

## I. NOVI IZAZOVI

Dvije godine od implementacije antiinflacijskog programa, hrvatska ekonomija ponovo ulazi u situaciju koja traži aktivne poteze ekonomske politike u funkciji znatnog poboljšanja općih performanci njenog funkcioniranja. Dijelom to je logična posljedica u međuvremenu izmijenjenih ekonomskih i geopolitičkih okolnosti koje postavljaju nove preferencije pred ekonomsku politiku, ali dijelom proizlazi i iz iscrpljivanja početnih efekata pozitivnog djelovanja antiinflacijskog programa na financijski i realni sektor nacionalne ekonomije i otuda formiranja kratkoročnih tendencija, čiji nastavak nije komplementaran s tim preferencijama. Izmijeniti te tendencije sukladno izmijenjenim okolnostima i novim preferencijama i zatim ih dugoročnije učvrstiti, postaje tako temeljna preokupacija ekonomske politike u sadašnjem trenutku. Od nekadašnjeg zaustavljanja hiperinflacije uz podnošljive ekonomske i socijalne troškove, cilj te politike transformira se u mnogo suptilniji i višedimenzionalniji zahtjev za induciranje privrednog rasta primjerenog potrebama obnove i razvoja zemlje uz zadržavanje niske inflacije.

Time ne samo da se širi horizont ekonomske politike, već se i osnovni kratkoročni cilj njenog prethodnog djelovanja (niska inflacija) sada uzima kao trajna pretpostavka i uvjet za ostvarivanje osnovnog dugoročnog cilja (privrednog rasta), pretpostavljajući da realno ne postoji trade-off između tih dvaju ekonomskih fenomena. Iskustva mnogih zemalja jasno pokazuju da je to zaista slučaj u dugom roku, ali i da ne mora biti u kratkom roku, posebno ne u razdoblju kada se cjelokupna ekonomija tek mora preorijentirati s modaliteta funkcioniranja u uvjetima visoke na modalitete funkcioniranja u uvjetima niske inflacije, ili općenito s tzv. "soft budget constraint" na "hard budget constraint". I to ne pri nekoj "poželjnoj" početnoj razini cijena, odnosno pri "poželjnim" relativnim cijenama, već pri cijenama koje su objektivno zatečene u trenutku zaustavljanja visoke inflacije i koje se postupno mogu mijenjati samo na način i intenzitetom koji neće pokrenuti spiralu opće inflacije.

*Da bi u takvim uvjetima mogla rasti, nacionalna ekonomija mora uspostaviti takve odnose između ključnih ekonomskih kategorija i sektora, koje će tendirati prema dinamičkoj ravnoteži sistema uz takav stupanj njegove globalne efikasnosti uz koji će se pri datoj razini cijena moći kontinuirano formirati neto štednja kao temeljna pretpostavka reprodukcije kapitala i privrednog rasta. Za zemlju koja je izašla iz hiperinflacije opterećena ratom i tranzicijskom krizom, to nije lako ostvariti u kratkom roku.*

*Uspješnom implementacijom antiinflacijskog programa, cijene roba i faktora početno su zaustavljene na razinama na kojima su se zatekle djelovanjem hiperinflacijske stihije, koja se različito manifestirala na parcijalnim tržištima roba, novca, deviza, rada i (fragmentarno) kapitala, autonomno i povezano s odgovarajućim administrativnim utjecajem na formiranje nekih od tih cijena. Te cijene su zatim održavane ili mijenjane sukladno razvoju prilika na tim tržištima, na koje prilike se - uz različite početne parcijalne determinante - na različit način i različitim intenzitetom odražavao i opći smjer djelovanja antiinflacijske politike.*

*Kao rezultanta svih tih različitosti, u praksi je zadržana stabilnost početne razine cijena na tržištu roba i na deviznom tržištu, ali je istodobno značajno realno porasla cijena novca i bruto cijena rada, a s njima i troškovi domaćih faktora. Dio tog povećanja relativno je neutraliziran globalnom eliminacijom inflacijskog oporezivanja novčanih prihoda od prodaje roba i usluga, ali je dio ostao da se neutralizira jedino povećanom efikasnošću upotrebe tih faktora, kako bi se pri nižim relativnim cijenama na tržištima roba i deviza omogućilo formiranje štednje.*

*Tijekom prve godine dana nakon zaustavljanja hiperinflacije taj je problem uglavnom bio prikriven efektima remonetizacije nacionalne ekonomije i resupstitucije deviza nacionalnom valutom kojima je u biti inozemna akumulacija multiplicirana i transferirana u domaće novčane tokove, omogućujući opći rast dohodaka i domaće agregatne potražnje. Kako s obzirom na niske početne razine domaće platežno sposobne potražnje i količine domaćeg novca u opticaju u odnosu na postojeću*

razinu ponude roba i deviza, intenzitet tog procesa nije ugrožavao stabilnost cijena, on se izravno prenio i na domaću proizvodnju, i u realnom i u financijskom pogledu, omogućujući i po toj osnovi financiranje povećanih troškova novca i bruto troškova rada.

Sve to stvaralo je, međutim, samo privid da nacionalna ekonomija teži prema ravnoteži pri postojećoj razini i pri postojećim odnosima relativnih cijena i da je otuda moguće održavati privredni rast bez značajnijeg prethodnog povećanja njene globalne efikasnosti, odnosno da će se ta efikasnost postupno povećavati usporedo s privrednim rastom. Otuda, kada su se krajem 1994. godine počele smanjivati realne osnove remonetizacije, te kada je sama ekonomska politika počela ograničavati prirast ponude novca kako daljnji rast potražnje ne bi doveo do porasta cijena roba i deviza, pokazalo se da postojeća efikasnost ne samo da nije dostatna da generira impulse daljnjeg privrednog rasta, već niti da omogući održavanje dostignute razine proizvodnje pri postojećim odnosima cijena. Realno povećani troškovi u odnosu na ostvaren rast proizvodnje i prihode od prodaje roba i usluga dovode u uvjetima usporenog prirasta ponude novca, do pojave problema nelikvidnosti, a s njime i daljnjeg rasta cijene novca.

Sukladno tome prestaje rasti i domaća agregatna potražnja, pri čemu se relativno sve veći njen dio usmjerava prema uvoznim proizvodima, čija relativna cijena nije prethodno pratila realni rast domaćih dohodaka. Štoviše, kako je u trenutku zaustavljanja hiperinflacije početni tečaj na deviznom tržištu uspostavljen u uvjetima visoke supstituiranosti domaćeg novca devizama koji je inducirao relativni višak ponude pojačavajući efekte realne aprecijacije tečaja do koje je došlo tijekom razdoblja hiperinflacije, cijene uvoznih proizvoda značajno su relativno niže od cijena domaćih (u većoj mjeri nego što je to bio slučaj prije razdoblja hiperinflacije) istiskujući ove s tržišta. S obzirom da to devizne rezerve omogućuju, raste deficit u robnoj razmjeni s inozemstvom, koji u uvjetima zaustavljenog rasta domaće potražnje počinje predstavljati i izravno ograničenje za plasman

domaćih proizvoda. Uz probleme nelikvidnosti, to se sve izraženije odražava i na proizvodnju. Prestaje njen početni postinflacijski rast i počinje pad - oboje kratkoročno komplementarni s održavanjem niske inflacije, jer upravo vanjskotrgovinski deficit u realnoj i monetarno ograničenje potražnje za devizama u financijskoj sferi, postaju ključno tržišno ograničenje mogućem rastu domaćih cijena.

