, a time - promatrano s aspekta nacionalne ekonomije kao cjeline - i na relativno visoke troškove tog formiranja (kamate na kredite). Ti se troškovi neizravno odražavaju i na cijenu domaćeg novca, čemu treba dodati i implicitno tečajno oporezivanje konverzije deviza u domaći novac po osnovi nižeg pariteta kupovne snage mjereno relativnim cijenama roba i usluga koje su predmet tržišne razmjene.

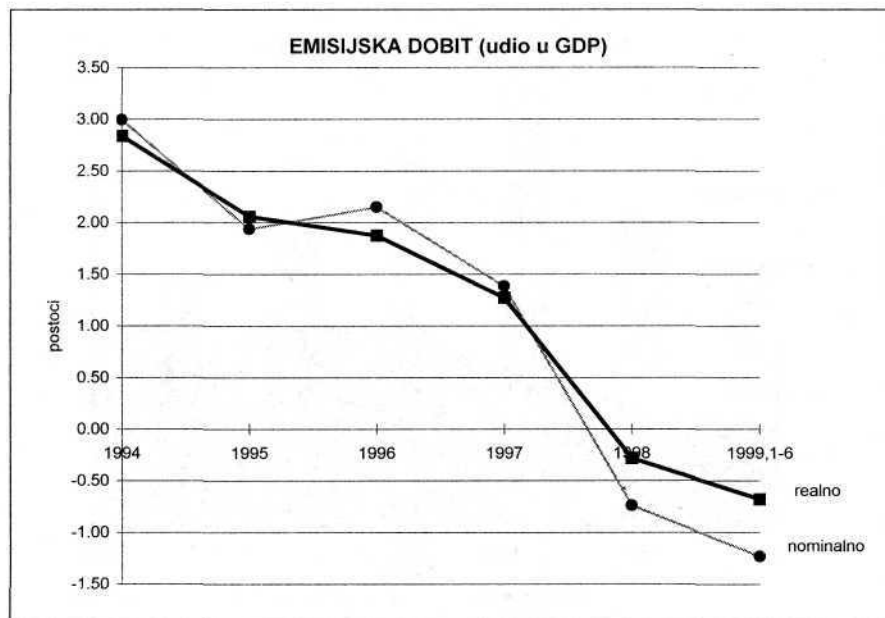
To ukazuje da ukupnost platnobilančnih odnosa Hrvatske s inozemstvom producira sve izraženija ograničenja u formiranju deviznih rezervi kao osnove simultanog održavanja eksterne likvidnosti i neinflacijske emisije domaćeg novca. U takvim uvjetima, neto devizna aktiva HNB, koja je povećana sa 2.0 mlrd. DEM krajem 1994. na 4.1 mlrd. DEM krajem 1997. godine, od tada se smanjuje na 3.5 mlrd. DEM krajem 1998. i na 3.2 mlrd. DEM u rujna 1999. godine rezultirajući istodobnim padom devizne protuvrijednosti monetarne baze.





Sukladno tome, realno se smanjuje i emisijska dobit, koja izražena u DEM, prelazi tijekom 1998. i u prvom polugodištu 1999. godine u sferu negativnog predznaka na razini od oko 0.5% bruto domaćeg proizvoda.

Kako se kroz cijelo to razdoblje kontinuirano vodila politika visokih obveznih rezervi poslovnih banaka u funkciji održanja stabilnosti tečaja i cijena (u fazi brze remonetizacije i rasta primarnog novca od 1994. do 1997. godine, prosječna stopa tih rezervi povećana je sa 26 na 32%, da bi u fazi suprotnih kretanja tijekom 1998. i 1999. godine ona zadržana na razini od 30.5%), promjene u tendencijama kretanja deviznih rezervi i primarnog novca prenose se i u sferu kretanja depozitnog novca. Nakon njegovog rasta od kraja 1994. do kraja 1997. godine sa 1.1 na 2.4 mlrd. DEM, on je do listopada 1999. godine smanjen na razinu od 2.05 mlrd. DEM, čime je smanjena i prosječna vrijednost monetarnog multiplikatora sa 1.53 u 1994. na 1.35 u 1998. i 1999. godini.



