

## I. UZROCI I POSLJEDICE\*

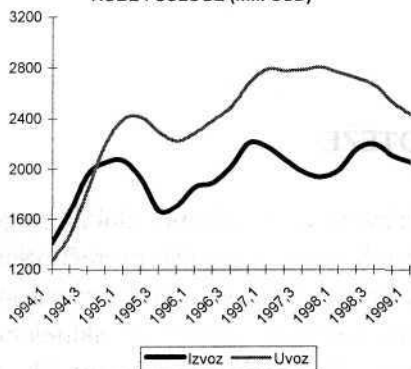
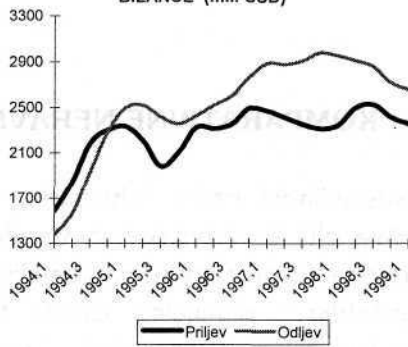
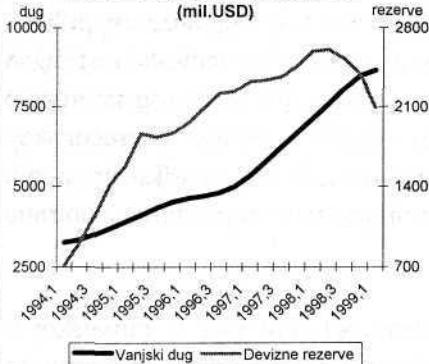
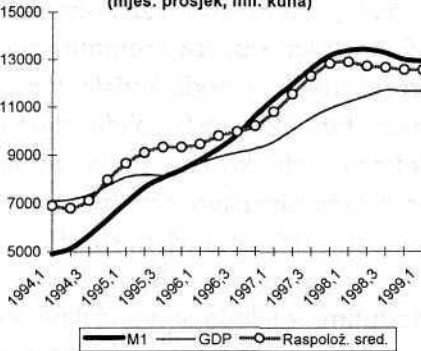
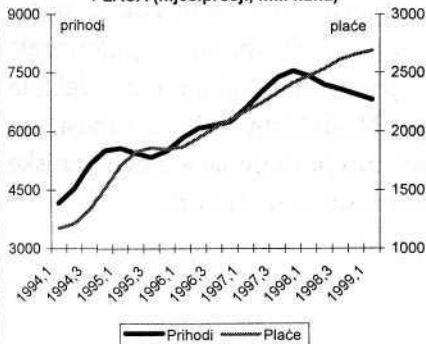
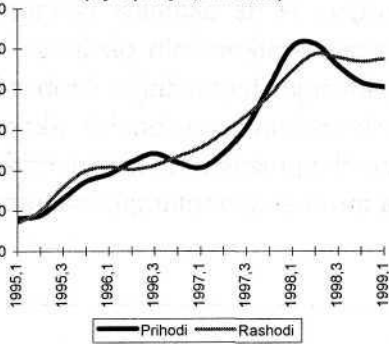
### 1. KOMPARATIVNE NERAVNOTEŽE

Zaustavljanje pada industrijske proizvodnje, ponovno stabiliziranje tečaja, ali i istodobni pad izvoza, deviznih rezervi i tekućih proračunskih prihoda, divergentni su pokazatelji na osnovu kojih se - u predizbornom razdoblju - parcijalno izvode bitno različite ocjene o aktualnim tendencijama u hrvatskoj ekonomiji. O izlasku iz recesije ili o nadolazećem financijskom "kolapsu", pri čemu se ekonomske posljedice događaja na Kosovu, sezonska neuskadenost tekućeg deviznog priljeva i financijskih obveza prema inozemstvu i sezonska neelastičnost dijela proračunskih rashoda koriste kao obrazloženje kratkoročnog smanjenja privredne aktivnosti, pada deviznih rezervi i pojave proračunskog deficita, jednako kao što se očekivani prihodi od privatizacije javnih poduzeća isključivo dovode u vezu s financiranjem predimenzionirane potrošnje države u užem smislu.

Međutim, sagleda li se cjelina ekonomskih kretanja u Hrvatskoj u proteklim godinama, mehanizmi koji su ih determinirali te postupno akumulirana ograničenja implicitno sadržana u tim mehanizmima, uočljivo je da aktualna ekonomska situacija nije jednostavno odraz stjecaja kratkoročnih okolnosti, već su te okolnosti samo potencirale djelovanje dugoročnijih čimbenika u profiliranju ukupnih modaliteta funkcioniranja nacionalne ekonomije. Modaliteta koje u sadašnjem trenutku prvenstveno karakterizira povratno prenošenje efekata vanjske na formiranje unutarnjih makroekonomskih neravnoteža.

---

\* Pripremljeno u suradnji s Privrednom bankom Zagreb.

**DEVIZNI, MONETARNI I FISKALNI TOKOVI (trend-ciklus)****ROBE I USLUGE (mil. USD)****TEKUĆE TRANSAKCIJE PLATNE BILANCE (mil. USD)****DEVIZNE REZERVE I VANJSKI DUG (mil.USD)****PONUDA I POTRAŽNJA ZA NOVCEM (mjes. prosjek, mil. kuna)****NETO PRIHODI PRIVREDE I MASA PLAĆA (mjes. prosj., mil. kuna)****KONSOLIDIRANI PRORAČUN (mjes. prosjek, mil. kuna)**

U njihovoj suštini leži niska opća efikasnost ratom devastirane, podinvestirane, troškovno hipertrofirane, visoko zadužene, uvezno orijentirane, tranzicijskim problemima opterećene, politizirane te - zbog svega toga - relativno izolirane nacionalne ekonomije, koja se teško odupire konkurentskim pritiscima i na svjetskom i na domaćem tržištu. Posljedica toga je nemogućnost znatnijeg povećanja, asortimanom i tržišno diverzificiranije izvozne ponude, od koje u uvjetima intenziviranja procesa globalizacije bitno zavisi prosperitet svake male, otvorene ekonomije s niskom apsorpcionom snagom vlastitog tržišta i bez mogućnosti ostvarenja ekonomije obujma bez pretežne orijentacije na svjetsko tržište.

Istodobno, zaustavljanjem hiperinflacije i uspostavljanjem normalnog fiskalnog sustava, a zatim zaključivanjem aranžamana s MMF-om i Svjetskom bankom, postizanjem sporazuma s vjerovnicima iz Pariškog i Londonskog kluba, otklanjanjem ratnog rizika te postinflacijskom repatriacijom i remonetizacijom devizne štednje, omogućeno je u razdoblju od 1995. do 1998. godine bitno povećano korištenje inozemnih sredstava u funkciji financiranja uvoza te formiranja deviznih rezervi kao osnove neinflacijskog rasta agregata domaćeg novca i održanja stabilnosti tečaja i cijena. Tim sredstvima financiran je rast domaće proizvodnje, ali i znatno intenzivniji rast dohodaka i domaće potrošnje od kretanja te proizvodnje, s relevantnim socijalnim implikacijama na samom početku poslijeratnog razdoblja.

Ekonomске implikacije tog priljeva realiziranog transferima, inozemnim ulaganjima te robnim i financijskim kreditima bile su dvojake. S jedne strane, on je povećao agregatnu ponudu na domaćem tržištu, uključujući proizvode koji se ne proizvode u Hrvatskoj ili su se prije uvozili s područja bivše Jugoslavije, što je u početnom razdoblju rezultiralo izbjegavanjem nestašica i monopola koji bi diktirali monopolske cijene, a općenito je - u pravilu - omogućilo bolje snabdijevanje potrošača proizvodima koji su svojom kvalitetom, asortimanom i relativnom cijenom nadmašivali domaću ponudu. S druge

strane, međutim, bitno determinirajući ukupnu ponudu deviza i - preko mehanizma kreiranja domaćeg novca u strogoj ovisnosti od deviznih transakcija - platežno sposobnu potražnju na deviznom tržištu, taj je priljev istodobno omogućio formiranje deviznog tečaja izvan konteksta odnosa u razmjeni roba i usluga s inozemstvom, jednako kao i izvan pariteta kupovnih snaga nacionalnih valuta na domicilnim tržištima u zavisnosti od razlika u ukupnoj efikasnosti nacionalnih ekonomija. Precjenjenost tečaja kune po toj osnovi dodatno je povećala cjenovnu konkurentnost uvoznih proizvoda na domaćem tržištu, parcijalno istiskujući domaću ponudu i na sektorima gdje su domaći proizvođači uspjeli zadržati tehnološku konkurentnost.

Tako je nacionalna ekonomija ušla u razdoblje permanentno visokog deficita vanjskotrgovinske razmjene u kojem je uvoz realiziran po stabilnom, po paritetu kupovne snage precijenjenom tečaju, predstavljao značajan čimbenik snabdjevenosti tržišta, subvencije potrošača i stabilnosti ukupnih cijena, dok je istodobno povećanje konkurentnosti domaćih proizvođača i u izvozu i na domaćem tržištu impliciralo potrebu radikalnog restrukturiranja ukupne ekonomije u smislu racionalizacije i relativnog smanjenja troškova te povećanja njezine globalne efikasnosti - za koju svrhu je i odobren dio financijskih kredita. Međutim, ukupnost ekonomske, socijalne i političke situacije pokazala se u ovih nekoliko godina suviše inertnom, a prateći problemi suviše teški da bi u tom razdoblju bio realiziran signifikantan pomak u pravcu povećanja makroekonomske efikasnosti i međunarodne konkurentnosti nacionalne ekonomije. Tako je značajan dio priljeva inozemnih sredstava izravno ili neizravno bio usmjeren u potrošnju, a ne u izvozno orijentirane investicije, što je sve više naglašavalo problem održivosti vanjskotrgovinskog deficita i servisiranja inozemnog duga.

Taj se problem počeo uobličavati već krajem 1997. godine, da bi u drugoj polovini 1998. i na početku 1999. godine bio efektuiran po osnovi simultanog djelovanja triju skupina činitelja. Poremećaji na financijskim tržištima smanjili su mobilnost kapitala i opću sklonost

njegovom plasiranju u tranzicijske zemlje, uz istodobno povećanje kamatnih stopa i premija za rizik za takve plasmane. U slučaju Hrvatske to je dodatno izraženo negativnim utjecajem zadržavanja relativno visokog deficita tekućih transakcija platne bilance na određivanje kreditnog rejtinga zemlje. Istodobno, akumuliranje inozemnog duga po osnovi tekućeg deficita nadovezalo se na dospjeće anuiteta po osnovi reprogramiranih dugova iz prethodnog razdoblja, što je bitno povećalo obveze po osnovi servisiranja ukupnog inozemnog duga. Otežane mogućnosti novog zaduživanja i povećane otplate suzile su time mogućnosti i povećale troškove financiranja ukupnih tekućih i kapitalnih obveza prema inozemstvu priljevom sredstava po osnovi novog neto zaduživanja. Konačno, nakon razdoblja intenzivne repatrijacije devizne štednje rezidenata i priljeva iz inozemstva, neto tekući transferi počeli su se relativno smanjivati, na što nisu bili bez utjecaja i problemi u dijelu poslovnog bankarstva.