Iako krajnje pojednostavljen, ovaj scenario odražava suštinu procesa i problema s kojima se hrvatska ekonomija suočava tijekom 1995. godine i koji sve više narušavaju početnu kratkoročnu komplementarnost privrednog rasta i niske inflacije uspostavljenu neposredno nakon zaustavljanja hiperinflacije. Njegovo djelovanje nastavlja se i početkom jeseni, pri čemu događaji neposredno ili posredno vezani uz "Oluju" (rebalans proračuna, slabija turistička sezona, mobilizacija, dodatni vojni i civilni troškovi i drugi) više utječu na intenzitet parcijalnog djelovanja pojedinih njegovih segmenata, nego na opći smjer tog djelovanja. U takvim uvjetima, cijene roba i deviza su i dalje relativno stabilne, domaća potražnja i proizvodnja zadržavaju tendenciju smanjivanja, a deficit u robnoj razmjeni kontinuirano raste, ali se sada javljaju veće oscilacije oko tih globalnih tendencija, koje ukazuju na zaoštavanje odnosa u realnoj i financijskoj sferi njihovih determinanti.

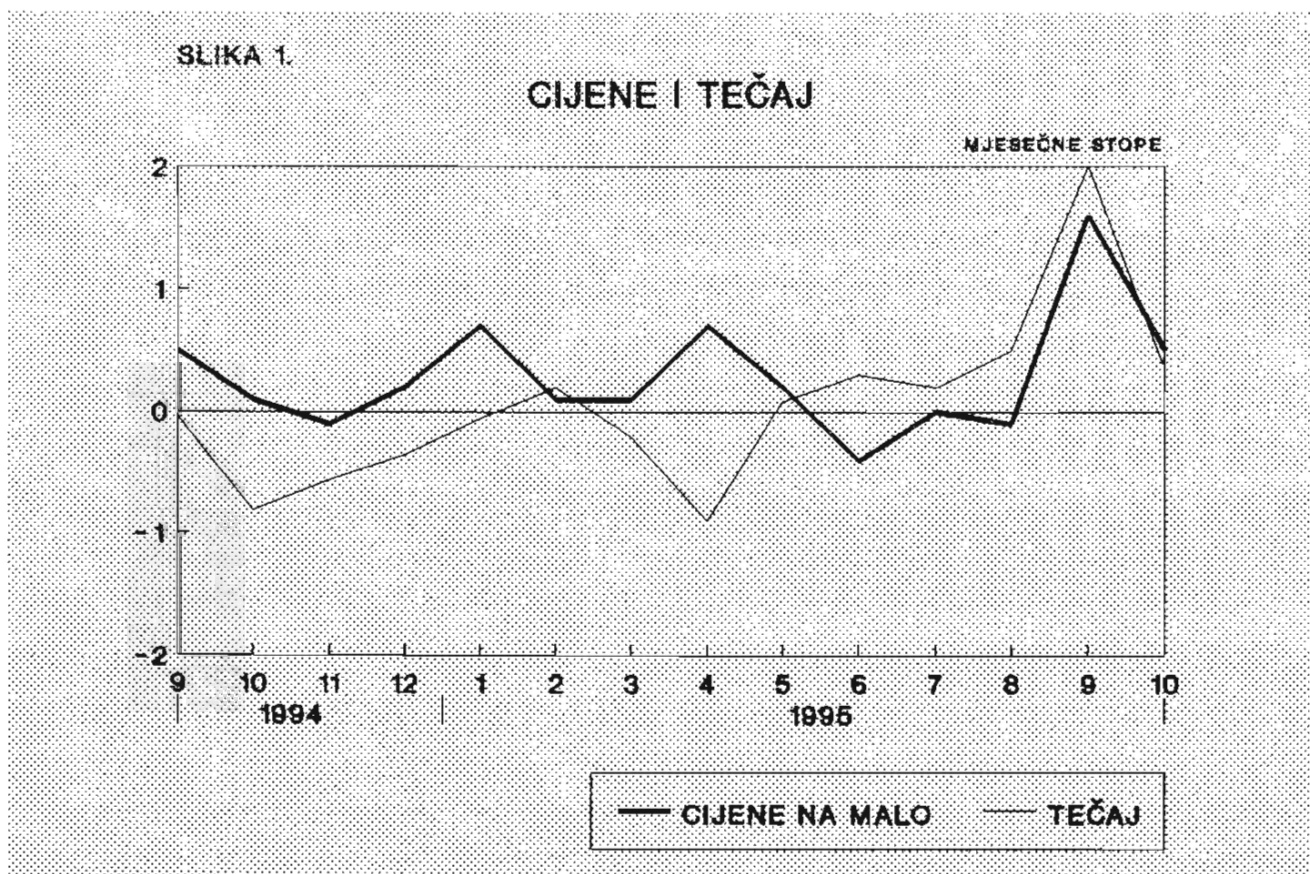
S pomakom od dva mjeseca, u rujnu je tako efektuiran i drugi globalni učinak rebalansa Državnog proračuna. Nakon što je kreditima financirana otplata anuiteta javnog duga po osnovi stare devizne štednje inducirala porast monetarnih agregata tijekom mjeseca srpnja, povećana trošarina na duhanske proizvode, koja je uvedena kao nadomjestak za u Saboru neprihvaćen prijedlog o solidarnoj štednji, prenijela se u rujnu na maloprodajne cijene tih proizvoda koje su porasle za 26%. U takvim uvjetima je (uz rast cijena ostalih roba za 0.8 i usluga za 1.3%) i ukupni agregat cijena na malo povećan u tom mjesecu za 1.9%.

S obzirom da se radilo o jednokratno induciranom i usko rasprostranjenom povećanju cijena izvan osnovnog konteksta njihove globalne determiniranosti, situacija se smirila već u listopadu kada je agregat cijena na malo povećan za relativno niskih 0.5% i to prvenstveno pod utjecajem sezonske komponente u formiranju cijena poljoprivrednih proizvoda. Iako je i to viša dinamika od dotadašnjeg prosjeka, i nakon nje je razina cijena na malo (kao i troškova života) za samo 3.4% viša u listopadu ove u odnosu na prosinac prošle godine, što i dalje održava stanje niske inflacije.