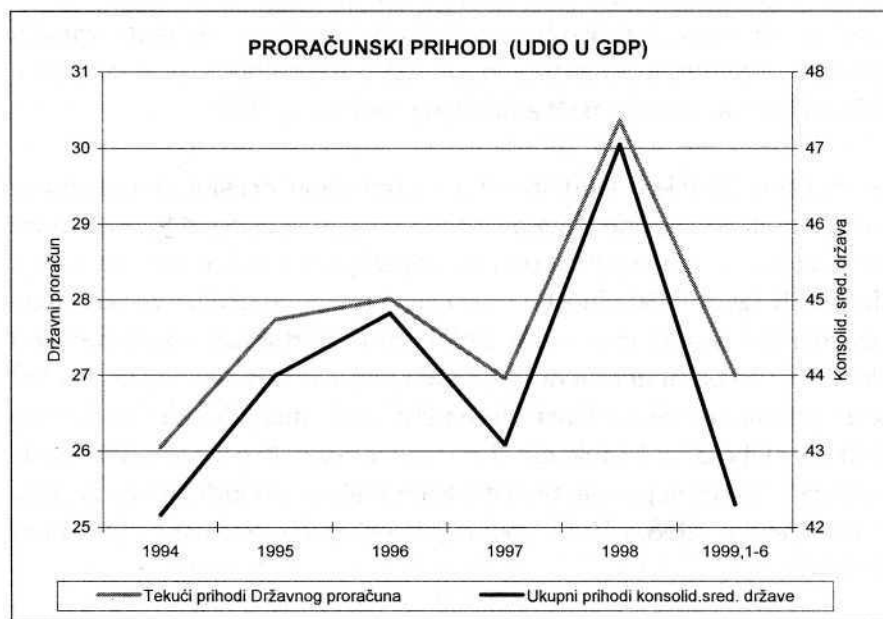
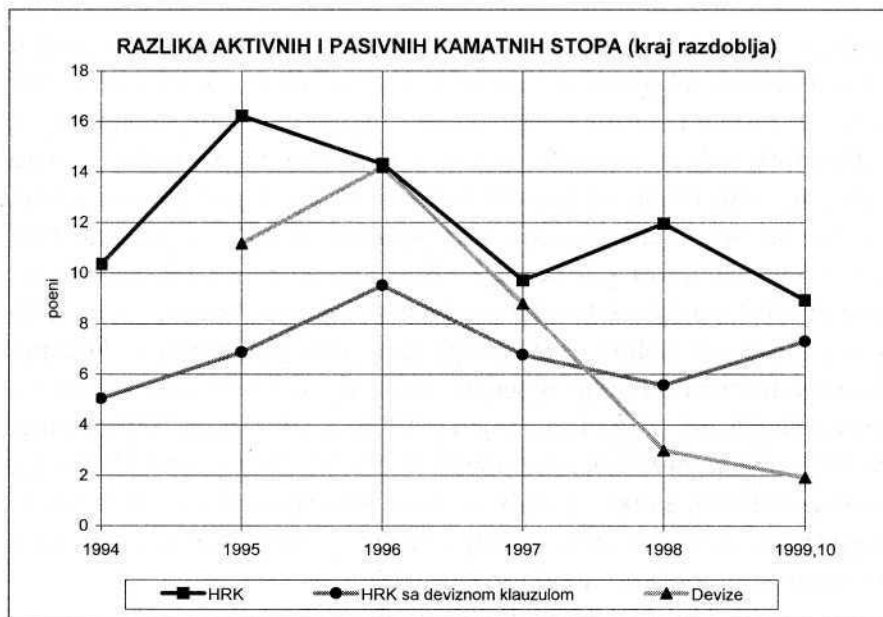
Međutim, pad vrijednosti monetarnog multiplikatora i, općenito, njegova niska razina samo je dijelom rezultat povećane (visoke) stope obvezne rezerve kojom je HNB ograničavala transferiranje deviznog priljeva po osnovi doznaka, zaduživanja i inozemnih ulaganja u domaće novčane tokove, a dijelom proizlazi i iz ukupnosti odnosa u tim tokovima te financijske pozicije osnovnih ekonomskih entiteta.

U okviru toga, usporedo s rastom realnih dohodaka i povjerenja u stabilnost tečaja, povećava se štednja u nacionalnoj valuti, tako da je dio gotovog novca i depozita po viđenju konvertiran u oročene kunske depozite. Oni su povećani sa 570 mil. DEM krajem 1994. na 1560 mil. DEM krajem 1997. godine, na kojoj razini su održani i tijekom 1998. godine. Time je njihov udio u strukturi ukupnog domaćeg novca (M2) povećan sa 24% na 30%, pa je i odnos tog agregata novca prema monetarnoj bazi povećan sa 1.85 krajem 1994. na 1.95 krajem 1998. godine, dok u listopadu 1999. godine iznosi 1.91.

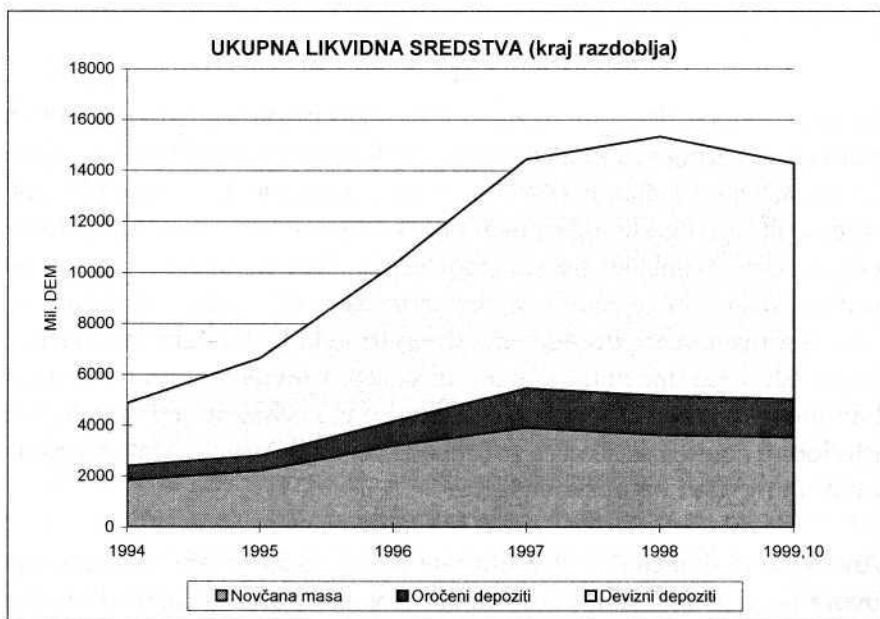
Ipak, bitno značajniji uzrok smanjenja monetarnog multiplikatora leži u sferi problema s kojima se suočavaju banke i njihovi komitenti. Pored ročne i valutne neusklađenosti aktive i pasive banaka (prevladavajući udio kratkoročnih izvora u odnosu na dugoročne plasmane te neto devizna pasiva u odnosu na neto domaću aktivu) te imobiliziranog dijela bilance po osnovi javnog duga, što ograničava kreditni potencijal i traži povećanu likvidnost poslovnih banaka, dodatni problem predstavlja pogoršanje financijskog boniteta i kreditnog rejtinga sektora poduzeća do kojeg posebno dolazi u razdoblju promjene tendencija u kretanju deviznih rezervi i osnovnih agregata domaćeg novca. Tako je koeficijent tekuće likvidnosti privrede smanjen u 1998. u odnosu na 1996. godinu za 10%, a stupanj zaduženosti povećan za 23%, što je povećalo rizičnost plasmana banaka koje - posebno nakon sanacije dijela većih banaka i negativnih iskustava u poslovanju dijela srednjih banaka - postaju suzdržanije u pogledu moralnog hazarda.