U takvim uvjetima, financiranje deficita u razmjeni roba i usluga i servisiranje inozemnog duga počelo se izravno odražavati na potrebu angažiranja prethodno akumuliranih deviznih sredstava u bankarskom sustavu i/ili potrebu povećanja deviznog priljeva po osnovi izravnih i portfolio stranih ulaganja. To je krajem 1998. i u prvim mjesecima 1999. godine povećalo potražnju na deviznom tržištu i induciraolo pritiske u pravcu deprecijacije tečaja kune, stavljajući ekonomsku politiku pred dilemu da li da "dozvoli" intenzivniju deprecijaciju tečaja u izravnoj funkciji mogućeg smanjenja uvoza - uz rizik pokretanja inflacije uz istodobno pogoršanje likvidnosti zbog znatnog relativnog povećanja ukupnih obveza privrednih entiteta, banaka, države i stanovništva nominiranih u stranoj valuti - ili da centralna banka intervenira na deviznom tržištu intenzitetom dovoljnim za simultano održavanje i eksterne likvidnosti i ponovno stabiliziranje tečaja. Računajući pri tome da će devizni priljev od turizma te od privatizacije dijela javnih poduzeća i banaka stabilizirati u nastavku godine i same devizne rezerve centralne banke, dok će istodobno obveza prenošenja dijela deviznih depozita poslovnih banaka iz inozemstva u centralnu banku utjecati i na suzdržanje zaduživanje tih banaka i njihovih komintenata u inozemstvu.

Opredijelivši se za drugu opciju, centralna banka je uspjela da i u vrijeme sezonski niskog deviznog priljeva od izvoza usluga te povlačenja deviznih depozita iz pojedinih banaka amortizira devizni aspekt početnog "udara" povećanih obveza prema inozemstvu i da krajem prvog tromjesečja 1999. godine zaustavi deprecijaciju tečaja, ali je iz toga proizašao pad deviznih rezervi istodobno doveo do povlačenja domaćeg novca, odnosno smanjenja njegove ponude, tako da su prvi put od implementacije antiinflacijskog programa devizne transakcije počele restriktivno djelovati na unutarnje novčane tokove.

Dijelom to je povratno utjecalo na uravnoteženje ponude i potražnje na deviznom tržištu, a dijelom se transformiralo u opće smanjenje likvidnosti i agregatne potražnje na domaćem tržištu. U kombinaciji s otežanim mogućnostima zaduživanja u inozemstvu, posebno kratkoročnog, smanjenje agregatne potražnje na domaćem tržištu odrazilo se na smanjenje uvoza, ali i na zaustavljanje rasta te na pad proizvodnje, realizacije i naplate domaćih proizvoda, što je u ukupnosti rezultiralo padom prometa te prihoda proizvođača i trgovine. Time je smanjena i agregatna porezna osnovica te odgovarajući porezni prihodi, nakon što je uvođenje poreza na dodanu vrijednost induciralo njihov brzi rast u prva tri tromjesečja 1998. godine.

Tako smanjeni prihodi i poduzeća i Državnog proračuna suočili su se, međutim, s relativnom rigidnom strukturom njihovih osnovnih prethodno povećanih rashoda, posebno plaća, što je impliciralo pojačanje efekata monetarnih restrikcija na likvidnost u sferi reprodukcije potrošnje i investicija financiranih iz domaćih izvora. Izraz toga u sektoru poduzeća je rast dugovanja i nenaplaćenih potraživanja, a kod države rastući proračunski deficit, pri čemu se te dvije pojave međusobno nadovezuju i djelomično uvjetuju, čineći integralnu financijsko-monetarnu neravnotežu na domaćem tržištu. U uvjetima monetarnih restrikcija te deficita u razmjeni roba i usluga s inozemstvom, ona nije cjenovnog već likvidnosnog karaktera, izravno utječući na veličinu i alokaciju štednje.

To su osnovne relacije (ograničenja) s kojima je hrvatska ekonomija ušla u 1999. godinu i u okvirima kojih profilira svoju tekuću aktivnost. Zbog djelovanja sezonskih činitelja, ispoljavanje tih ograničenja bilo je posebno izraženo u prvom tromjesečju, ali se nastavlja i dalje, pri čemu na njihovo kratkoročno modeliranje počinju diferencirano djelovati tri dodatna činitelja: utjecaj događaja na Kosovu na smanjenje deviznog priljeva od izvoza usluga, emisija državnih euro-obveznica i odluka o privatizaciji telekomunikacija u funkciji financiranja tekućeg proračunskog deficita i servisiranja obveza po osnovi inozemnih kredita, te restrukturiranje rashoda konsolidiranog proračuna središnje države. Tako se profilira, vremenski i sadržajno prilično nestabilna, aktualna rezultanta simultanog djelovanja dugoročnih i kratkoročnih čimbenika, uz koju su ukupni ekonomski tokovi podložni značajnim kratkoročnim oscilacijama, čiji nastavak treba očekivati i u narednom razdoblju.

U okviru njih, ocjene kako je najteži dio 1999. godine ipak prošao i kako će u nastavku godine devizna i monetarna ograničenja biti relativno manja, nisu bez osnova. Sezonsko povećanje deviznog priljeva od izvoza usluga - iako ove godine znatno manje od uobičajenog - i očekivani prihodi od privatizacije telekomunikacija alimentirati će sredstva za otplatu narednih anuiteta inozemnih dugova i financiranje dijela deficita u robnoj razmjeni, smanjujući pritisak na devizne rezerve i agregate domaćeg novca. Smanjenje dijela proračunskih rashoda u sferi finalne potrošnje utjecat će i na uvoznu potražnju. Deprecijacija tečaja do koje je došlo u prvom tromjesečju realno je smanjila kupovnu snagu domaćih dohodaka u odnosu na cijene uvoznih proizvoda te djelomično smanjila relativne cijene domaćih u odnosu na cijene uvoznih proizvoda. Aktivnosti na konsolidaciji bankarskog sustava trebale bi utjecati i na stabilizaciju devizne štednje i tekućih transfera. Iako otežana, mogućnost daljeg zaduživanja, posebno za uvoz opreme te izgradnju infrastrukture, nije bitno reducirana. Konačno, unatoč predizbornom razdoblju, ostaje otvorena i mogućnost zaključivanja aranžmana sa MMF-om uz dobivanje kredita za likvidnost te utjecaja odredbi takvog aranžmana na smanjenje vanjskotrgovinskog deficita.

Parcijalno djelovanje nekih od tih elemenata ispoljilo se već u drugom tromjesečju kad je - u međurazdoblju dospjeća većih anuiteta - zaustavljen pad deviznih rezervi, ponude novca i primitaka privrede od realizacije roba i usluga, što se pozitivno odrazilo i na kretanja u realnom sektoru.

Istodobno, međutim, prethodno smanjena razina privredne aktivnosti i njezine monetarne osnove (s tek nadolazećim glavnim učinkom kosovskih događaja na sektor usluga) znatno je dodatno pogoršala financijske odnose unutar nacionalne ekonomije, tako da tek zaustavljanje širenja monetarnih ograničenja nije dostatno da bi se ti odnosi počeli značajnije poboljšavati. Kako na mikro, tako i na makroekonomskoj razini, gdje ostaje upitna mogućnost ostvarivanja i rebalansom nešto smanjenog iznosa predviđenih tekućih, a s njima i ukupnih proračunskih prihoda.

To implicira da će se i u narednu godinu prenijeti problemi generirani simultanim djelovanjem vanjskih i unutarnjih ekonomskih neravnoteža, koji se možda još mogu neko vrijeme ublažavati prihodima od daljnje privatizacije dijela javnih poduzeća i banaka (iako suštinski razlog i svrha njihove privatizacije nije i ne može biti alimentiranje sredstava za financiranje prethodne i tekuće potrošnje) te novim zaduživanjem, ali čije rješenje dominantno leži u povećanju izvozne ponude, odnosno u stvaranju makro i mikroekonomskih pretpostavki da bi ta ponuda postala tehnološki i cijenovno konkurentna. Ekonomska tokovi u 1999. godini nedvosmisleno ukazuju na to.



## 2. PAD VANJSKOTRGOVINSKE RAZMJENE

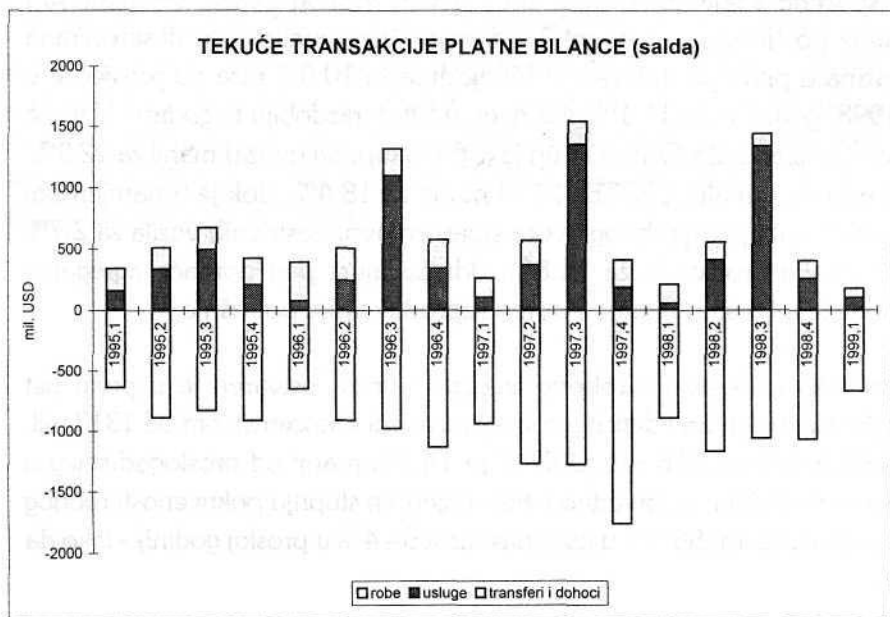
Nakon isporukama brodova prethodno determiniranog rasta agregatnog izvoza roba, od srpnja 1998. do svibnja 1999. godine taj se izvoz - izražen u tekućim vrijednostima dolara - smanjuje po trendnoj stopi od 1.3% mjesečno, tako da je njegova sezonalna razina u prvih pet mjeseci ove godine za 9.5% niža od prošlogodišnjeg prosjeka i za 8.6% niža nego u istom razdoblju te godine. Dijelom to je posljedica aktualne aprecijacije tečaja dolara u odnosu na europske valute u kojima se efektivno realizira glavina izvoznih poslova te izostanka izvoza brodova zbog kojeg je ovogodišnji izvoz u Rusiju za 68% manji od prošlogodišnjeg, ali prvenstveno proizlazi iz pada potražnje na sva tri dominantna izvozna tržišta za hrvatske proizvode. U zemljama Europske unije (53% ukupnog izvoza) za 4.7%, zemljama CEFTE (14%) za 8.9% te u Bosnu i Hercegovinu (14%) za 3.6%. U okviru toga, redovni izvoz je manji za 15.2%, dok je izvoz nakon oplemenjivanja veći za 5.6%, odražavajući nastavak tendencije promjena u strukturi izvozne ponude gdje "domaći proizvod" sve teže nalazi mjesto na inozemnom tržištu.