U okviru toga su, međutim, pored duhanskih proizvoda, čije su cijene u prvih deset mjeseci kumulativno porasle za 31.0%, na ukupan rast cijena u tom razdoblju najviše izravno utjecale cijene usluga koje su porasle za 9.8% pri čemu cijene u prometu za 10.7%, dok su cijene usluga obrazovanja, kulture i razonode (kao element u strukturi troškova života) porasle za 13.7%. Time je došlo i do promjene relativnih cijena u sektoru usluga u odnosu na sektor proizvodnje i realizacije roba, čije cijene su u prvih deset mjeseci ove godine povećane za samo 2.0%, u okviru čega su cijene poljoprivrednih proizvoda smanjene za 4.3%, a uzmu li se u obzir i sezonski poljoprivredni proizvodi to smanjenje iznosi čak 10.8%.

Slična je situacija i na području proizvođačkih cijena industrijskih proizvoda gdje su, pored duhanske industrije, znatnije povećali cijene još samo proizvodnja i prerada papira (9.1%), proizvodnja piljene građe i ploča (8.7%), prerada kaučuka (8.1%) te proizvodnja kamena, šljunka i pijeska (7.4%), nasuprot smanjenju cijena u proizvodnji stočne hrane (-17.1%), crnoj metalurgiji (-16.9%) i metaloprerađivačkoj djelatnosti (-6.7%), dok cijene u ostalim granama osciliraju u rasponu do 5%, rezultirajući ukupnim povećanjem cijena industrijskih proizvoda za 0.6%. Unutar toga su cijene reprodukcijских materijala niže za 0.5%, cijene opreme za 0.7%, a cijene proizvoda za široku potrošnju više su za 2.6% u listopadu ove u odnosu na prosinac prošle godine.

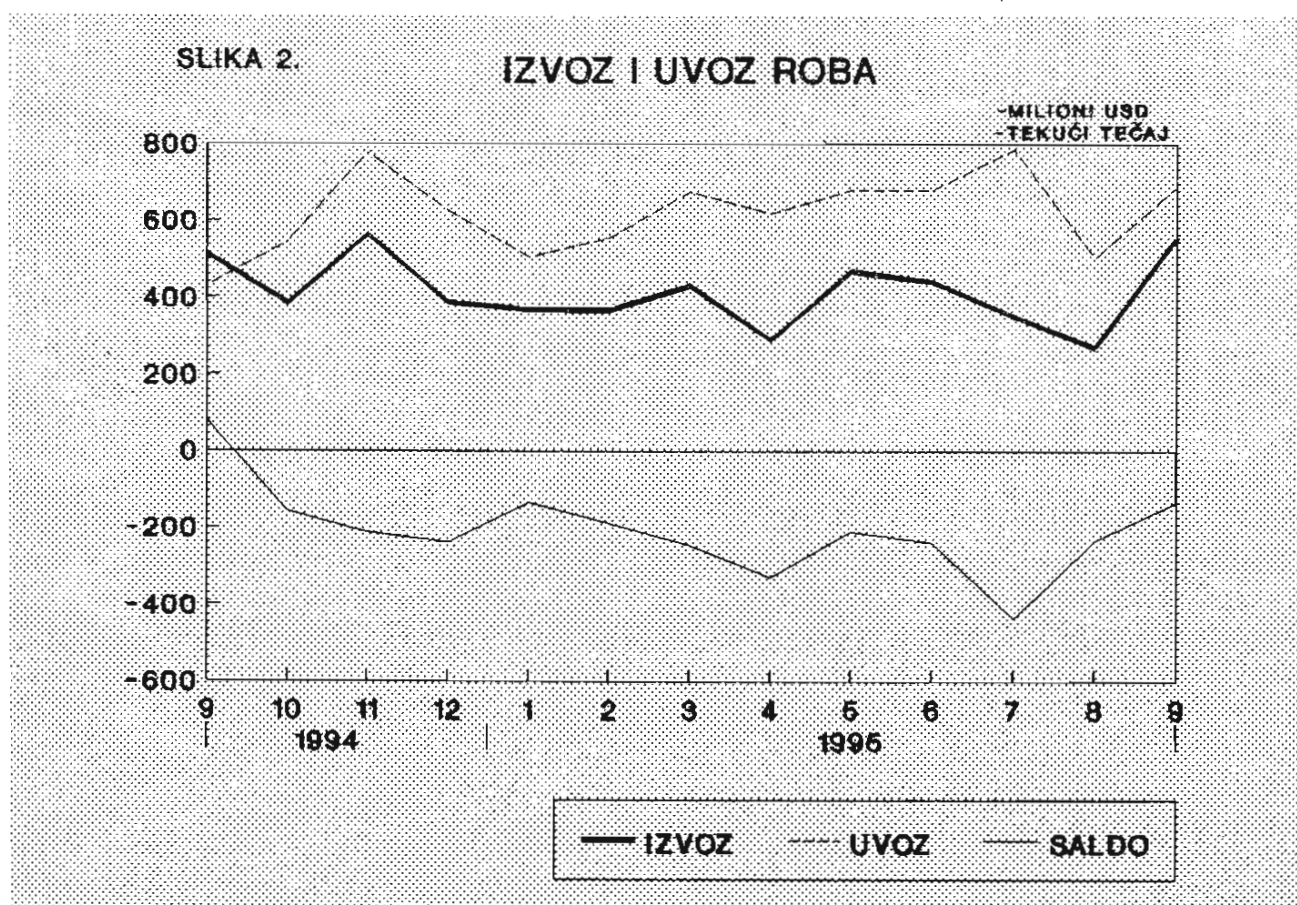
Sve to ukazuje na još uvijek visok stupanj globalne stabilnosti cijena, koja nije bitnije narušena niti u posljednja dva mjeseca. Ako se, naime, isključi utjecaj povećanja cijena duhanskih proizvoda - cijene ostalih industrijskih proizvoda niže su u listopadu ove u odnosu na prosinac prošle godine za 0.2%, dok su cijene na malo bez duhana više za 2.7% u okviru čega cijene roba bez duhanskih proizvoda za samo 1.9%. Kako je istodobno tečaj nominalno deprecirao za 2.5%, takva kretanja još uvijek omogućavaju da inflacija u 1995. godini ostane na godišnjoj razini od oko 5%, bez obzira da li se ona mjeri cijenama roba i usluga na domaćem tržištu ili cijenom deviza.



Međutim, unatoč globalno niske inflacije, cjenovno ponašanje pojedinih dijelova nacionalne ekonomije prilično je različito, povezano s različitim položajem pojedinih proizvoda na tržištu. Dok kod onih gdje postoji snažna konkurencija, posebno iz uvoza, ili je potražnja za njima visoko elastična, cijene uglavnom stagniraju, nadprosječni rast imaju cijene proizvoda, čija je domaća ponuda još uvijek u gotovo monopolskom položaju ili kod kojih je tržišnost ograničenog karaktera, bez obzira da li se

to povećanje cijena realizira neposrednim odlukama proizvođača ili povećanim porezom u strukturi maloprodajnih cijena.