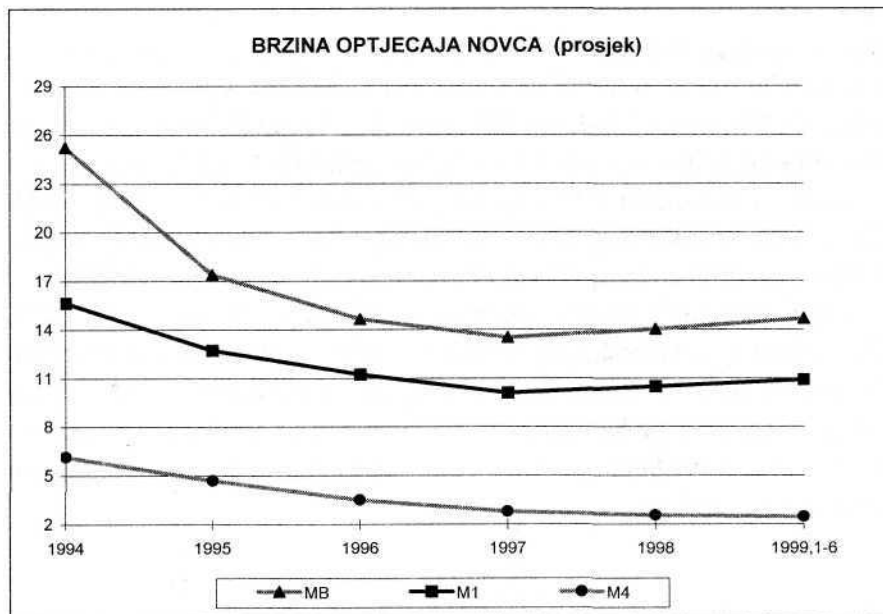
Svi ti elemnti odražavaju se na kamatne stope na kredite u nacionalnoj valuti koje, unatoč tendenciji smanjivanja, ostaju u listopadu 1999. godine na visokoj prosječnoj razini od 13.3% sa razlikom između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa od 8.9 postotnih poena, dok u njihovoj strukturi valutni rizik učestvuje sa barem 30%.

S obzirom da takve kamatne stope premašuju očekivane i efektivne stope dobiti kod većine ulaganja, one same po sebi doprinose rizičnosti plasmana, u kojim uvjetima se u funkciji disperzije rizika, ali i osiguranja dodatnih izvora likvidnosti, poslovne banke odlučuju za povećane plasmane u blagajničke zapise NBH (čime se domaći novac dodatno sterilizira), za plasmane središnjoj državi (čime se istiskuje privatni sektor) te za plasmane stanovništvu, što u ukupnosti smanjuje udio poslovnog sektora u kreditnoj alokaciji domaćeg novca. Na to se nadovezuje povećana porezna presija, tako da se kontrakcija ponude novca do koje dolazi tijekom 1998. i 1999. godine prvenstveno odražava na likvidnost privrede.



Usporedo s takvim kretanjima u sferi domaćeg novca, devizna štednja predstavlja dominantan oblik ukupne štednje koja je povećana sa 2.5 mlrd. DEM krajem 1994. na 10.2 mlrd. DEM krajem 1998. godine, da bi - unatoč platnobilančnim problemima i problemima u bankarskom sustavu - u listopadu 1999. godine još uvijek iznosila 9.3 mlrd. DEM. Time je njezin udio u strukturi ukupnih depozita povećan sa 60% krajem 1994. na 72% u listopadu 1999. godine (74% krajem 1998.), a u strukturi ukupnih likvidnih sredstava (M4) povećan sa 51% na 65%. Sukladno tome, hrvatska ekonomija je visoko "eurizirana", bez obzira što je dio tih depozita imobiliziran kao kolateral pri korištenju inozemnih kredita. To predstavlja prednost, ali može biti i ograničenje u vođenju monetarne i tečajne politike, kao integralnim dijelovima ukupne ekonomske politike.





To se posebno odnosi na mjere koje bi težile brzom generiranju realnih pomaka u razmjeni s inozemstvom i u domaćoj ponudi kombinacijom ekspanzivne monetarne politike (npr. bitnim smanjenjem stope obvezne rezerve ili izravnim kreditiranjem proizvodnje za izvoz iz emisije) i tome odgovarajuće politike fleksibilnog tečaja. Naime, ako se i pođe od pretpostavke da je samo smanjivanje izvoznih cijena dostatno da potakne rast izvoza, dosadašnji odnosi između kretanja izvoza, tečaja i kamatnih stopa upućuju da bi u tom slučaju izravna tečajna i neizravna kamatna deprecijacija trebali u startu biti visokog intenziteta, uz istodobnu neutralizaciju većeg dijela efekata deprecijacije tečaja na cijene uvoznih inputa i na troškove rada.

Analogna je situacija i u sferi utjecaja deprecijacije tečaja na smanjenje uvoza (koja je izvjesna), s time da bi nominalni porast količine domaćeg novca trebao biti toliki da neutralizira utjecaj deprecijacijom tečaja inducirane inflacije na realnu količinu tog novca dostatnu za povećanu realizaciju domaćih proizvoda koji bi supstituirali uvozne.

Međutim, čak da je i moguće simultano ostvariti obje navedene opcije i da se uspiju na neki način suzbiti inflacijska očekivanja praćena bijegom domaćeg novca u devize i rastom nominalnih kamatnih stopa, ostaje teško riješiv problem intenzivnom deprecijacijom tečaja induciranih troškova neto devizne pasive poslovnih banaka (7.1 mlrd. DEM krajem rujna 1999. godine), kao i problemi otplate kunskih kredita odobrenih uz valutnu klauzulu te inozemnih kredita.