Usporedo s takvim tendencijama u sferi robnog izvoza, smanjuje se i uvoz po trendnoj stopi od 1.4% mjesečno i njegova je sezonalna razina u prvih pet mjeseci 1999. godine za 10.0% niža od prosječne u 1998. godini te za 11.1% niža nego u istom razdoblju te godine. U tome je uvoz iz zemalja Europske unije (58% ukupnog uvoza) manji za 12.9%, a uvoz iz zemalja CEFTE (14%) manji za 18.4%, dok je u namjenskoj strukturi ukupnog robnog uvoza smanjen uvoz cestovnih vozila za 2.7% te ostalih proizvoda za 11.8%, odražavajući pad domaće agregatne potražnje i u sferi finalne i u sferi reprodukcije potrošnje.

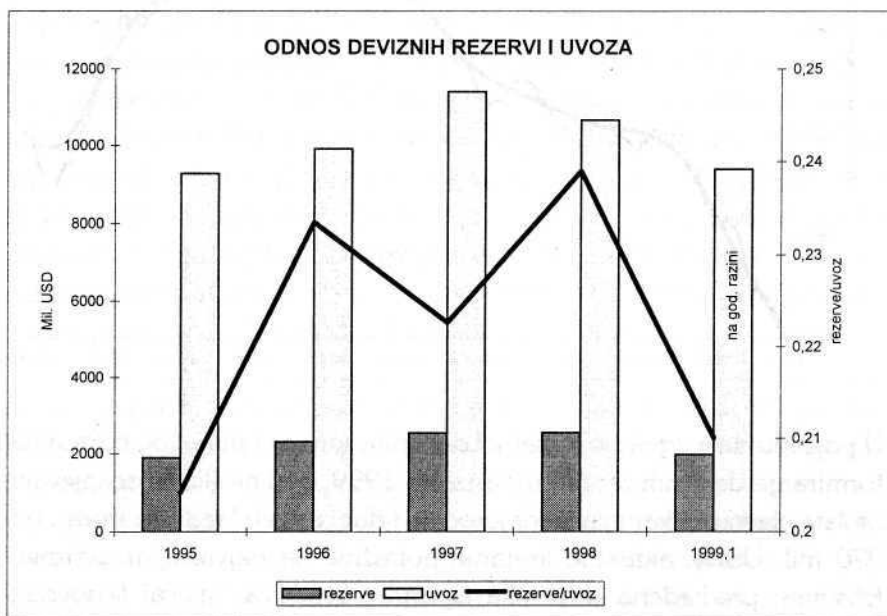
Pri takvom kretanju robnog izvoza i uvoza, ostvaren je u prvih pet mjeseci ove godine deficit u robnoj razmjeni s inozemstvom od 1313 mil. USD koji je za 216 mil. USD ili za 14.1% manji od prošlogodišnjeg u istom razdoblju, ali pri bitno neizmjenjenom stupnju pokrivenosti robnog uvoza izvozom (55.9% u ovoj nasuprot 54.4% u prošloj godini) - tako da

smanjenje tog deficita prvenstveno proizlazi iz općeg smanjenja vanjskotrgovinske razmjene, a ne iz relativno povećane sklonosti izvozu u odnosu na uvoz.

U uvjetima sezonski niskog, ali događajima na Kosovu još neartificiranog izvoza usluga, takvi odnosi u robnoj razmjeni dominantno su odredili i ukupne odnose u sferi tekućih transakcija platne bilance u prvom tromjesečju 1999. godine. Ukupni tekući devizni priljev iznosio je u tom razdoblju 1890 mil. USD, što je za 4.7% manje nego u prvom tromjesečju prošle godine i za 6.5% desezonirano manje od prošlogodišnjeg prosjeka, dok su ukupni rashodi (2376 mil. USD) bili za 10.4% manji nego u prvom tromjesečju i za 7.9% desezonirano manji od prosječnih u prošloj godini. Tako je, pri ukupno manjem obujmu tekućih transakcija sa inozemstvom u prvom tromjesečju ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 370 mil. USD ili za 8% (u tome manjoj razmjeni roba i usluga za 499 mil. USD ili za 11.7%), deficit tekućih transakcija platne bilance smanjen za 183 mil. USD - sa 670 mil. USD u prošloj na 487 mil. USD u prvom tromjesečju ove godine.



Međutim, unatoč tome, dok su u funkciji ukupnog financiranja tekućeg deficita, servisiranja kreditnih obveza i intervencija na deviznom tržištu, devizne rezerve centralne banke bile u prva tri mjeseca 1998. godine efektivno (sezonski) smanjene za 81 mil. USD, u prvom tromjesečju ove godine neto devizne rezerve centralne banke (bez efekata prijenosa deviznih depozita poslovnih banaka iz inozemstva) ukupno su smanjene za 574 mil. USD, tako da se njihova relativna razina spustila krajem ožujka na samo dvomjesečnu vrijednost smanjenog uvoza roba i usluga. Istodobno, ukupno raspoloživa devizna sredstva u bankarskom sustavu smanjena su u prvom tromjesečju 1999. godine za 856 mil. USD, nasuprot sezonskom smanjenju od 53 mil. USD u istom razdoblju prošle godine.



Uz priljev ostvaren emisijom euro-obveznica, taj pad ukupno raspoloživih deviznih sredstava zaustavljen je tijekom mjeseca travnja i svibnja na razini koja je, krajem svibnja (4070 mil. USD), za 15.6% niža nego u istom mjesecu prošle godine i za 16% desezonirano niža od prošlogodišnjeg prosjeka, u okviru čega su neto devizne rezerve centralne banke (2038 mil. USD) niže za 19.7% u odnosu na svibanj i za 19% desezonirano niže u odnosu na prosjek prošle godine.



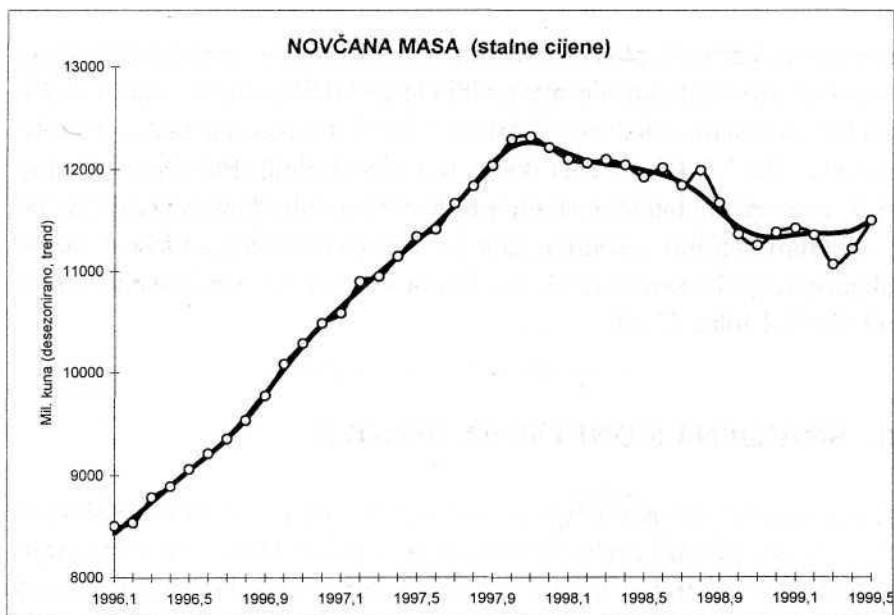
U pogledu daljnjeg razvoja platnobilančnih odnosa i njihovog odraza na formiranje deviznih rezervi u nastavku 1999. godine (kada dospjevaju otplate glavnice i kamata srednjoročnih i dugoročnih kredita u iznosu od 970 mil. USD), aktualno kretanje potražnje na najvažnijim izvoznim tržištima, predviđena dinamika isporuke brodova, utjecaj kosovskih događaja na izvoz usluga te aprecijacija tečaja dolara u odnosu na europske valute, upućuju da bi ukupan izvoz roba i usluga mogao u 1999. godini dostići razinu od oko 7.9 mlrd. USD, što je za 8% manje od ostvarenog u 1998. godini. Istodobno, pri smanjenoj potražnji na

domaćem tržištu te platnobilančnim ograničenjima, uvoz roba i usluga mogao bi iznositi oko 9.6 mlrd. USD ili za 10.5% manje nego u 1998. godini, u kojim uvjetima bi deficit tekućih transakcija platne bilance iznosio oko 1.5 mlrd. USD (kao i u 1998. godini). Približno 70% tog deficita moglo bi biti financirano predviđenim prihodima od privatizacije i izravnim stranim ulaganja, dok bi - uz zadržavanje sadašnje razine ukupno raspoloživih deviznih sredstava - inozemni dug dostigao razinu od oko 9.1 mlrd. USD.

### 3. SMANJENA MONETARNA OSNOVA

Kontrakcijsko djelovanje pada deviznih rezervi i nastojanje poslovnih banaka da smanje rizičnost plasmana, s jedne strane, te monetarne intervencije centralne banke u funkciji održavanja likvidnosti javnog sektora i pojedinih banaka, s druge strane, determinirali su cjelinu monetarnih tokova u prvih pet mjeseci 1999. godine. Pri tome je odnos tih dviju komponenti varirao unutar tog razdoblja, kao i rezultanta njihovog simultanog djelovanja, s time da su u drugom tromjesečju zaustavljanje pada deviznih rezervi i aprecijacija tečaja dolara stabilizirali nominalnu vrijednost inozemne aktive, dok je korištenje inozemnih sredstava za financiranje proračunskog deficita nešto smanjilo zaduženost središnje države kod domaćeg bankarskog sustava.

Kao kumulativni rezultat takvih kretanja, zaustavljena je iz 1998. godine prenijeta tendencija realnog pada osnovnih agregata domaćeg novca. Primarnog novca na prosječnoj razini za 8.6% nižoj nego u prvih pet mjeseci prošle godine i za 5.6% desezonirano nižoj od prošlogodišnjeg prosjeka te (uz povećanje udjela gotovog u primarnom novcu sa 52.5% na 56.9% i smanjenje odnosa između depozitnog i gotovog novca sa 1.50 na 1.36) novčane mase na razini za 6.4% nižoj nego u istom razdoblju i za 4.2% desezonirano nižoj od prosječne u prošloj godini.