U oba slučaja radi se o cijenama proizvoda, koji su značajni za državu, odnosno za javni sektor u širem smislu, bilo da kao visoko oporezivi predstavljaju izvor prihoda proračuna (duhanski proizvodi), bilo da ih pretežno ili u cijelosti proizvode odnosno pružaju (usluge) poduzeća u vlasništvu države. Pored toga, radi se uglavnom o proizvodima čije promjene cijena nemaju (za razliku od npr. energenata ili osnovnih prehrambenih proizvoda) visoke multiplikativne efekte, pa je i manji rizik da će njihov porast inducirati opći rast cijena, posebno u slučaju njihovog pojedinačnog (jednokratnog), a ne kontinuiranog povećanja. Međutim, i pored toga, ostaje činjenica da su pojedini dijelovi javnog sektora kao proizvođači, a u rujnu i država kao potrošač, imali relativno značajnu izravnu ulogu u profiliranju ovogodišnjeg rasta cijena, poboljšavajući svoj položaj u strukturi primarne raspodjele.



Naravno, da to samo još više povećava troškovne pritiske u nacionalnoj ekonomiji, koji bi se mogli prenijeti na ostale cijene čim oslabe sadašnja ograničenja koja u tom smislu postoje na tržištu. Ona pak dominantno proizlaze iz razvoja ekonomskih odnosa s inozemstvom u njihovom materijalnom i deviznom aspektu.

S tim u vezi, nakon specifičnim razlozima induciranog povećanja uvoza tijekom mjeseca srpnja na razinu od 787 mil. USD i po osnovi toga formiranja robnog deficita u tom mjesecu od čak 435 mil. USD, u kolovozu i rujnu nastavlja se tendencija kretanja uvoza na prosječnoj mjesečnoj razini od oko 600 i izvoza na razini od oko 400 mil. dolara u kojim uvjetima je deficit u robnoj razmjeni s inozemstvom dostigao u razdoblju siječanj-rujan 1995. godine iznos od 2150 mil. USD. To je za 7.2 puta veći deficit nego u istom razdoblju prošle godine i za 2.2 puta veći nego u cijeloj 1994. godini, egzistirajući u svim namjenskim grupama proizvoda i u razmjeni sa svim značajnijim vanjskotrgovinskim partnerima.

**Tabela 1.**

**ROBNA RAZMJENA S INOZEMSTVOM  
U RAZDOBLJU SIJEČANJ-RUJAN 1995.**

	STRUKTURA		SALDO (u mil. USD)	INDEKSI (1995/94)	
	IZVOZ	UVOZ		IZVOZ	UVOZ
UKUPNO	100.0	100.0	-2151	121.2	173.4
REPRODUKCIJA	52.3	55.4	-1303	133.0	167.9
OPREMA	12.6	16.7	-504	105.5	162.9
ŠIROKA POTROŠNJA	35.1	27.9	-343	112.3	193.4
HRANA	7.9	10.3	-307	98.1	208.6
NAFTA	8.3	10.2	-286	117.7	169.0
KEMIJSKI PROIZVODI	17.5	10.8	5	172.5	180.2
PROIZV. SVRST. PO MATER.	14.7	16.9	-442	116.6	210.2
STROJEVI	17.3	25.8	-859	112.8	166.7
RAZNI GOTIVI PROIZVODI	26.3	14.5	105	114.6	176.4
SPECIJALNI PROIZVODI	0.1	6.1	-343	150.2	129.3
EUROPSKA UNIJA	57.9	62.2	-1489	117.8	184.4
ZEMLJE BIVŠE JUGOSLAVIJE	22.2	11.1	156	120.4	182.4
OSTALE ZEMLJE	19.9	26.7	-817	133.3	149.6



Utjecaj tog deficita na razvoj ukupne ekonomske situacije u Hrvatskoj tijekom 1995. godine može se promatrati s dva aspekta. U realnoj sferi, indikativno je da je on formiran pri ukupnoj vrijednosti izvoza od 3542 mil. USD, od čega izvoz na područja izvan bivše Jugoslavije u vrijednosti od 2754 mil. USD, što uz primjenu sezonskog faktora daje godišnju vrijednost tog dijela izvoza od oko 3850 mil. USD. To je 96% vrijednosti izvoza iz predratnog razdoblja. Kako je istodobno bruto domaći proizvod realno niži u 1995. u odnosu na 1990. godinu za oko 34% (izraženo u tekućim vrijednostima dolara), a industrijska proizvodnja niža za 44%, udio robnog izvoza u strukturi bruto domaćeg proizvoda povećan je sa 16% na 23%. Uz sve metodološke probleme vezane uz promjenu međuvalutarnih odnosa te uz razlike između efektivnog tečaja po kojem se prati robna razmjena i tečaja po kojem se obračunava bruto domaći proizvod, to je ipak indikator da je hrvatska ekonomija uglavnom uspjela da u proteklih pet godina pri znatno nižoj razini proizvodnje izvrši relativnu supstituciju dijela izgubljenih tržišta bivše Jugoslavije kao i dijela tržišta Istočne Europe, relativnim povećanjem plasmana proizvoda na zahtijevnija tržišta Europske unije, bez kojeg bi pad domaće proizvodnje bio još izraženiji. Naravno da se to moralo odraziti i na namjensku strukturu izvoza u kojoj je smanjen udio opreme s nekadašnjih preko 20% na oko 13%, a povećan udio izvoza reprodukcijских materijala i tehnološki manje zahtjevne robe za široku potrošnju, gdje je i konkurentnost domaće proizvodnje objektivno veća.

Istodobno, vrijednost uvoza s područja izvan država bivše Jugoslavije iznosi u razdoblju siječanj-rujan 1995. godine 5061 mil. USD (ukupan uvoz iznosi 5693 mil. USD), što desezonirano odgovara godišnjoj vrijednosti od oko 7150 mil. USD koja je za 38% veća nego u 1990. godini, povećavajući svoj udio u bruto domaćem proizvodu sa 21% na 43%.

Time ne samo da je globalno supstituiran nekadašnji uvoz s dijela područja bivše Jugoslavije, a djelomično i iz istočnoeuropskih zemalja, uvozom roba iz Europske unije, već je povećan i nesupstitucijski dio tog uvoza u apsolutnom i još više

u relativnom izrazu. Sukladno tome, a povezano s padom domaće proizvodnje i smanjenjem potrošnje reprodukcijskih materijala, u strukturi ukupnog uvoza povećan je uvoz opreme s 12% na 17%, te robe za široku potrošnju s 26% na 28%, a smanjen udio uvoza reprodukcijskih materijala sa 62% na 55%.