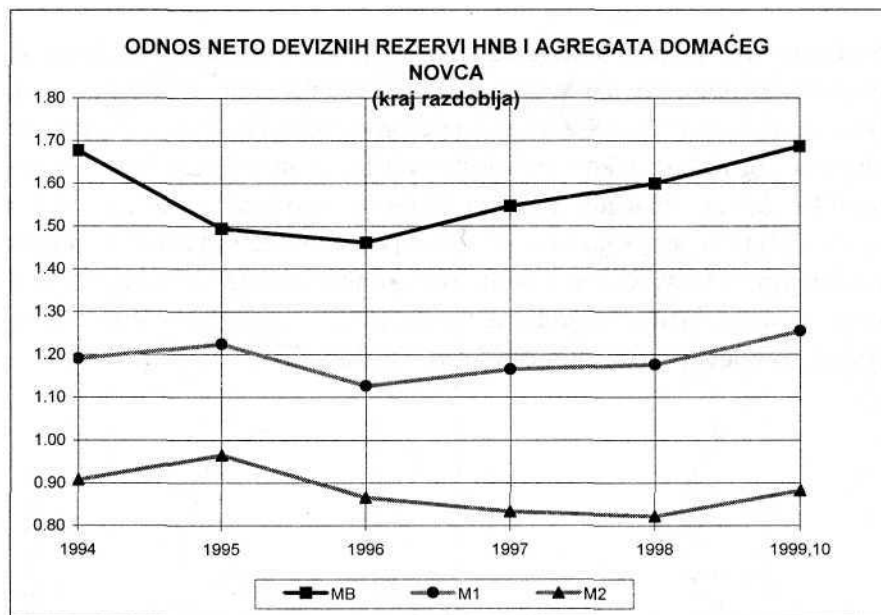


To ukazuje na vrlo ograničene domete koje u postojećim uvjetima mogu imati "aktivna" monetarna i tečajna politika. Međutim, ograničeni su dometi koje autonomno mogu imati i različite varijante "pasivne" politike na tim područjima, a koje bi isključivo bile u funkciji osiguranja stabilnog monetarnog i tečajnog okvira unutar kojeg bi ekonomski entiteti sami, logikom svojih interesa i funkcioniranja tržišta, kroz duže vremensko razdoblje ostvarili signifikantne pomake u realnom sektoru.

Pri tome se, kao zajednički elemenat u tim varijantama javlja otklanjanje tečajnog rizika, odnosno prelazak sa dosadašnjeg upravljano fleksibilnog na fiksni devizni tečaj, uz uspostavljanje različitog stupnja povećane monetarne transparentnosti, kako bi se otklonio monetarni aspekt postojećih ograničenja za intenzivniji ulazak stranog kapitala i tehnologije nužan za rješavanje razvojnih problema. U okviru toga, postoji nekoliko alternativnih modaliteta: (a) fiksni tečaj uz zadržavanje autonomne monetarne politike za koju tečaj predstavlja eksterno ograničenje; (b) fiksni tečaj u okviru sustava valutnog odbora; te (c) jednokratni konverzijski tečaj valutne supstitucije (potpuna eurizacija) kojom se gubi monetarni suverenitet.

Prvi od navedenih modaliteta najmanje se razlikuje od postojećeg sustava, s time da se, u uvjetima gubitka mogućnosti djelovanja politikom tečaja na eksterne i interne ekonomske tokove, značajan dio tih funkcija prebacuje na fiskalnu politiku i politiku dohodaka, odnosno u sferu realnog (u jedinicama referalne strane valute), a ne samo nominalnog usklađivanja. Pored toga, on povećava supstitabilnost domaćeg novca i deviza kao medija štednje, a time doprinosi i uravnoteženju njihove cijene na relativno nižoj razini.

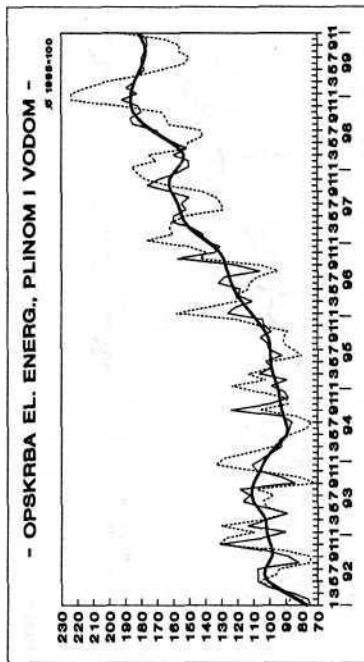
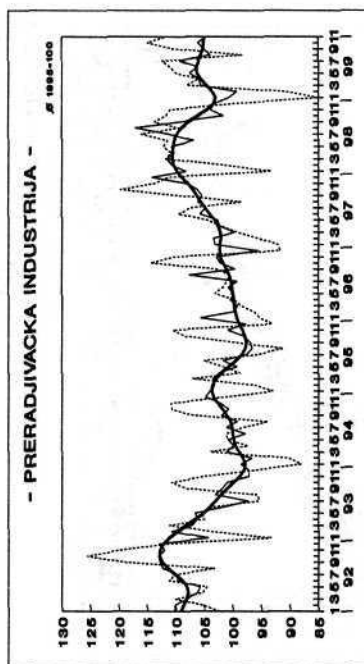
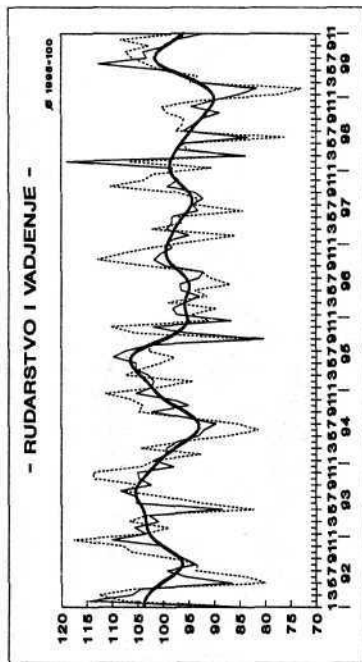
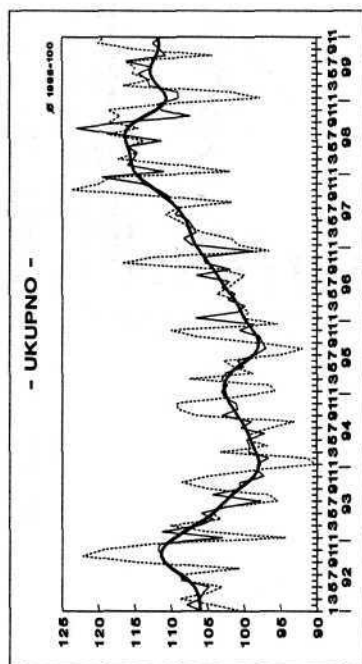
Drugi modalitet (valutni odbor) još više potencira primarno djelovanje sustava fiksnog deviznog tečaja, s time da istodobno uvođenje paralelne valute kao transakcijskog novca znači efektivnu monetarnu relaksaciju, uz bitno ograničenje mogućnosti vođenja autonomne monetarne politike. Konačno, treći modalitet (potpuna eurizacija i u sferi depozita i u sferi transakcijskog novca, uz ukidanje ograničenja u kapitalnim transakcijama s inozemstvom) znači da - nakon jednokratne konverzije primarnog novca devizama iz rezervi centralne banke - prethodno prevladavajući devizni depoziti postaju efektivni "domaći" novac s međunarodno transparentnom cijenom i s potpunom mobilnošću, ali pod cijenu potpunog odricanja od vlastite monetarne politike (svih emisijskih funkcija centralne banke te emisijske dobiti, uz prenošenje funkcije "zadnjeg pozajmljivača" na državni proračun).



