

I. BEZ SPEKTAKULARNOSTI

Sumirajući najznačajnija svjetska iskustva u provođenju stabilizacijskih programa, D. Heymann i A. Leijanhufvud ukazuju na osnovni izvor opasnosti da jednom zaustavljena inflacija ponovo eskalira tijekom samog provođenja integralnog programa. U knjizi *High Inflation* (Oxford, 1995., str. 136) oni konstatiraju: "... druga faza dezinflacije postaje problematična i u najboljim programima. Spektakularni uspjesi prve faze ne mogu se ponoviti. Nagli pad stope inflacije uz snažan oporavak proizvodnje može se ostvariti samo jednom. Nakon toga, Vlada više nije u mogućnosti da svima učini položaj boljim, a nikome gorim. Sada se ne smije dozvoliti da realne vrijednosti sidara kontinuirano rastu ili će se pojaviti negativne posljedice. Kako su sidra olabavljena i počinju rasti, potrebno je snažnije stegnuti agregatnu potražnju da bi se inflacija održala unutar sigurnih granica. Osim ako dobici po osnovi efikasnosti brzo ne prerastu u opći pad troškova i inflacijska očekivanja prestanu, Vlada mora biti spremna da se suoči sa smanjenjem aktivnosti u realnom sektoru."

Iako je aplikativnost ovako generaliziranih zaključaka na pojedini konkretni stabilizacijski program ograničenog dometa, zaviseći od specifičnih ekonomskih, socijalnih i političkih performanci određene zemlje i od obilježja primjenjenog programa, ne može se osporiti njihova respektabilnost i u slučaju Hrvatske. Postoje, naravno, i razlike. Ključna antiinflacijska varijabla hrvatskog Programa - tečaj nacionalne valute nije zapravo (osim na samom početku implementacije Programa kad je trebalo radikalno prekinuti inflacijska očekivanja) niti predstavljala operativno sidro ekonomske politike, već je njena vrijednost fluktuirala i konačno se stabilizirala na tržištu u ovisnosti od odnosa ponude i potražnje. Monetarno sidro u funkciji stabilizacije tečaja postalo je restriktivno tek početkom provedbe stand-by aranžmana, znači ne u razdoblju zaustavljanja inflacije već u razdoblju održavanja stabilnosti cijena nakon što je prethodno izvršena remonetizacija nacionalne ekonomije omogućila realni rast dohodaka i

privredne aktivnosti. Do tada je stabilizacija tečaja bila determinirana intenzitetom početne neravnoteže između niske efektivne količine domaćeg novca (posljedica demonetizacije u uvjetima hiperinflacije) i raspoloživih deviznih sredstava izvan bankarskog sustava koja su se zaustavljanjem inflacijskih očekivanja postupno konvertirala u domaći novac, formirajući devizne rezerve i predstavljajući osnovu multiplikacije novčane mase. Inkorporiranje u takve okvire odgovarajuće fiskalne politike i politike dohodaka, omogućilo je rasprostiranje efekata monetarne ekspanzije i, unatoč usporavanju brzine opticaja novca, intenziviranje financijskih tokova i rast domaće agregatne potražnje. Intenzitet neto deviznog priliva bio je pri tome dostatan da, uz stabilizaciju tečaja i rast deviznih rezervi, omogući i znatno povećanje uvoza, dok su monetarni efekti njegove konverzije u domaći novac formirali efektivnu platežno sposobnu potražnju na domaćem tržištu potrebnu da uz povećanu domaću ponudu apsorbira i povećani uvoz.

Jačanje uvozne konkurencije predstavljalo je faktor uravnoteženja odnosa ponude i potražnje na domaćem tržištu u uvjetima monetarnog poticaja agregatnoj potražnji pa je i taj element, uz stabilizaciju tečaja, znatno doprinio stabilnosti domaćih cijena.

Međutim, realni rast dohodaka i visoke kamatne stope u uvjetima dezinflacije istodobno su vršile pritisak na troškovnu strukturu izraženu u domaćoj i još više u stranoj valuti. Kalkulativna profitabilnost je smanjena u bruto iznosu, a efektivna znatno varira između ekonomskih subjekata kao rezultanta specifične konstelacije odnosa između njihovih pojedinačnih "gubitaka" uslijed relativnog povećanja troškova i "dohotka" uslijed prestanka inflacijskog oporezivanja prihoda i realnog rasta proizvodnje i prodaje roba i usluga. Kako je taj rast u dijelu koji proizlazi iz povećanja domaće potražnje imao osnovu u konverziji i monetarnoj multiplikaciji deviznog priliva po osnovi transfera, koji su ujedno i faktor uravnoteženja platne bilance i stabilizacije tečaja u uvjetima deficita u razmjeni roba i usluga, ravnoteža cijelog sustava pri stabilnim cijenama zasnivala se zapravo na intenzitetu još postojeće neravnoteže na deviznom tržištu, a ova -

s obzirom na eksterno ograničenu ponudu deviza - na još nedostatnoj količini domaćeg novca koja bi povećanjem potražnje za devizama dovelo do deprecijacije nominalnog tečaja.