Otuda, promatrano u dugoročnijem kontekstu, sadašnji visok deficit u robnoj razmjeni s inozemstvom u osnovi ne proizlazi iz relativnog smanjenja sklonosti izvozu, već iz povećane sklonosti ka uvozu. Ona je dijelom rezultat smanjenja domaće ponude iz neekonomskih razloga i promjena u strukturi potražnje na domaćem tržištu. Dijelom je logična posljedica niske domaće štednje čiji u investicije usmjereni prirast ne prelazi 5% bruto domaćeg proizvoda, tako da se u sadašnjim uvjetima gotovo dvije trećine ionako niske investicijske aktivnosti u Hrvatskoj financira inozemnom akumulacijom kroz deficit tekućih transakcija platne bilance, koji proizlazi upravo iz robnog deficita. Konačno, dijelom je to nesumnjivo rezultat i značajne realne aprecijacije tečaja tijekom razdoblja hiperinflacije, tako da je današnji tečaj nacionalne valute za čak oko 50% viši od fiksnog tečaja na početku 1990. godine (za oko 10% viši u odnosu na prosječni realni tečaj u 1990. godini) relativno pojeftinjujući uvozne i povećavajući troškove izvoznih proizvoda - oboje izraženo u nacionalnoj valuti.

Kod toga treba, međutim, imati na umu da se u međuvremenu ne samo promijenio mehanizam formiranja tečaja, već i objektivna platnobilančna situacija u kojoj se nalazi Hrvatska kao samostalna država u odnosu na situaciju u kojoj je bila kao dio bivše Jugoslavije. Formalno, struktura platne bilance ostala je slična, ali su se u tome suštinski promijenili efektivni devizni tokovi. Kako više nema međurepubličkih deviznih transakcija i transfera i kako ostvaren devizni priliv efektivno ostaje u Hrvatskoj ili iz nje odlazi po osnovi plaćanja prema inozemstvu, izmijenjena je njena stvarna devizna pozicija u odnosu na nekadašnje stanje u smislu relativnog povećanja efektivnog deviznog priliva i relativnog smanjenja efektivnog deviznog odliva. Zbog toga, kad je napušten mehanizam administrativnog formiranja tečaja i kada

je to prepušteno tržištu, i logično je da se javila tendencija aprecijacije realnog tečaja u odnosu na njegovu prethodnu administrativno određenu razinu - i prema tečaju iz bivše Jugoslavije i prema tečaju koji je utvrđen u trenutku osamostaljenja Hrvatske.

To, naravno, ne znači da je efektivno izvršena aprecijacija realnog tečaja tijekom razdoblja hiperinflacije i neposredno nakon implementacije antiinflacijskog programa isključivo bila tržišnog karaktera. Naprotiv, ona je tijekom hiperinflacije prvenstveno bila rezultat visokih inflacijskih očekivanja, koja su nadilazila efekte administrativnih pokušaja indeksacije tečaja do listopada 1993. godine, a zatim procesa resupstitucije deviza nacionalnom valutom, ali je stabilizacija tečaja na tržištu nakon toga u značajnoj mjeri rezultat upravo takvih odnosa. U takvim uvjetima devizno tržište ne samo da nije bitnije reagiralo na brzu remonetizaciju nacionalne ekonomije tijekom 1994. godine, već niti na pojavu navedenog deficita u robnoj razmjeni tijekom 1995. godine. Razlog tome leži u činjenici da unatoč tom deficitu devizne rezerve centralne banke kao saldo ukupnih transakcija platne bilance i dalje rastu (u prvih deset mjeseci ove godine porasle su za 539 mil. USD), što znači da je platna bilanca uspjela u tom razdoblju apsorbirati robni deficit, a da to nije dovelo do neravnoteže na deviznom tržištu, koja bi inducirala porast cijena ili zahtijevala jaču intervenciju centralne banke na strani ponude.

Istodobno, međutim, treba imati na umu i da je već u prvom polugodištu 1995. godine robni deficit dostigao razmjere (1348 mil. USD) koje nije bilo moguće pokriti neto izvozom usluga i transferima, tako da je u tekućim transakcijama platne bilance ostvaren deficit od 817 mil. USD, nasuprot suficitu u istom razdoblju prošle godine od 120 mil. USD. Od toga, 63% (512 mil. USD) financirano je neto zaduživanjem u inozemstvu i otkupom deviza od strane poslovnih banaka, dok je 37% tog deficita kao i svih 421 mil. USD povećanja deviznih rezervi centralne banke u tom razdoblju pokriveno prihodnom stavkom koja se standardno zove "neto greške i propusti". Riječ je zapravo o deviznim

transakcijama koje nisu precizno statistički razvrstane, a iza kojih često stoje različiti oblici dužničkih odnosa i odgode plaćanja, koje su podložne velikim kratkoročnim oscilacijama.