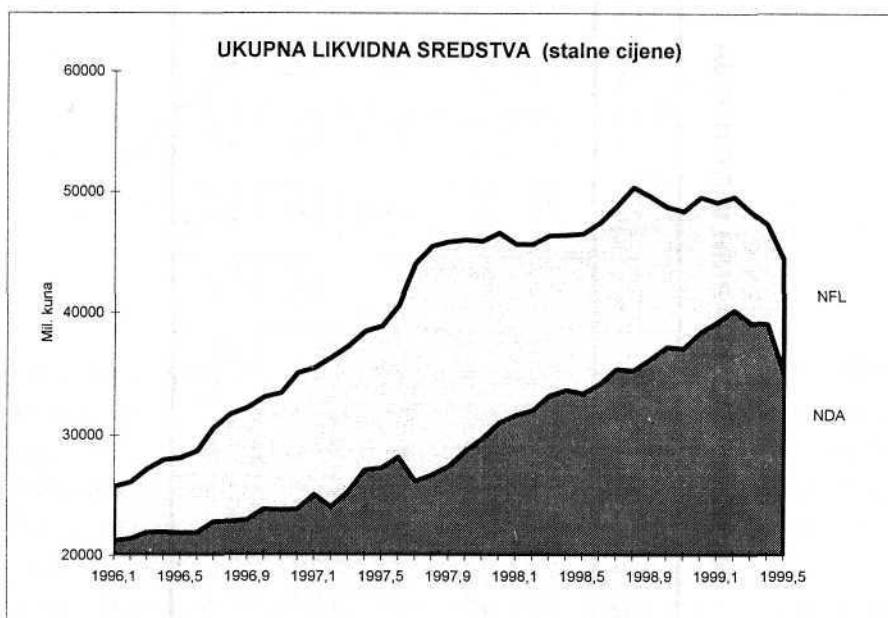


Istodobno, međutim, pokretanje stečajnog postupka nad nekoliko problematičnih banaka dovelo je u mjesecu svibnju do jednokratnog smanjenja ukupnih likvidnih sredstava i po osnovi toga do jačanja realokativnih efekata povećanog usmjeravanja plasmana u javni sektor. Tako je, nakon isključivanja banaka u stečaju iz bilance bankarskog sustava, ukupna aktiva bankarskog sustava krajem mjeseca svibnja nominalno manja u odnosu na stanje krajem prosinca 1998. godine za 3.9 mlrd. kuna ili za 5.0%, u ukviru čega je neto inozemna aktiva izražena u kunama po tekućem tečaju manja za 1.8 mlrd. kuna ili za 13.9%, dok su plasmani smanjeni za 3.3%. U strukturi tih plasmana, plasmani središnjoj državi veći su za 29.5% - što je rezultiralo i porastom njihovog udjela sa 10.8% u prosincu prošle na 14.5% u svibnju ove godine - dok su plasmani ostalim sektorima manji za 7.3%, s odgovarajućim odrazom i na kretanje njihovih depozita. Uslijed toga, ukupna likvidna sredstva u bankarskom sustavu krajem svibnja su za 4.8 mlrd. kuna ili za 8.5% manja nego u prosincu.

Tablica 1  
BILANCA MONETARNIH INSTITUCIJA

	Mil. kuna						Struktura (u %)						Indeksi			
	1996,12	1997,12	1998,5	1998,12	1999,5	1999,12	1996,12	1997,12	1998,5	1998,12	1999,5	1997/96	1998/97	1999/12 98	5 99/12 98	
<b>AKTIVA</b>																
1. Inozemna aktiva (neto)	1170.9	16854.4	14667.4	12659.7	10901.2	19.57	23.26	19.56	16.08	14.57	143.9	75.1	86.1	74.3		
2. Plasmarni	48121.6	55596.0	60319.5	66090.6	63902.8	80.43	76.74	80.44	83.92	85.43	115.5	118.9	96.7	105.9		
- potraž. od sred. drž. (neto)	14633.0	7331.8	6241.6	7130.9	9234.6	24.46	10.12	8.32	9.06	12.35	50.1	97.3	129.5	148.0		
- potraž. od ost. sektora	33488.6	48264.2	54077.9	58959.7	54668.2	55.97	66.62	72.12	74.8	73.08	144.1	122.2	92.7	101.1		
Ukupno	59831.7	72450.4	74986.9	78750.3	74804.0	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	121.1	108.7	95.0	99.8		
<b>PASIVA</b>																
1. Novčana masa	11409.4	13795.2	12574.3	13595.0	12943.5	19.07	19.04	17.30	17.26	17.30	120.9	98.5	95.2	99.8		
2. Štedni depoziti	3254.7	5350.8	5252.7	5389.1	4669.9	5.44	7.39	7.00	6.84	6.24	164.4	100.7	86.7	88.9		
3. Devizni depoziti	21802.0	31059.6	33920.5	37433.3	34036.9	36.44	42.87	45.24	47.53	45.50	142.5	120.5	90.9	100.3		
4. Blokirani depoziti	8301.0	5950.5	4923.9	4313.3	4299	13.87	8.21	6.57	5.48	5.75	71.7	72.5	99.7	87.3		
5. Ostalo (neto)	15064.4	16294.3	17915.5	18019.6	18854.7	25.18	22.49	23.89	22.88	25.21	108.2	110.6	104.6	105.2		
Ukupno	59831.5	72450.4	74986.9	78750.3	74804.0	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	121.1	108.7	95.0	99.8		
<b>Neto domaća aktiva</b>																
Inozemna pasiva (neto)	24885.7	33488.3	37584.5	43899.0	40874	68.00	66.52	71.93	77.62	74.58	134.6	131.1	93.1	108.8		
Ukup. likvid. sred. (M4)	-11710	-16854	-14667.4	-12660	-10901	-32.00	-33.48	-28.07	-22.38	-19.89	143.9	75.1	86.1	74.3		
Ukup. likvid. sred. (M4)	36595.6	50342.7	52252	56558.7	51775.3	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	137.6	112.3	91.5	98.1		

U takvom monetarnom okruženju zaustavljena je krajem prvog tromjesečja deprecijacija nominalnog tečaja kune u odnosu na DEM, koja je od početka 1998. do ožujka 1999. godine ukupno iznosila 10.5%, od čega u prva tri ovogodišnja mjeseca 3.9%. Uz istodobno održavanje inflacije na prosječnoj mjesečnoj razini od 0.4%, time do stabilizacije nominalnog tečaja kune dolazi na njegovoj realnoj razini koja je u svibnju 1999. za 3.1 % niža od prosječne u 1998. godini u odnosu na DEM i za 9.7 % niža u odnosu na USD.

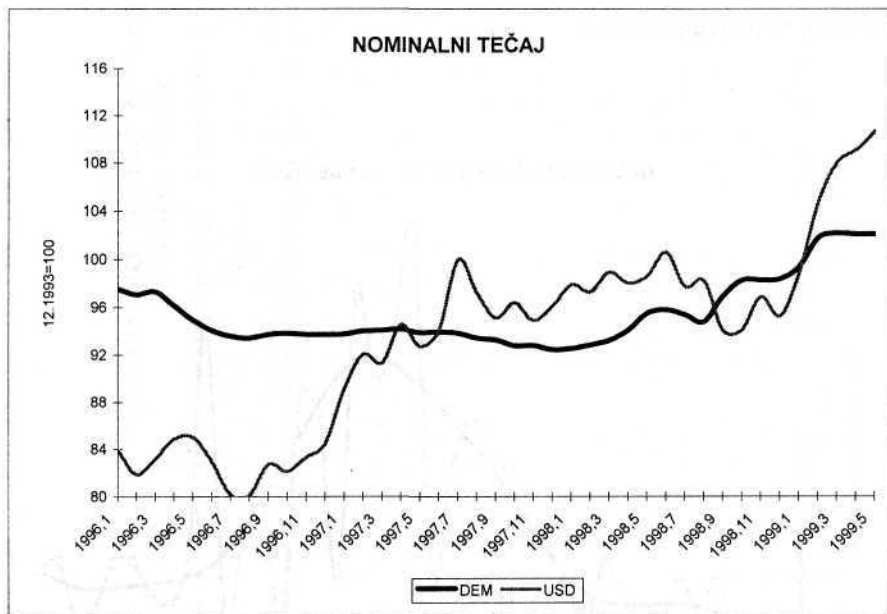


Pri pretpostavljenom formiranju odnosa u platnoj bilanci u nastavku godine te pri postojećim mehanizmima i odnosima u sferi kreiranja domaćeg novca, novčana masa bi tijekom cijele 1999. godine mogla realno porasti za oko 4% (njezina prosječna razina bila bi za oko 3.5% realno niža nego u 1998. godini), dok bi se nominalni tečaj kune u odnosu na DEM mogao zadržati na razini od 3.88, čime bi njeno prosječna razina u 1999. godini bila za 2.5% realno niža nego prethodne godine.



#### 4. POGORŠANI ODNOSI U RASPODJELI I PRORAČUNSKI DEFICIT

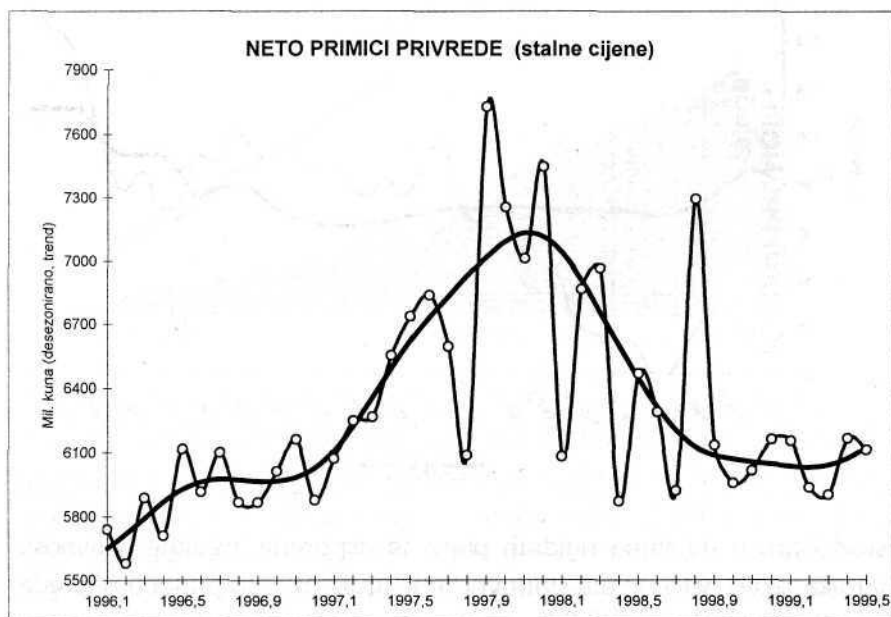
Nakon smanjivanja tijekom 1998. godine, neto primici privrede od realizacije roba i usluga formiraju se u prvih šest mjeseci 1999. godine na realnoj razini za 6.6% nižoj nego u istom razdoblju prošle godine i za 4.5% desezonirano nižoj od prošlogodišnjeg prosjeka. Pri tome su bruto primici realno manji od prošlogodišnjih za 0.1%, ali su materijalni troškovi (inducirani porastom zaliha, realnom deprecijacijom tečaja i oporezivanjem reproduksijske potrošnje) istodobno veći za 2.7%, povećavši svoj udio u strukturi bruto primitaka sa 69.6 na 71.5%.



Istodobno, u uvjetima rigidnih plaća te usporene kreditne aktivnosti banaka, udio neto isplata stanovništvu u strukturi neto prihoda privrede povećan je sa 31.1 na 32.0%, a udio neto otplata glavnica i kamata na kredite sa 10.1 na 11.8%, smanjujući likvidnost u sferi ostalih plaćanja, što rezultira i smanjenjem udjela plaćenih poreza i doprinosa u strukturi

raspodjele tih prihoda sa prošlogodišnjih 46.2% na 42.1% u prvih šest mjeseci ove godine.

Do istovrsnih, ali još intenzivnijih strukturnih promjena dolazi i u raspodjeli neto prihoda financijskih institucija, javnih službi i društvenih djelatnosti, tako da je na razini ukupne nacionalne ekonomije udio isplata stanovništvu u neto novčanim primicima povećan sa 31.8 na 35.9% (realni međugodišnji rast tih isplata iznosi 9.0%), a udio neto otplata kredita i kamata sa 7.8 na 9.4% (realni rast 16.3%). U takvim uvjetima, unatoč nižoj realnoj razini ukupnih prihoda, masa neto plaća raste i tijekom 1999. godine i u prvih šest mjeseci je za 4.6% realno veća nego u istom razdoblju prošle godine i za 2.6% desezonirano veća od prošlogodišnjeg prosjeka.