Dakle, za razliku od sustava fleksibilnog tečaja i autonomne monetarne politike koji uvažava ekonomske, socijalne i druge "specifičnosti" (niža efikasnost) pojedine zemlje, ostavlja prostor za njihovo artikuliranje monetarnom politikom i za uspostavljanje odgovarajućeg stupnja nominalne transparentnosti tih "specifičnosti" politikom fleksibilnog tečaja, sustav fiksnog tečaja uspostavlja tvrda monetarna ograničenja i traži uspostavljanje realnih transparentnosti u svim aspektima funkcioniranja nacionalne ekonomije. Zato za njegovo uvođenje nije dostatno samo "proglašenje" fiksnog tečaja, već istodobno poduzimanje svih mjera potrebnih da nacionalni ekonomski prostor postane međunarodno konkurentan u smislu otvorenosti, pravne i ekonomske sigurnosti, troškovne konkurentnosti (plaće, porezi), poduzetničkih sloboda i drugih činitelja relevantnih za međunarodne tokove kapitala, odnosno da se on internacionalizira. Ne uspije li se u tome, veći stupnjevi radikalnosti u izboru sustava fiksnog tečaja u pravilu znači i veći rizik izbijanja platnobilančnih i monetarnih kriza.

S obzirom na realnost takvog rizika i težinu njegovih posljedica, često se manje razvijenim zemljama preporuča politika fleksibilnog tečaja (dok ne povećaju ekonomsku efikasnost do razine potrebne za bitno ublažavanje stupnja tog rizika), iako - primjer Hrvatske to samo potvrđuje - takva politika nema efikasnih rješenja kada je suočena s većim brojem unutarnjih i vanjskih ograničenja. Zato, posezanje za radikalnijim, a time i rizičnijim rješenjima često nema realnu alternativu - uključujući i ona najradikalnija. Posebno, kada na taj izbor bitno utječu promjene koje se zbivaju u relevantnom ekonomskom okruženju.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

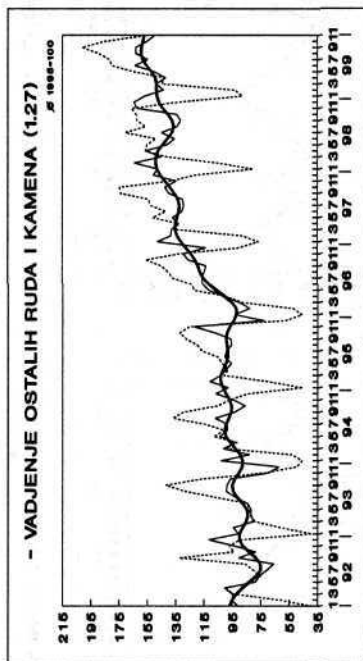
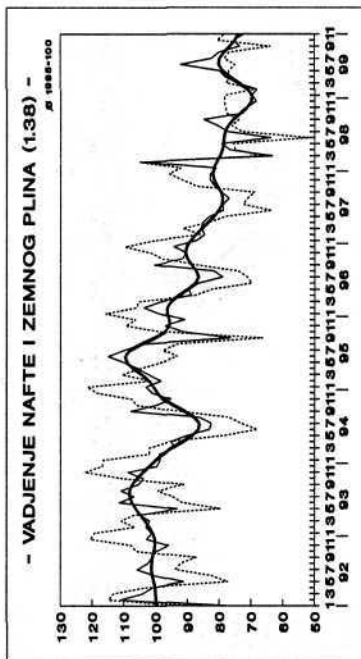
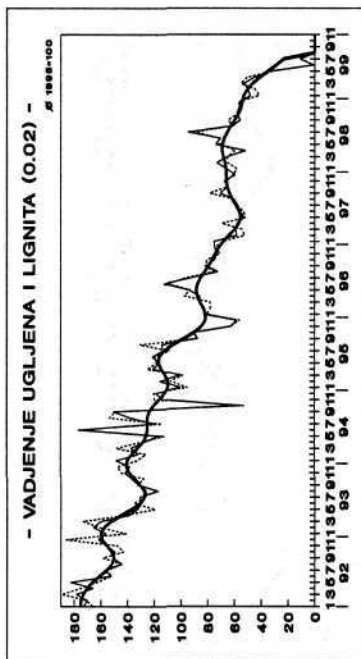