**Tabela 2.**

**PLATNA BILANCA REPUBLIKE HRVATSKE  
U RAZDOBLJU SIJEČANJ-LIPANJ 1995.**

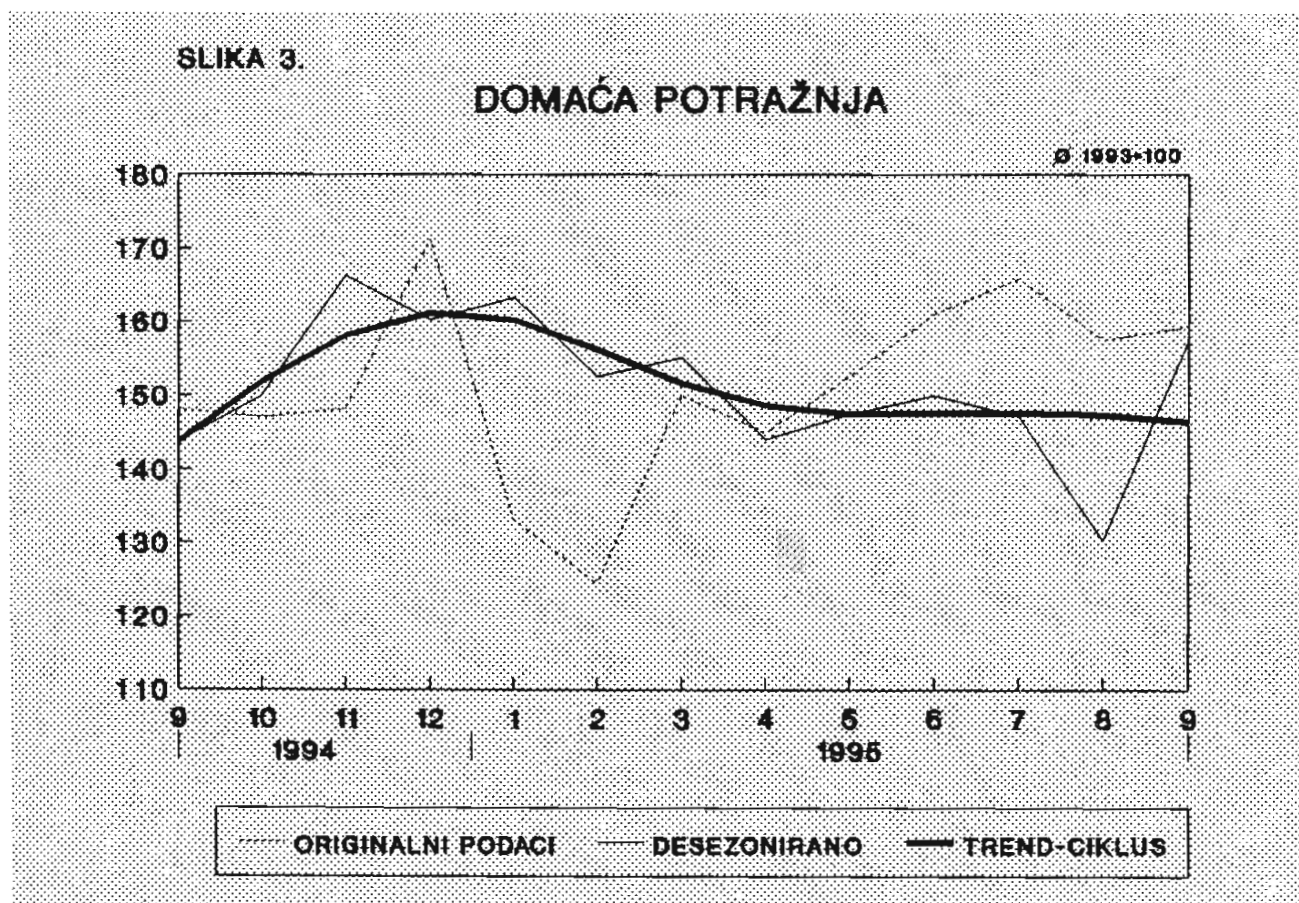
- u mil. USD

	PRIHODI	IZDACI	SALDO	INDEKSI (1995/94)		
				PRIHODI	IZDACI	SALDO
<b>A. TEKUĆE TRANSAKCIJE</b>	4066	4883	-817	145.6	182.7	-680.8
1. Robe	2365	3713	-1348	151.7	200.6	460.1
2. Usluge	1258	965	293	134.4	154.9	93.6
3. Dohodak	78	124	-46	216.7	91.9	46.5
4. Transferi	365	81	284	139.3	126.6	144.2
<b>B. FINANCIJSKE TRANSAKCIJE</b>	726	214	512	230.5	139.0	318.0
1. Izravne investicije	39	-	39	100.0	-	100.0
2. Ostale investicije	687	214	473	248.9	139.0	387.8
<b>C. DEVIZNE REZERVE*</b>	-	421	-421	-	168.4	168.4
<b>D. NETO GREŠKE I PROPUSTI</b>	727	-	727	-	-	-

\* (-) znači povećanje

Zato, iako rast deviznih rezervi i dalje upućuje na stabilnost platnobilančnih odnosa, modaliteti financiranja ne samo tog rasta, već i dijela deficita u razmjeni roba i usluga iz kratkoročnih i nestabilnih izvora, ukazuju i na sve probleme koji mogu proizaći iz nastavka visokog akumuliranja robnog deficita i u pogledu stabilnosti tečaja i domaćih cijena i u pogledu njegovog utjecaja na mogućnost rasta realizacije domaćih proizvoda pri postojećoj razini njihovih cijena i troškova. Pri tome, kratkoročni problemi su objektivno manji na području održavanja stabilnosti tečaja, gdje devizne rezerve centralne banke od 1905 mil. USD omogućuju intervencije na tržištu, gdje su povećane mogućnosti korištenja inozemnih komercijalnih kredita i gdje uvijek ostaje i mogućnost da se stabilnost tečaja brani i ograničavanjem ponude domaćeg novca, dok se na području realizacije domaćih proizvoda javlja puno teži problem povećanja konkurentnosti, odnosno prilagođavanja troškova proizvodnje datoj razini tečaja.

Sredinom 1995. godine taj je problem još više izražen uslijed slabijih rezultata turističke sezone (broj noćenja inozemnih turista manji je u razdoblju siječanj-rujan ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 46%), čime je izostalo uobičajeno sezonsko povećanje potražnje za pretežno domaćim proizvodima namijenjenim širokoj potrošnji. Usporedo s financijskim problemima privrede koji rastu unatoč činjenice da je (i pored smanjenja u rujnu za 5.4%) u prvih devet ovogodišnjih mjeseci novčana masa porasla za 25.3% u okviru čega depozitni novac za 28.3%, to je rezultiralo nastavkom tendencije smanjivanja izdataka stanovništva za robe i usluge na domaćem tržištu, čija trendna vrijednost je u rujnu ove za 8.8% niža od postinflacijskog maksimuma iz prosinca prošle godine, determinirajući i smanjenje trendne vrijednosti ukupne efektivne potražnje na domaćem tržištu u tom razdoblju za 9.2%.

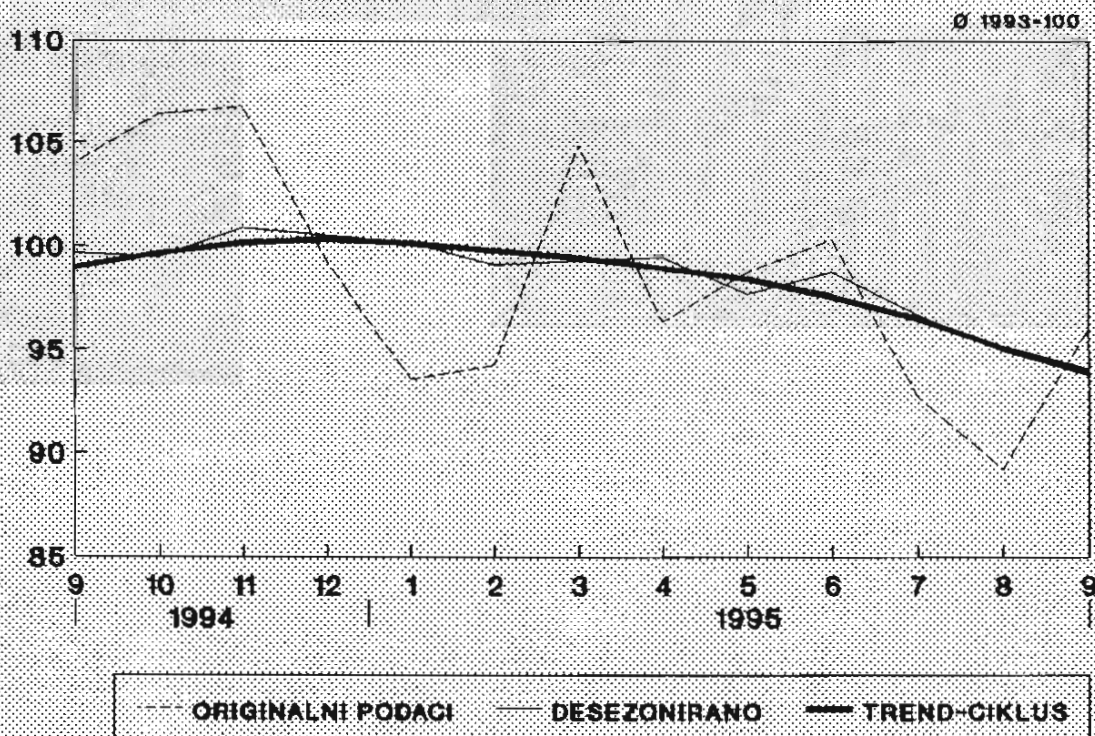


U takvim uvjetima, nadovezujući se na visoki deficit u razmjeni roba i usluga s inozemstvom, trendna vrijednost efektivno naplaćene realizacije bruto domaćeg proizvoda smanjena je