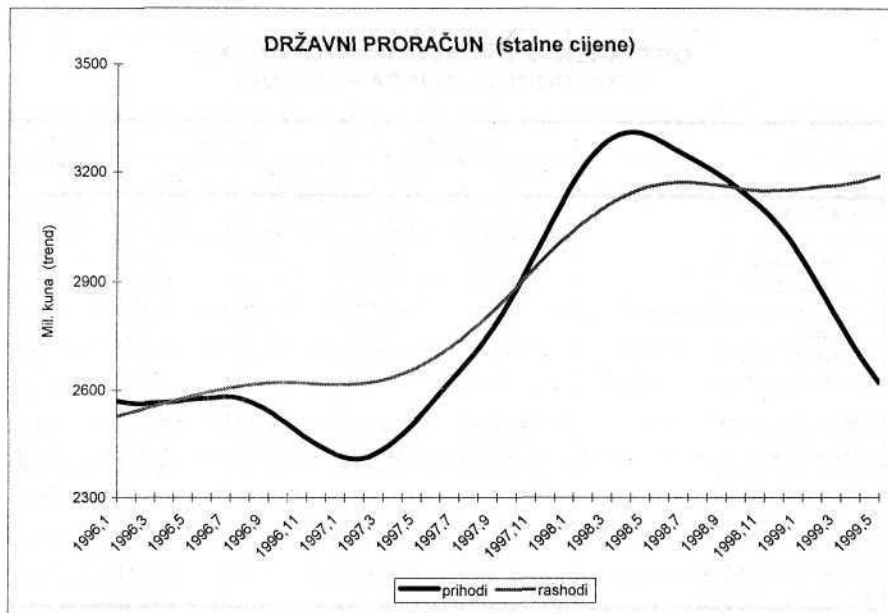
Tablica 2  
**NOVČANI PRIMICI I IZDACI PRAVNIH OSOBA**  
siječanj-lipanj

	UKUPNO		PROIZVODNE DJEJLATNOSTI		FINANCIJSKE DJEJLATNOSTI		DRUŠTVENE DJEJLATNOSTI		
	Struktura	Indeks	Struktura	Indeks	Struktura	Indeks	Struktura	Indeks	
	1999.	1999/98.	1999.	1999/98.	1999.	1999/98.	1999.	1999/98.	
1. PRIMICI IZ RED. DJ. stanovništvo	245.85	237.83	352.40	333.84	315.90	276.52	129.19	130.31	102.1
prav. osobe	49.86	48.78	84.77	82.24	81.75	64.40	10.53	11.02	98.4
2. MATERIJALNI TROŠKOVI	195.99	189.05	267.63	251.60	234.15	212.12	118.66	119.29	102.5
3. NETO PRIMICI	145.85	137.83	252.40	233.84	215.90	176.52	29.19	30.31	99.2
100.00	100.00	100.1	100.00	98.0	100.00	100.00	100.00	100.00	103.0
4. POREZI	69.09	71.17	41.33	45.87	51.10	51.59	94.0	100.76	101.7
na dohotke	59.08	59.46	22.33	23.96	39.88	39.71	95.3	99.94	101.7
na potrošnju	10.02	11.71	19.01	21.91	11.22	11.88	89.6	0.75	0.81
5. KREDITI	6.68	4.73	7.78	4.46	7.95	4.99	151.0	6.43	4.98
primljeni	3.77	6.22	5.67	9.45	8.88	18.14	1.20	1.19	104.0
otplate	10.45	10.96	12.45	13.91	16.83	23.13	69.0	7.63	6.17
6. KAMATE	2.69	3.05	4.28	4.97	6.21	5.39	109.3	0.65	0.69
7. STANOVNIŠTVO	35.85	31.76	30.83	30.49	53.35	41.94	120.7	38.78	31.75
plaće	19.81	18.29	21.63	20.84	33.16	27.95	112.5	16.32	14.27
ostalo	16.04	13.48	9.20	9.65	20.20	13.99	137.0	22.46	17.49
8. PLASMANI SR.	0.69	1.10	1.08	0.73	8.38	17.74	44.8	-0.66	-0.74
9. OSTALO	-14.63	-10.48	139.7	15.90	-23.97	-13.56	167.7	-44.45	-38.19
10. ŽIRO-RAČUN	-0.38	-1.34	-0.22	-2.44	-3.02	-8.08	35.5	0.74	-28.6

Sve to rezultira strukturnim pomacima u cjelini financijskog poslovanja pravnih osoba koji - u kontekstu realnog pada privredne aktivnosti i smanjene ekonomičnosti poslovanja - zaoštravaju problem zaduženosti i likvidnosti u sferi reprodukcije potrošnje. Odras toga je i rast iznosa nepodmirenih naloga za plaćanje, koji su u prvih pet mjeseci 1999. godine povećani za 6.9 mlrd. kuna (za 48%) i krajem mjeseca svibnja su za 105% veći nego u istom mjesecu prošle godine, dok je njegov odnos prema novčanoj masi povećan u tom razdoblju sa 80% u svibnju 1998. na 106% u prosincu i 165% u svibnju ove godine.

U kombinaciji s djelovanjem činitelja s jednokratnim, kratkoročnim efektima (promjene u sustavu naplate poreza na dodanu vrijednost, koncentracija dospjeća obveza po osnovi javnog duga u razdoblje sezonsko niskih prihoda, visoka razina poreznih prihoda na početku 1998. godine uslijed prijenosa naplate poreza na promet, smanjena disciplina dijela poreznih obveznika i sl.), takvi financijski odnosi u nacionalnoj ekonomiji te iz njih proizašlo reduciranje ključnih poreznih osnovica, dovodi i do pada poreznih prihoda u prvoj polovini 1999. godine. Njihova realna razina smanjuje se tako od srpnja 1998. do lipnja 1999. godine po trendnoj stopi od 1.6% mjesečno, pri kojoj je iznos ukupnih prihoda Državnog proračuna u prvom polugodištu 1999. godine (18.5 mlrd. kuna) za 19.7% realno manji nego u istom razdoblju prošle godine i za 17.6% desezonirano manji od prosječnih u 1998. godini. (u tome su porezni prihodi realno manji za 13.7% u odnosu na isto razdoblje i za 14.1% desezonirano manji od prosječnih).

Istodobno, zadržavajući razinu dostignutu sredinom 1998. godine u uvjetima prethodno povećanih prihoda po osnovi efektivnog povećanja oporezivanja potrošnje, ukupni rashodi Državnog proračuna (22.1 mlrd. kuna) realno su veći u prvom polugodištu ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 2.1% i za 0.5% desezonirano veći od prošlogodišnjeg prosjeka.



Tako je u tom razdoblju formiran proračunski deficit od 3.6 mlrd. kuna koji dostiže razinu od 16.3% realiziranih proračunskih rashoda ili oko 5% procjenjenog bruto domaćeg proizvoda u prvom polugodištu 1999. godine. Dok je na samom početku godine deficit gotovo u cjelosti bio financiran iz domaćih kratkoročnih izvora, krajem prvog i u drugom tromjesečju on se financira prihodima po osnovi emisije euro-obveznica i iz drugih inozemnih izvora, koji u strukturi financiranja proračunskog deficita krajem mjeseca lipnja ukupno sudjeluju s 92.6%.

Tablica 3  
**OSTVARENJE DRŽAVNOG PRORAČUNA  
 U RAZDOBLJU SIJEČANJ-LIPANJ**

	Mil. kuna		Struktura		Indeksi 1999/98.
	1998.	1999.	1998.	1999.	
UKUPNI PRIHOD	22182.6	18480.6	106.41	83.75	83.3
1. Porezni prihodi	19660.1	17580.1	94.31	79.67	89.4
- na dohodak i dobit	3529.8	3377.7	16.93	15.31	95.7
- na potrošnju	13908.3	11746.4209	66.72	53.23	84.5
- na međunarod. trgovinu	2064.9	6.5	9.91	9.50	101.5
- ostali	157.1	359.5	0.75	1.63	228.8
2. Neporezni prihodi	1263.1	756.4	6.06	3.43	59.9
3. Prihodi od kapitala	1259.5	144.1	6.04	0.65	11.4
UKUPNI RASHODI	20846.6	22065.7	100.00	100.00	105.8
1. Tekući rashodi	18043.2	19039.5	86.55	86.29	105.5
2. Kapitalni rashodi	2378.7	2344.4	11.41	10.62	98.6
3. Posudbe - otplate	424.7	681.7	2.04	3.09	160.5
SALDO (P-R)	1336.0	-3585.1	6.41	-16.25	-268.3
1. Strano financiranje	-408.6	-3319.1	-1.96	-15.04	812.3
2. Domaće financiranje	1744.6	-266.0	8.37	-1.21	-15.2

Sukladno takvim kretanjima u okvirima Državnog proračuna, a pri realno povećanim prihodima izvanproračunskih fondova koji se pretežno financiraju iz plaća u prva četiri mjeseca ove godine za 2.4%, ukupni konsolidirani prihodi središnje države realno su manji u razdoblju siječanj-travanj ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 16.4%, a konsolidirani rashodi manji za 4.8%, iz čega proizlazi deficit konsolidiranog proračuna središnje države u tom razdoblju od 2 mlrd. kuna što je na razini od 9.8% ukupnih rashoda.

Zadrž li se i u nastavku 1999. godine relativno stabilna brzina optjecaja novca (što u značajnoj mjeri zavisi od daljnjeg održanja stabilnosti tečaja i cijena, odnosno od korelacije između deviznih i monetarnih tokova), pri procjenjenjenom bi se kretanju osnovnih agregata domaćeg novca neto primici privrede od realizacije roba i usluga mogli u cijeloj 1999. godini formirati na razini koja je realno za oko 4% niža nego u 1998. godini, dok bi (uz realizaciju predviđenih prihoda od privatizacije) ukupni prihodi Državnog proračuna mogli iznositi oko 45 mlrd. kuna.

## 5. DIFERENCIRANO KRETANJE PROIZVODNJE

U ukupnosti takvih platnobilančnih, monetarnih, finansijskih i fiskalnih odnosa te eksternih i internih činitelja koji ih određuju, kretanja u realnom sektoru podložna su značajnim oscilacijama s izraženom diferencijacijom između grana i djelatnosti.