..... ORIGINALNI PODACI

— DESEZONIRANO

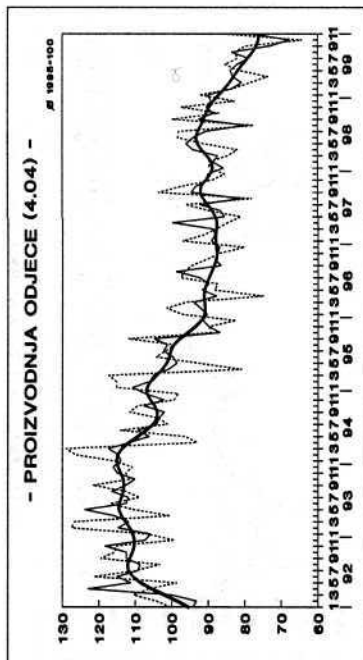
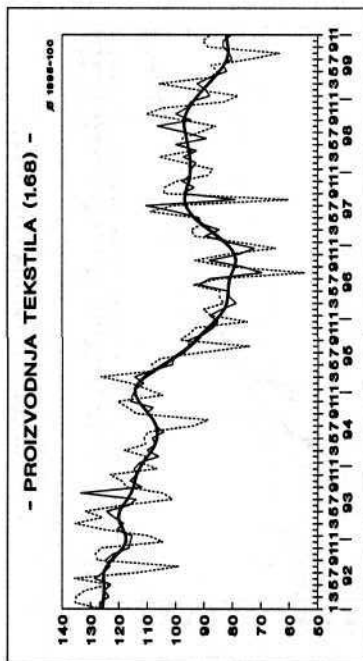
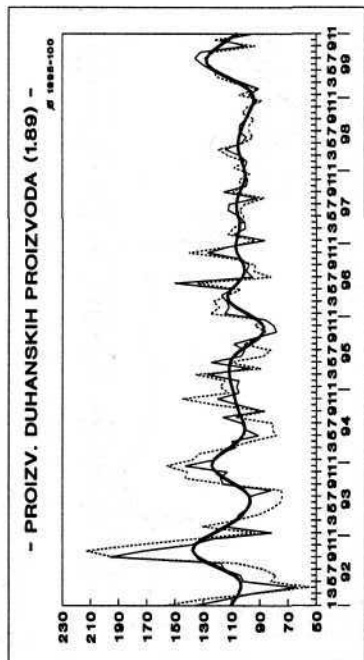
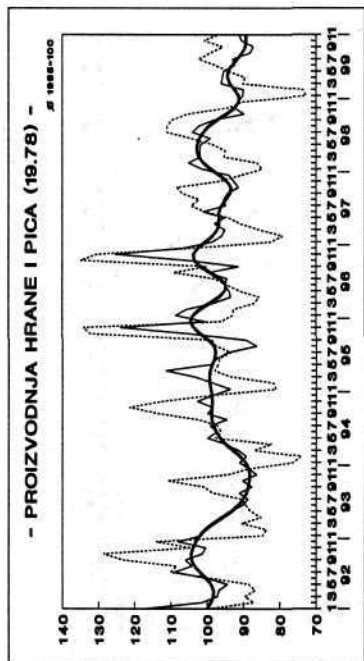
— TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



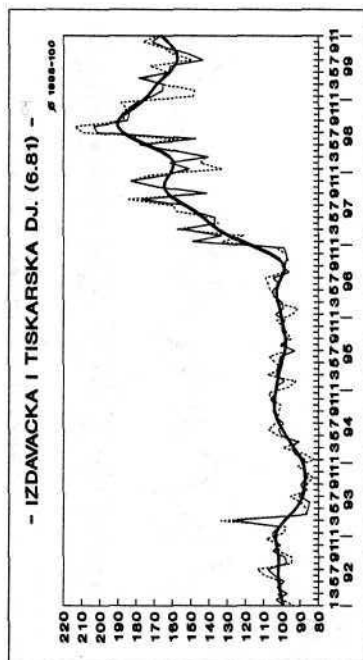
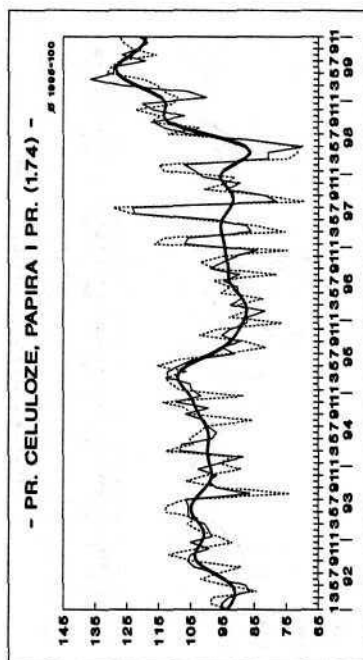
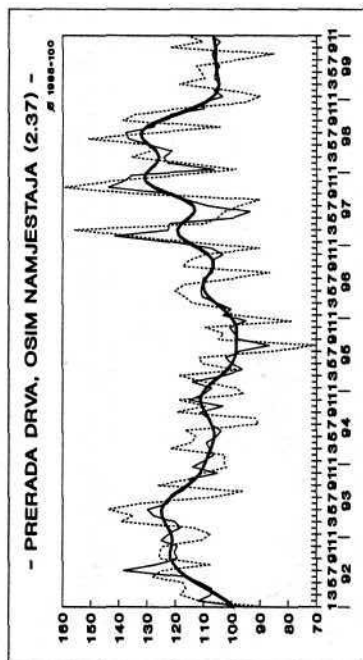
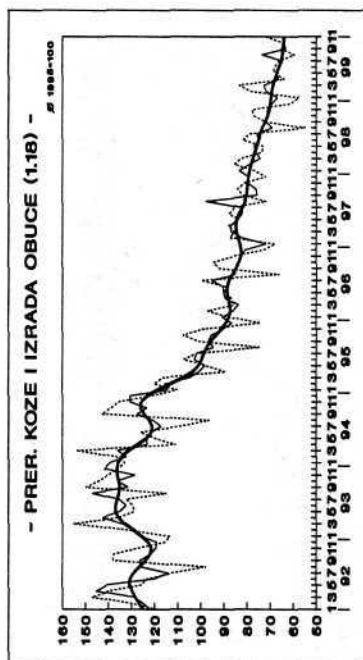
..... ORIGINALNI PODACI — DESEZONIRANO — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



..... ORIGINALNI PODACI — DESEZONIRANO — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