tijekom razdoblja siječanj-rujan 1995. godine za 17.2% čime je gotovo u potpunosti neutraliziran njen rast u drugoj polovini 1994. godine kada su realni efekti remonetizacije bili najizraženiji. Slične tendencije, samo uz manje oscilacije, ima i industrijska proizvodnja koja se nastavlja smanjivati i čija desezonirana razina je u rujnu za 1.7% niža nego u kolovozu, za 3.1% niža nego u srpnju i za 7.1% niža od njenog postinflacijskog maksimuma ostvarenog u studenom 1994. godine (trendna vrijednost je u tom razdoblju smanjena za 6.2%). Samo zahvaljujući rastu u drugoj polovini prošle godine i po toj osnovi pozitivnom statističkom prijenosu razine proizvodnje u ovu godinu od oko 3%, prosječna mjesečna desezonirana razina industrijske proizvodnje u razdoblju siječanj-rujan još je uvijek za 0.4% viša od prošlogodišnjeg prosjeka (u samom rujnu je od tog prosjeka niža za 3.7%), ali s tendencijom da u cijeloj 1995. godini bude ukupno niža nego u 1994. godini.

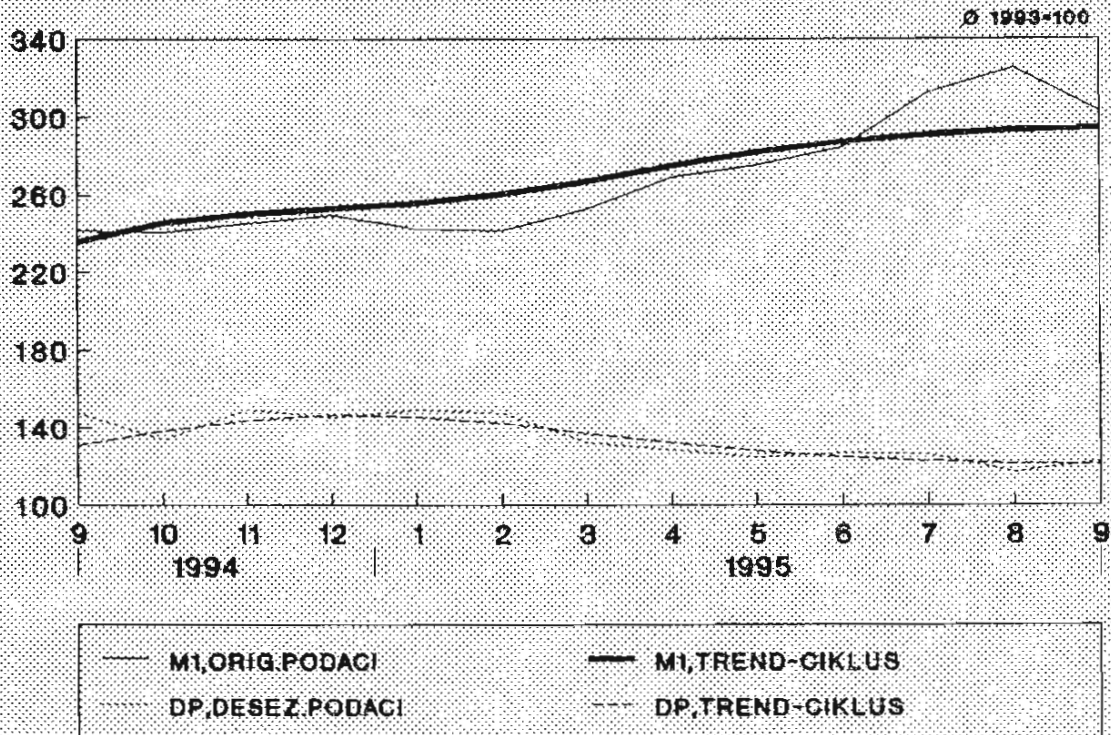
SLIKA 4.

### INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



SLIKA 5.

## NOVČANA MASA I BDP



Sve to samo pokazuje kako aktualna konstelacija odnosa ključnih kategorija u hrvatskoj ekonomiji ni statički niti dinamički nije posebno pogodna da bi se unutar nje autonomno formirali snažniji kratkoročni impulsi privrednom rastu uz istodobno zadržavanje relativne stabilnosti cijena na njihovoj postojećoj razini. Tome je nekoliko ograničenja. Loša financijska struktura privrede, visoka porezna presija i snažna uvozna konkurencija bitno otežavaju efektuiranje prirasta ponude novca u prirast domaće ponude roba i usluga. Transferima akumulirane devizne rezerve omogućuju održavanje stabilnosti tečaja na deviznom tržištu na razini koja ne pokriva razliku između postojeće domaće i svjetske proizvodnosti rada kod značajnog dijela i izvoznih i uvoznih proizvoda. Zbog niske razine dohotka, niska je granična sklonost štednji, a zbog visokih kamatnih stopa i granična sklonost investicijama. Kvaliteta, asortiman, uvjeti prodaje i tehnološka razina proizvodnje predstavljaju dodatnu zapreku snažnije ekspanzije robnog izvoza na zahtjevnija tržišta, a sve više i ograničenje mogućnosti plasmana dijela proizvoda na domaće tržište.