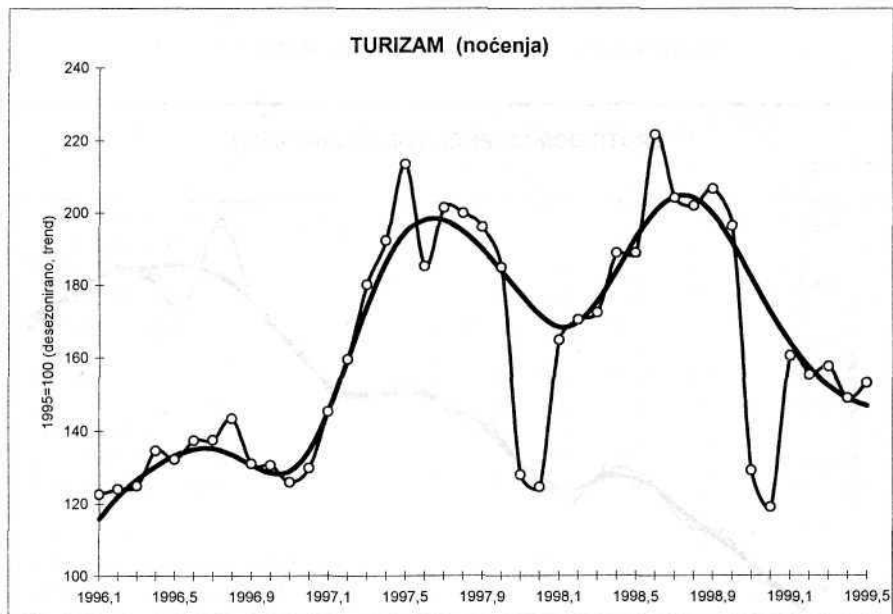
Nakon pada u drugoj polovini prošle i u prvom tromjesečju ove godine, ukupna industrijska proizvodnja počinje rasti po trendnoj stopi od 0.8% mjesečno, ali je njezina prosječna razina u razdoblju siječanj-lipanj još uvijek za 1.8% niža nego u istom razdoblju prošle godine i za 2.0% sezonski niža od prošlogodišnjeg prosjeka. Uz kontinuitet povećanja opskrbe električnom energijom, plinom i toplom vodom, takva promjena u agregatnom kretanju industrijske proizvodnje dominantno je rezultat zaustavljanja pada proizvodnje hrane i kemijskih proizvoda do kojeg dolazi na razinama za 8.2 i 6.8% nižim nego u prvih šest mjeseci prošle godine te za 5.3 i 0.2% sezonski nižim od prosječnih u 1998. godini. Od ostalih izvozno značajnijih grana, postojan rast ostvaruje proizvodnja prometnih sredstava (12.0% u odnosu na prvih šest mjeseci i 8.8% sezonski u odnosu na prošlogodišnji prosjek) te - uz visoke oscilacije - proizvodnja naftnih derivata (13.0 i 10.6%), dok se proizvodnja odjeće i proizvodnja namještaja smanjuju, unatoč zadržavanju prošlogodišnje razine izvoza, i njihove su sezonske razine u prvih šest mjeseci ove u odnosu na prosjek prošle godine niže za 6.6 i za 5.6%.

Uz nastavak takvih tendencija, ukupna razina industrijske proizvodnje bila bi u 1999. godini za 1.5-2% niža nego u 1998. godini, u čemu proizvodnja u prerađivačkoj industriji niža za oko 3%. U tim okvirima kreće se i aktivnost u građevinarstvu čija je sezonska razina u prva četiri mjeseca niža od prošlogodišnje za 2.5.



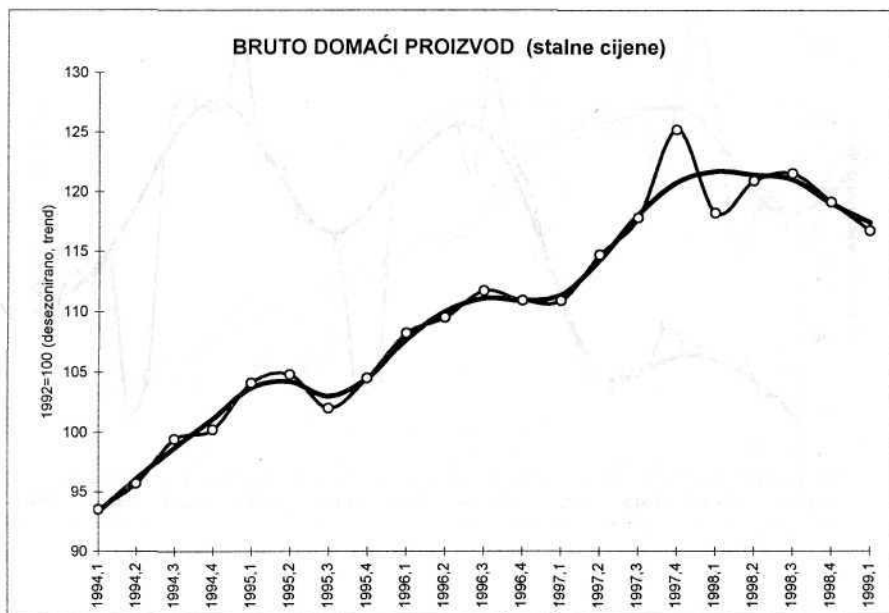
Nakon što je već krajem 1998. i u prvom tromjesečju 1999. godine došlo do pada prometa za 10% u odnosu ista razdoblja prethodnih godina, događaji na Kosovu rezultirali su smanjenjem broja turističkih noćenja tijekom mjeseca travnja i svibnja ove prema istim mjesecima prošle godine za 20%, tako da je ukupan broj turističkih noćenja u prvih pet ovogodišnjih mjeseci manji za 16.9%. U tome je broj noćenja inozemnih turista manji za 20.0%, a domaćih turista manji za 11.5%, dok je - promatrano regionalno - broj noćenja u Primorsko-goranskoj i u Istarskoj županiji manji za 16.7%, a u dalmatinskim županijama manji za 24.4%. Parcijalni podaci o kretanju broja gostiju tijekom lipnja i u prvoj polovini srpnja upućuju da će pad broja noćenja u glavnoj sezoni biti manje izražen nego u prethodna dva mjeseca, ali s obzirom da na njega ne utječu samo neekonomski razlozi, ukupan pad broja noćenja mogao bi u 1999. godini iznositi oko 15%.





To će se odraziti i na saobraćaj, gdje je prometni učinak u prvom tromjesečju za 8% manji nego u istom razdoblju prošle godine, kao i na promet u trgovini na malo koji je u razdoblju siječanj-svibanj realno manji od prošlogodišnjeg u istom razdoblju za 7.9% te, desezonirano, za 6.9% manji od prošlogodišnjeg prosjeka.

Uz takve tendencije u ključnim djelatnostima, bruto domaći proizvod koji je u prvom tromjesečju 1999. godine bio realno za 1.7% manji nego u istom razdoblju prošle godine i za 2.7% desezonirano manji od prošlogodišnjeg prosjeka, mogao bi u cijeloj 1999. u odnosu na 1998. godinu biti manji za 1.5-2%.

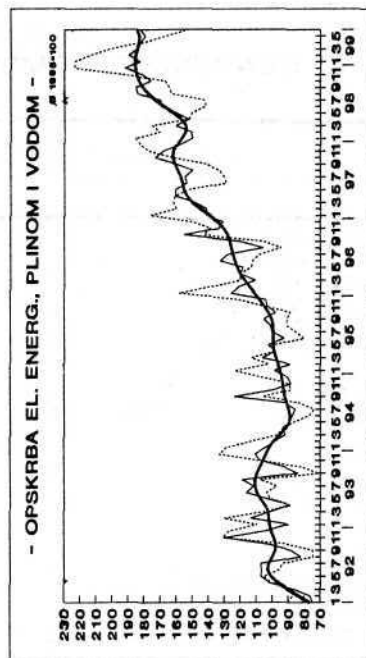
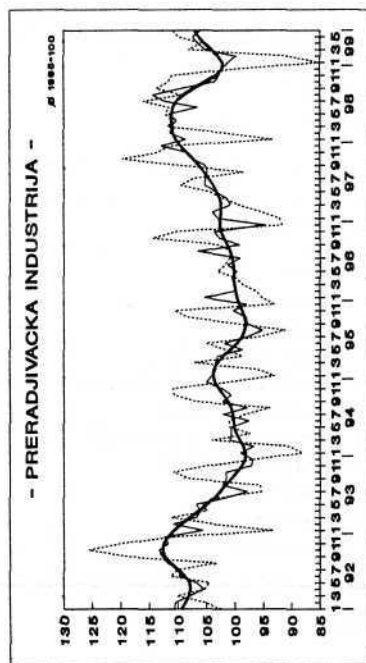
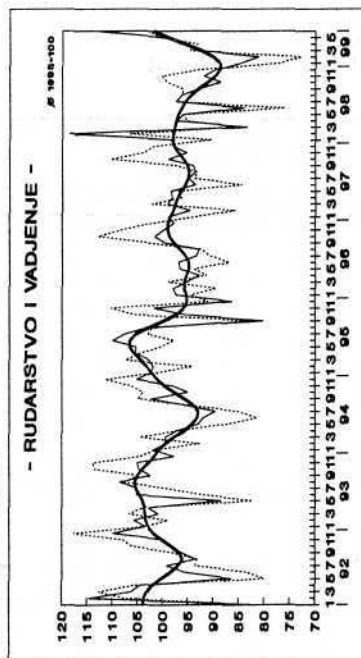
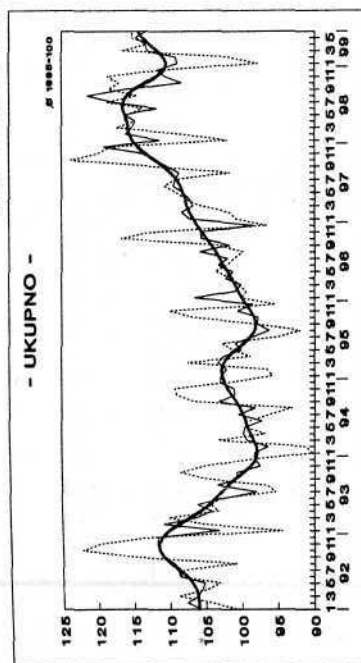


Tablica 4  
OSNOVNI EKONOMSKI POKAZATELJI

	1995.	1996.	1997.	1998.	1999. 1 - 5	1999. prog.
	Stope realnih međugodišnjih promjena					
Bruto domaći proizvod	6.8	6.0	6.5	2.7	-1.7*	-1.5
Industrijska proizvodnja	0.3	3.1	6.8	3.7	-2.6	-2.0
Građevinarstvo	-3.9	9.0	16.6	0.7	-2.6*	-1.5
Turizam (noćenja)	-35.5	66.5	41.3	3.2	-16.9	-15.0
Trgovina na malo (promet)	16.5	3.4	14.9	-0.4	-7.9	-6.0
Izvoz roba (USD)	8.7	-2.6	-7.6	8.9	-8.6	-8.0
Izvoz roba i usluga (USD)	1.3	10.6	2.2	4.3	-1.7*	-8.2
Uvoz roba (USD)	43.6	3.7	16.9	-7.9	-11.1	-11.5
Uvoz roba i usluga (USD)	36.1	6.8	15.0	-6.6	-11.9*	-10.4
Neto novčani primici privrede	9.9	7.0	13.7	-6.0	-6.6	-4.0
Masa neto plaća	39.7	4.1	12.3	5.3	4.8	3.5
Bruto prihodi proračuna i fondova	18.2	10.3	8.4	12.4	-3.2	-0.9
Devizne rezerve, neto (USD. pros.)	77.9	19.7	12.1	7.8	-17.1	-19.1
Raspoloživa deviz. sredstva (USD, prosjek)	56.6	41.1	14.7	6.2	-15.7	-16.6
Primarni novac (prosijek)	59.6	26.0	20.0	1.9	-8.6	-6.9
Novčana masa (prosijek)	37.7	20.4	23.0	1.8	-6.4	-3.7
Ukupna likvidna sredstva (prosijek)	36.0	42.5	39.1	14.5	3.5	1.1
Cijene na malo (prosijek)	2.0	3.5	3.6	5.7	3.5	4.1
Tečaj USD (prosijek)	-14.2	1.1	9.9	-2.6	4.5	7.9
Tečaj DEM (prosijek)	-2.8	-4.5	-5.0	-3.5	4.7	2.5
	Nominalni pokazatelji					
Bruto domaći proizvod (mil. USD)	18811	19872	19947	21320	4902*	19960
Izvoz roba (mil. USD)	4633	4512	4171	4541	1666	4180
Uvoz roba (mil. USD)	7510	7788	9104	8383	2980	7420
Izvoz roba i usluga (mil. USD)	7252	8024	8200	8577	1611*	7870
Uvoz roba i usluga (mil. USD)	9282	9911	10402	10663	2173*	9550
Saldo tekućih transakcija (mil. USD)	-1284	-858	-2434	-1543	-487*	-1480
Raspoloživa dev. sredstva (mil.USD, kraj razd.)	3265	4306	4872	4765	4070	4050
Inozemni dug (mil. USD, kraj razdoblja)	3336	4808	6662	8489	8674*	9100
Saldo konsolidir. proračuna (postotak od BDP)	-0.9	-0.4	-1.3	0.7	-1.6*	-1.0
Kamatna stopa (prosječna, godišnja)	20.3	22.5	15.5	15.8	16.4	16.5
Tečaj DEM (kraj razdoblja)	3.71	3.56	3.51	3.74	3.88	3.88
Tečaj USD (kraj razdoblja)	5.32	5.54	6.30	6.25	7.26	7.30
Stope nezaposlenosti (pros.)	14.5	16.4	17.5	17.6	19.2	19.2