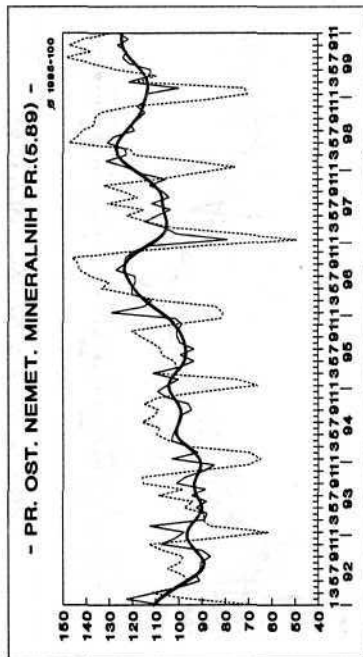
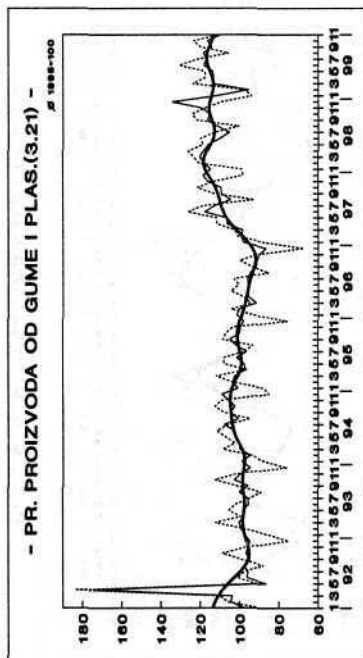
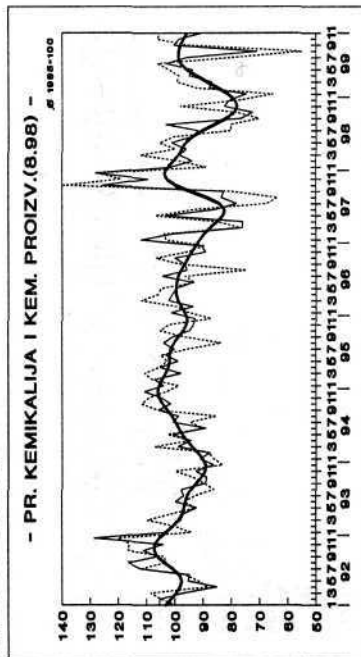
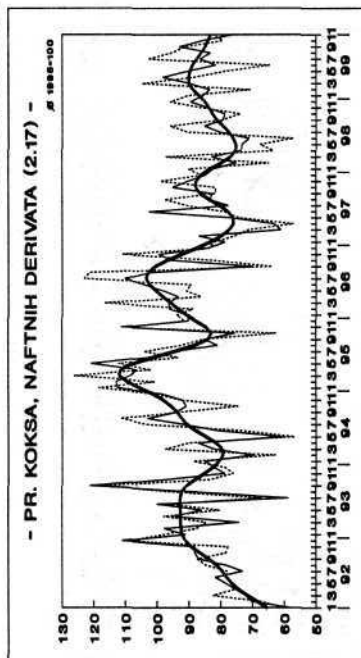


..... ORIGINALNI PODACI

—— DESEZONIRANO

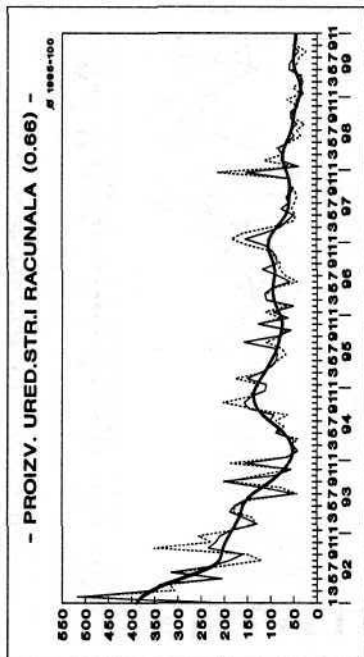
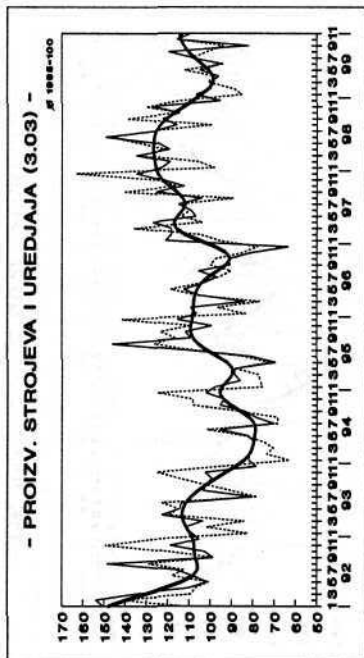
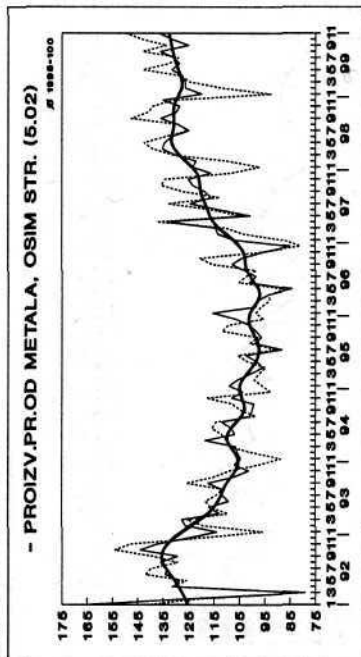
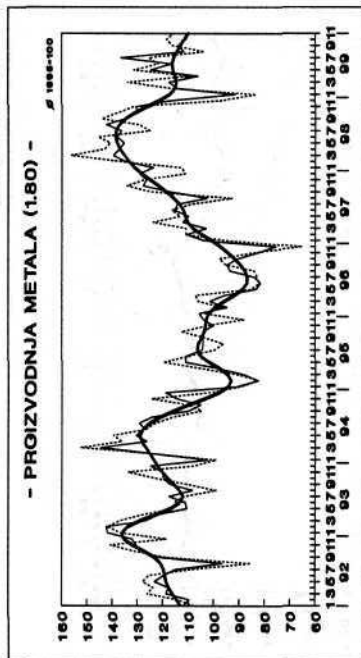
—— TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



..... ORIGINALNI PODACI — DESEZONIRANO ——— TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