*S druge strane, ne mogu se očekivati ni brzi učinci aktiviranja faktora koji mogu neutralizirati dio navedenih ograničenja (integracija kapaciteta i proizvodnih bogatstava oslobođenih područja u ekonomski sustav zemlje, obnova tih područja, izravna prometna povezanost Dalmacije s kontinentalnim krajevima, utjecaj smanjenja ratnog rizika na turizam i strana ulaganja, inozemna financijska pomoć, ubrzanje procesa privatizacije, početak sanacije bankarskog sustava i drugo), tako da su mogućnosti kratkoročnog djelovanja ekonomske politike u pravcu poticanja privrednog rasta pri niskoj inflaciji prilično limitirane. Međutim, ona jednostavno nije u poziciji da se oslanja isključivo na dugoročna rješenja, jer aktualne tendencije privrednih kretanja jasno ukazuju da ona neće još dugo moći koristiti prednost situacije u koje su cijene stabilne dok nepovoljne tendencije u proizvodnji i tekućim transakcijama platne bilance još nisu dostigle razmjere pri kojima bi znatno ojačao pritisak na ekonomsku politiku da poduzme neke ad hock, kratkoročno možda na tim područjima i efikasne, ali dugoročnije promatrano vrlo problematične mjere.*

*S tim u vezi, a imajući na umu ukupne odnose u hrvatskoj ekonomiji i izmijenjenu geopolitičku situaciju, ekonomska politika trebala bi se prvenstveno usmjeriti prema "ekonomiji ponude" s ciljem da inducira jače i brže prilagođavanje ukupnih troškova funkcioniranja nacionalne ekonomije stabilnoj razini cijena te, u okviru toga, takve promjene relativnih cijena pri kojima će porasti neto štednja i profitabilnost poslovanja.*

*U tom kontekstu bilo bi korisno razmotriti i odgovarajuća iskustva drugih zemalja te njihovu konkretnu aplikativnost na slučaj Hrvatske. Indikativan može u tom smislu biti i primjer "Reaganomike", odnosno koncepcije ekonomske politike kojom se, u kontekstu širih unutrašnjih i vanjskih odnosa, nastojao početkom 80-tih godina riješiti problem stagflacije u SAD i koja se - za razliku od keynesijanske koncepcije - zasniva na pretpostavci o "licitaciji cijena" kao osnovnom mehanizmu uravnoteženja nacionalne ekonomije. U svom izvornom obliku koncepcija je sadržavala četiri ključne komponente: (1) veliko*



opće smanjenje poreznih stopa kako bi se povećala potražnja, ali i štednja privatnog sektora, uz očekivanje da se time neće smanjiti porezni prihodi zbog rastom induciranog povećanja porezne osnovice - tzv. Lafferova krivulja; (2) redistribucija budžetskih rashoda u smislu relativnog smanjenja izdataka za socijalnu pomoć (kako bi se povećali radni naponi tog dijela stanovništva) i relativnog povećanja izdataka za obranu (koji u ekonomskom pogledu imaju veće multiplikativne efekte); (3) smanjenje državne regulacije, kako bi slobodnije djelovanje tržišta utjecalo na povećanje efikasnosti, i (4) ograničena i stabilna stopa porasta ponude novca kao brana inflaciji.

Danas se, istina, općenito smatra da su efekti takve politike, koja je i sama mijenjana tijekom svog provođenja, uglavnom bili ispod očekivanih, odnosno da su njeni osnovni rezultati proizašli iz drugačije kombinacije djelovanja ekonomskih činitelja od one koju je koncepcija predviđala.

Nakon početne stagnacije stopa realnog godišnjeg rasta bruto domaćeg proizvoda povećana je tako s 2.8% iz 70-tih na 3.9% u razdoblju od 1983. do 1989. godine, a stopa inflacije smanjena je sa 7.8% na 4.7%, ali je istodobno zbog nedovoljno efikasne kontrole budžetskih rashoda (unatoč relativnom smanjenju socijalnih izdataka) znatno povećan njegov deficit (s 2.9% na preko 5% bruto društvenog proizvoda), a u prvim godinama provođenja takve politike značajno su porasle i nominalne kamatne stope, kao i stopa nezaposlenosti i tek su se krajem 80-tih godina približno vratile na prijašnje razine (nominalna kamatna stopa na oko 9% i stopa nezaposlenosti na oko 5.5%).

Zbog toga, kao naravno i zbog svih drugih razlika koje objektivno postoje između američke i hrvatske ekonomije, bilo bi prilično opasno isključivo se ugledati na primjer "Reaganomike" u traženju dodatnih načina za poticanje privrednog rasta u Hrvatskoj. Interesantno je, međutim, da osnovne komponente te koncepcije prilično dobro (samo u nešto drugačijem kontekstu) odgovaraju ključnim problemima s kojima se danas suočava hrvatska ekonomija i od čijeg rješavanja znatno zavise mogućnosti budućeg privrednog rasta.

S udjelom prihoda javnog sektora u strukturi bruto domaćeg proizvoda od oko 60% (od čega jednu trećinu predstavljaju troškovi obrane), koji istiskuju štednju i investicije, generiraju troškove koji se teško uklapaju u razinu tečaja na deviznom tržištu i podržavaju visoku potražnju za kreditima za financiranje tekućeg poslovanja uz rizičnost njihovog povrata i uz visoke kamatne stope, sa značajnijim izravnim i neizravnim utjecajem države na poslovanje privrednih subjekata bez značajnijih mjera koje bi neposredno poticale investicije privatnog sektora i otvaranje novih radnih mjesta, sa stalnim pritiscima na bankarski sustav da se pojedini problemi socijaliziraju (ako i ne u konačnici izravno kroz inflaciju, onda kroz povećane kamate i drugo) teško da se može očekivati dinamičan privredni rast pri niskoj inflaciji, pa čak niti samo niska inflacija na duži rok.

**Tabela 3.**

**OSNOVNI POKAZATELJI PRIVREDNIH KRETANJA  
U RAZDOBLJU SIJEČANJ-RUJAN 1995. GODINE**

- Indeksi realne razine

	<u>1993.</u> 1992.	<u>1994.</u> 1993.	<u>I-VI 95.</u> I-VI 94.	<u>IX 95.</u> IX 94.	<u>I-IX 95.</u> I-IX 94.
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	94.1	97.3	103.9	92.2	101.2
- Sredstva rada	98.1	85.7	101.4	102.6	103.8
- Reprodukcijski materijal	95.1	99.4	105.7	89.5	101.5
- Roba za široku potrošnju	95.2	99.3	102.5	92.0	100.0
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	101.4	88.5	96.5	93.1	96.2
ZAPOSLENOST (d.s)*	93.7	99.5	96.2	94.7	95.7
- Privreda*	92.1	99.3	94.8	93.2	94.3
- Neprivreda*	100.1	100.2	101.3	100.2	101.0
IZVOZ ROBA	84.9	109.1	151.7	108.6	121.2
UVOZ ROBA	104.6	112.1	200.6	159.8	173.4
PROMET NA MALO	71.9	113.2	126.9	114.0	122.8
MASA NETO-PLAĆA	80.9	129.5	150.8	132.6	145.8
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	78.1	125.9	131.4	117.0	126.4
IZDACI STANOVNIŠTVA	81.1	135.7	136.0	108.3	124.2
ISPLATE ZA INVESTICIJE	68.0	115.2	88.7	64.4	78.3
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	84.4	126.7	124.7	112.5	120.4
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	1612.4	177.6	100.3	100.7	100.5
CIJENE NA MALO	1617.5	197.6	100.9	102.9	101.3

\* Novelirani podaci