\* siječanj-ožujak

## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

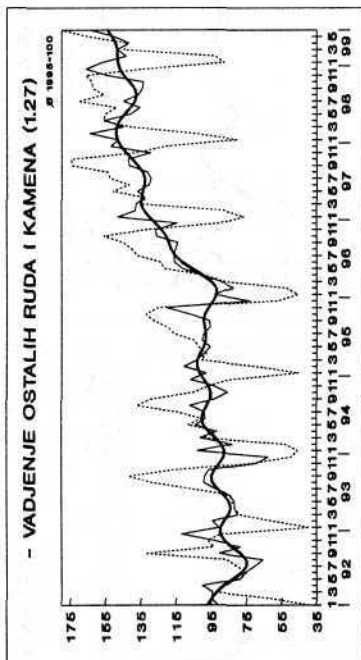
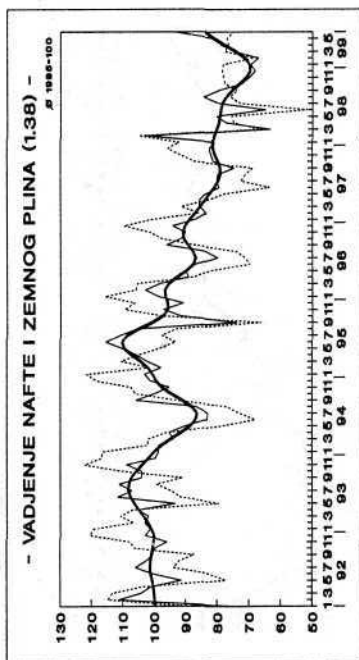
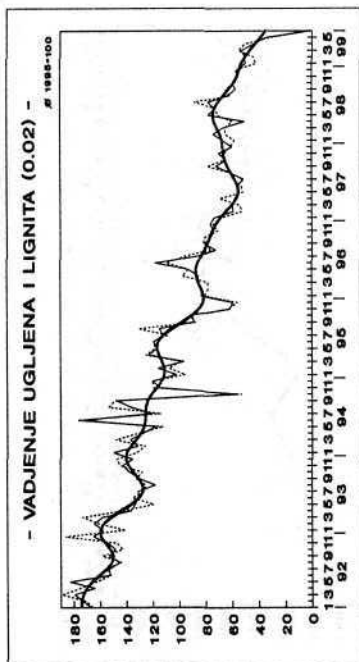


..... ORIGINALNI PODACI

- DESEZONIRANO

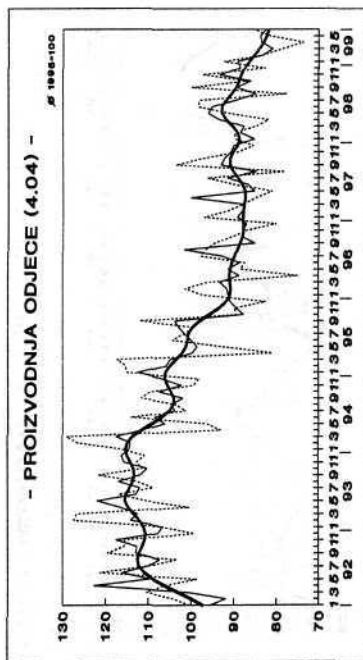
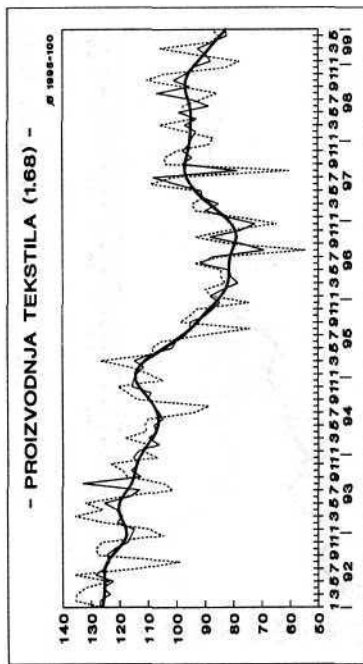
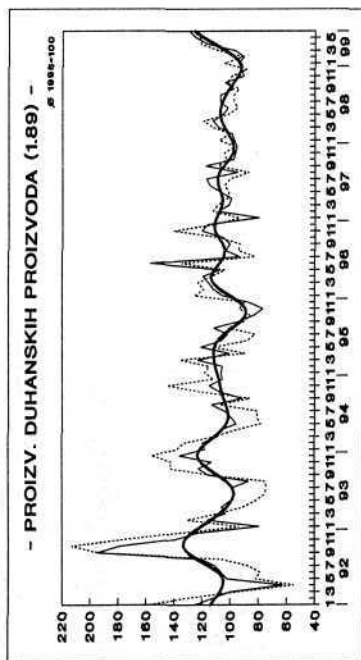
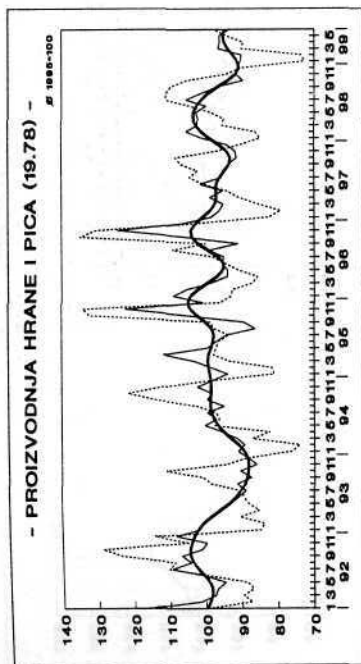
- TREND-CIKLUS

## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



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

## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

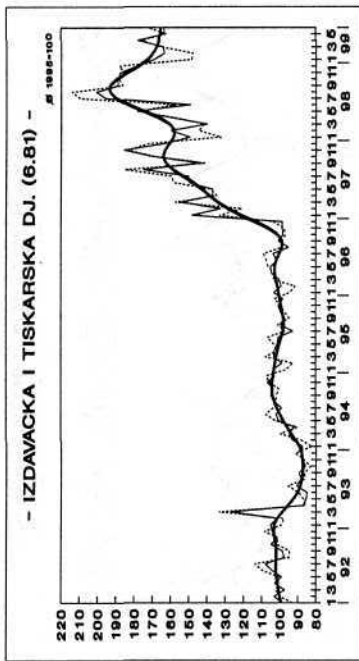
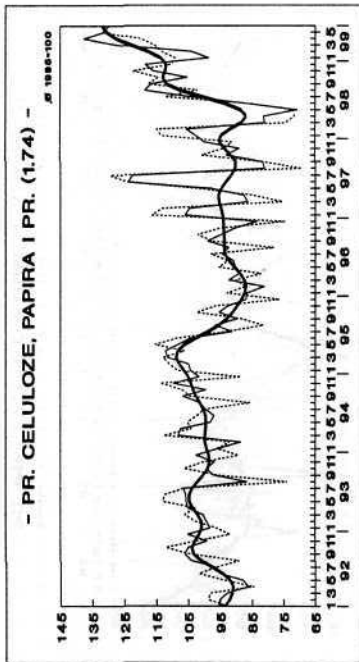
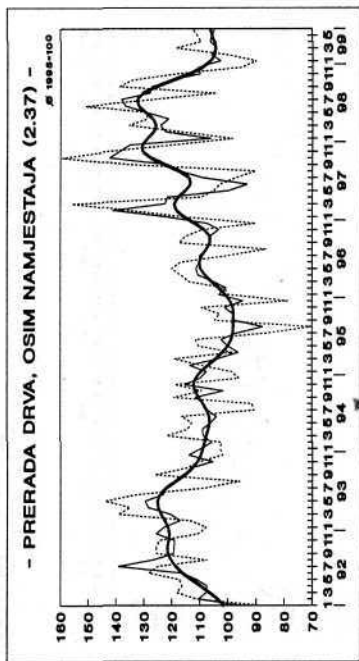
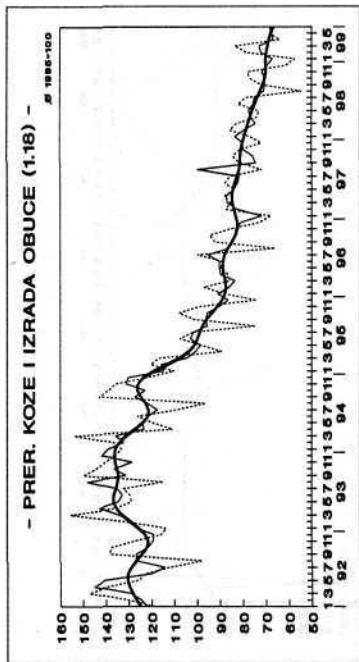