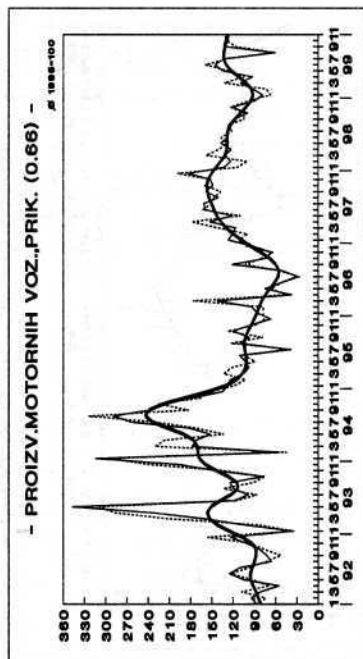
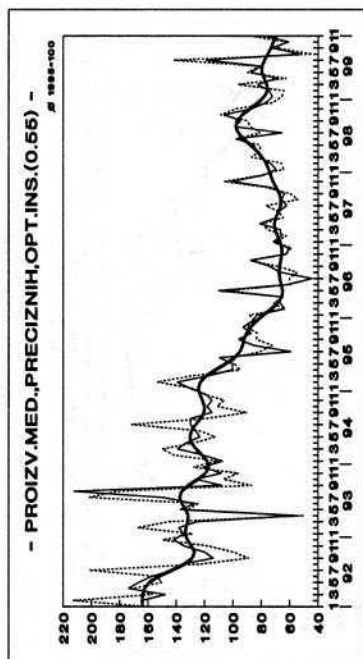
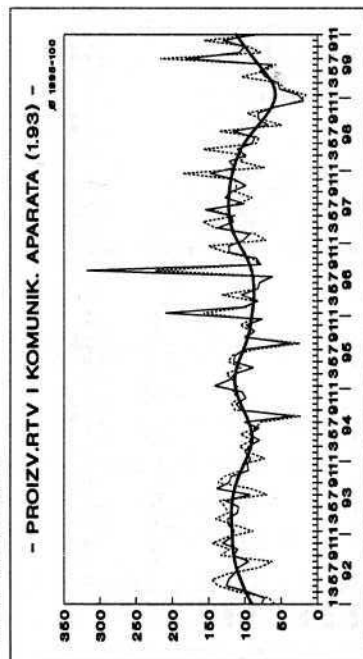
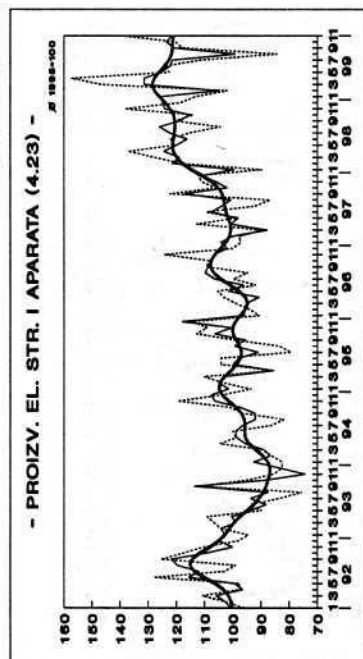


..... ORIGINALNI PODACI

- DESEZONIRANO

- TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

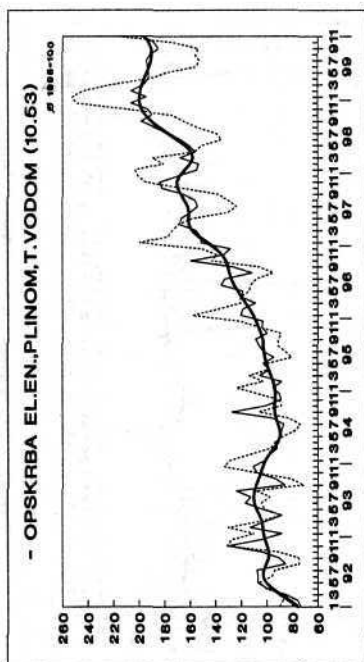
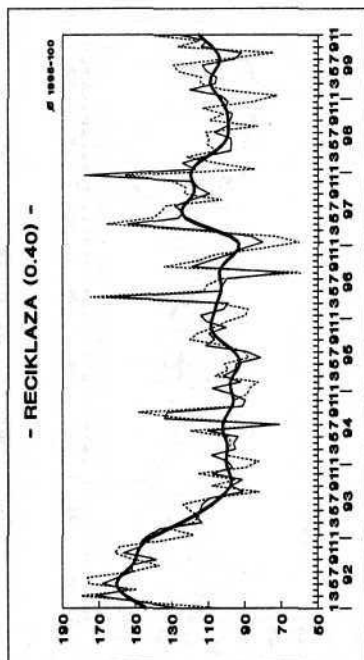
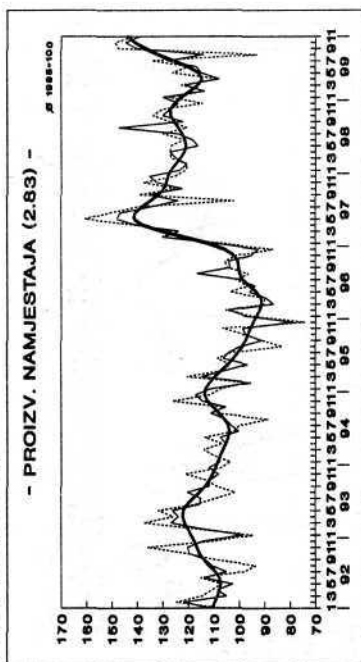
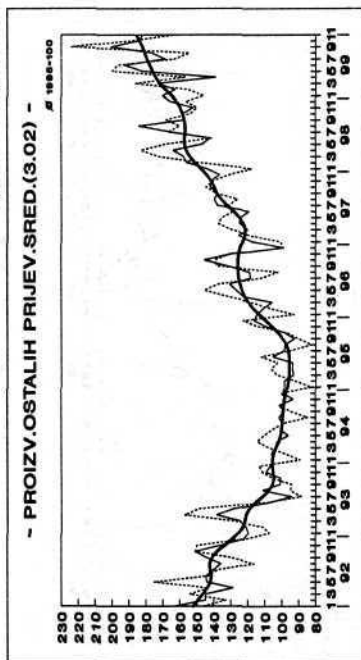


..... ORIGINALNI PODACI

— DESEZONIRANO

— TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



..... ORIGINALNI PODACI

—— DESEZONIRANO

—— TREND-CIKLUS