..... ORIGINALNI PODACI

— DESEZONIRANO

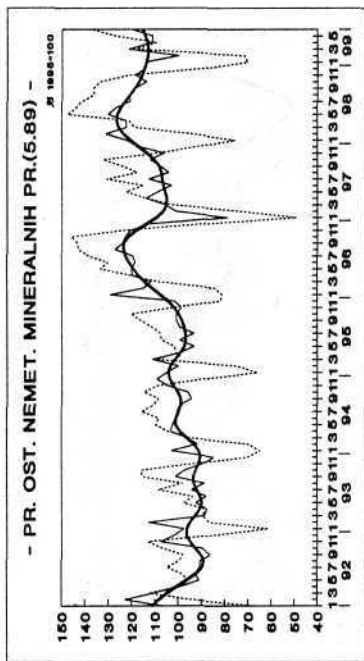
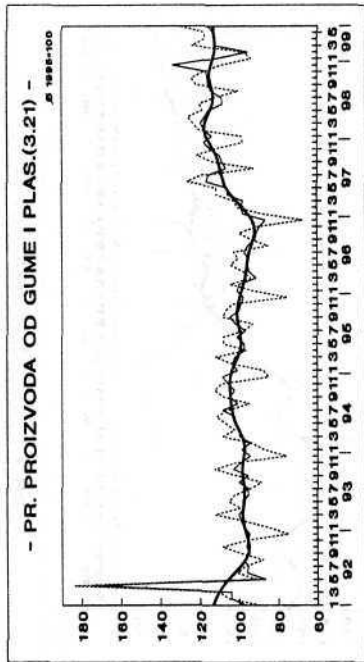
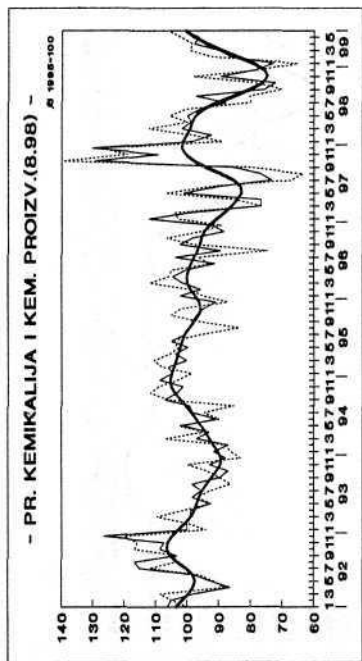
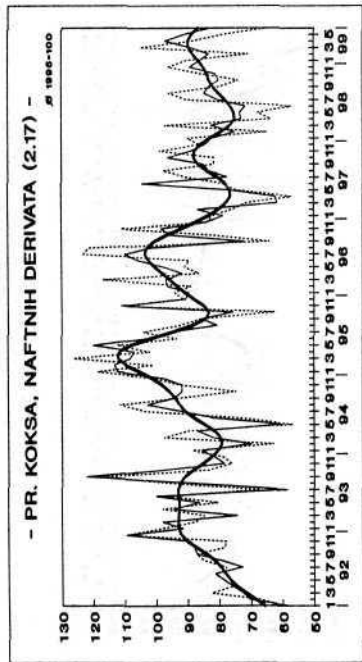
—— TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



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

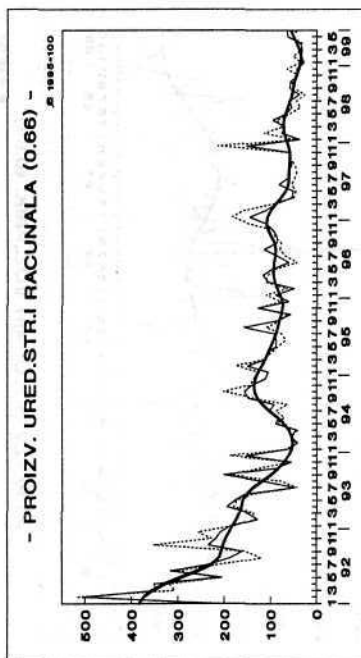
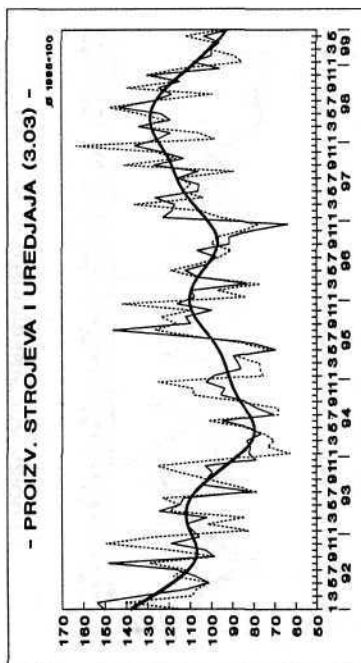
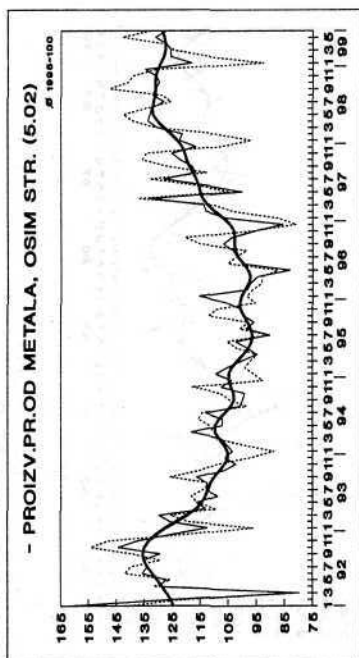
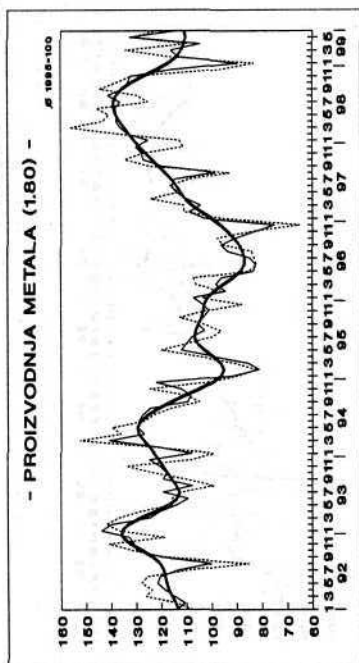
## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



..... ORIGINALNI PODACI      — TREND-CIKLUS



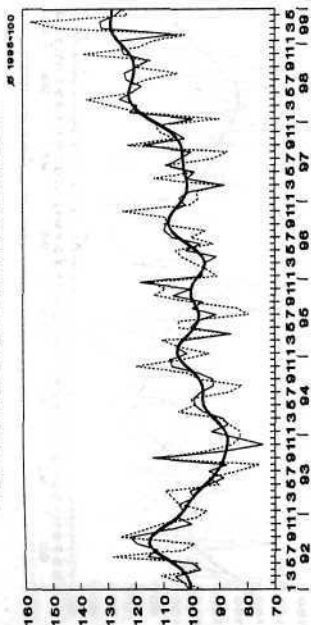
## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



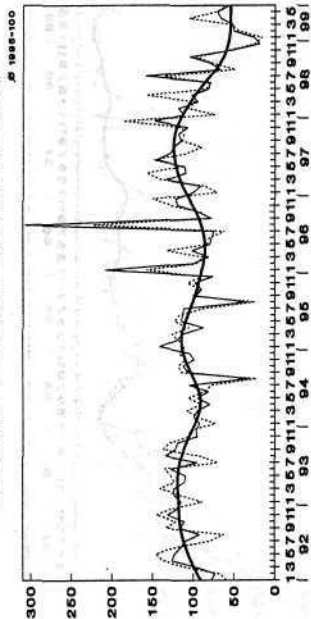
..... ORIGINALNI PODACI      — DESEZONIRANO      — TREND-CIKLUS

## INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

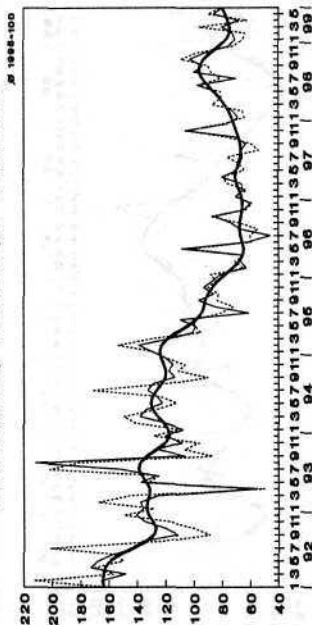
- PROIZV. EL. STR. I APARATA (4.23) -



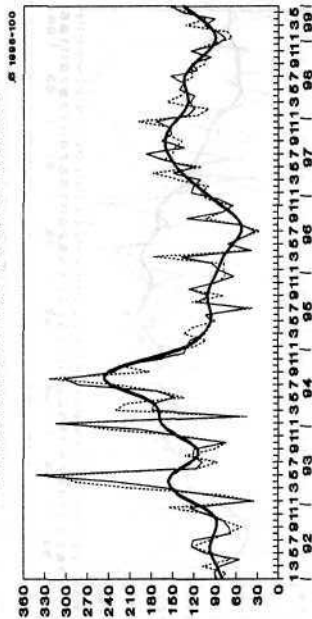
- PROIZV.RTV I KOMUNIK. APARATA (1.93) -



- PROIZV.MED.,PRECIZNIH,OPT.INS.(0.56) -

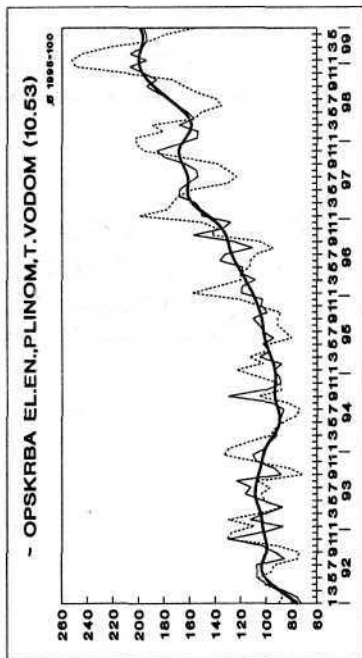
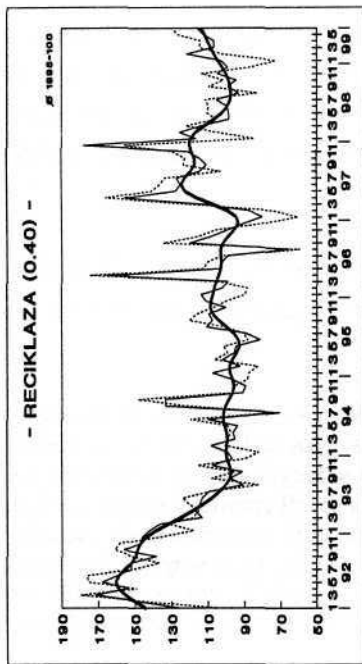
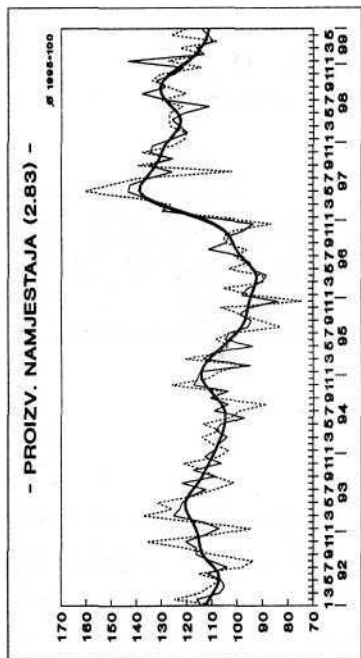
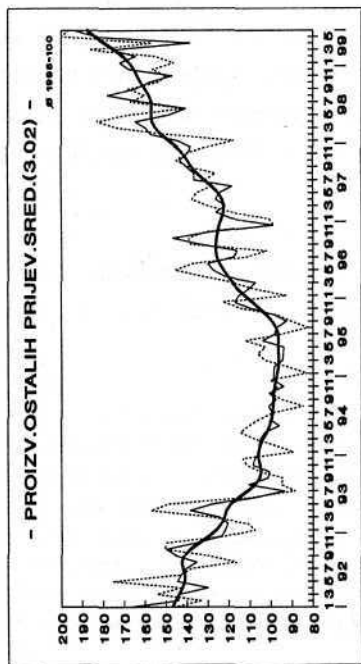


- PROIZV.MOTORNIH VOZ.,PRIK.(0.66) -



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

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



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