U takvim uvjetima, uvođenje monetarnih restrikcija nakon što je odnos između novčane mase i devizne komponente ukupnih likvidnih sredstava povećan sa 49.1% u listopadu 1993. na 83.4% krajem 1994. godine (u travnju 1995. on iznosi 83.0%), bio je nužan da bi se očuvala osnova na kojoj počiva stabilnost cijena. Odnos između novčane mase i mjesečne vrijednosti realiziranog društvenog proizvoda (financijski tok) koji je u trenutku implementacije stabilizacijskog programa iznosio 88.4% dostigao je tada 124.3% (unatoč snažnog utjecaja sezone na kretanje društvenog proizvoda krajem godine; u travnju 1995. taj odnos iznosi 154.3%) što s obzirom na ostvareni rast društvenog proizvoda u tom razdoblju za (desezonirano) 66.3% tendira razinama koje se smatraju normalnim za funkcioniranje ekonomije u posthiperinflacijskom razdoblju.

Normalno, ukoliko se po osnovi povećane efikasnosti uspiju relativno smanjiti troškovi njenog funkcioniranja, odnosno ukoliko je stabilizacija cijena povećana iniciranjem promjena u financijskoj strukturi nacionalne ekonomije. U uvjetima usporenog prirasta monetarnih agregata zasnovanom na neto-deviznom prilivu pri stabilnom nominalnom tečaju te uz eliminiranje preraspodjele putem mehanizma inflacijskog oporezivanja, ta struktura ne samo da ne može biti identična onoj koja je postojala u razdoblju hiperinflacije, već ni strukturi iz razdoblja intenzivne remonetizacije, jer se objektivno mijenjaju tržišni modaliteti njenog formiranja.

Da bi se, međutim, ti modaliteti efektuirali bilo je potrebno da se uporedo s monetarnim restrikcijama smanji participacija "velikih potrošača novca" - a to je pretežno javni sektor i poduzeća u pretežnom vlasništvu države - u distribuciji novčanih sredstava koja participacija uglavnom nije zasnovana na kriteriju efikasnosti. Iz različitih razloga, do toga u Hrvatskoj nije došlo,

čak je i proces privatizacije koji je u tome mogao odigrati ključnu ulogu gotovo zaustavljen. Posljedično tome, raspoloživa količina domaćeg novca i neinflacijski mehanizmi njenog stvaranja postajali su nedostatni da omoguće nastavak postinflacijskog rasta potražnje i proizvodnje suočene s povećanom uvoznom konkurencijom, posebno ne uz kamate koje bi bile korespondentne mogućnostima prirasta financijskih efekata povećane proizvodnje u uvjetima stabilnih cijena.

Problem nelikvidnosti u privredi raste, potražnja se usporava, povećan uvoz povećava zalihe gotovih proizvoda, izvoz uz tečajju neprilagođenu troškovnu strukturu donosi sve manje dohodovne efekte i, u konačnici svega toga proizvodnja prestaje rasti i počinje se postupno smanjivati. Postinflacijski uzgon slabi i usporedo s time jačaju pritisci na monetarno sidro s potencijalnim odrazom na stabilnost tečaja i domaćih cijena. Iako na drugačiji način od uvodno opisanog, ekonomija zapravo dolazi u situaciju istovrsnu generaliziranom prikazu iz knjige High Inflation, kada se analogno stanju prije implementacije stabilizacijskog programa ekonomska politika mora nedvosmisleno opredijeliti između novog radikalizma (ovaj put u funkciji smanjenja troškova i mijenjanja financijske strukture) ili popuštanja pritiscima.

Intenzitet tih pritisaka ispoljio se u mjesecu travnju kad su poslovne banke (čija stopa primarne likvidnosti u globalu iznosi relativno visokih 3.4%), revalorizirajući stare i odobravajući nove kredite, povećale plasmane u nacionalnoj valuti za 1110 mil. kuna (za 6.5%) što je omogućilo porast depozitnog novca u tom mjesecu za 555 mil. kuna ili za 11.0%. Istodobno, odobrivši kredite poslovnim bankama po osnovi blagajničkih zapisa, centralna je banka povećala količinu gotovog novca u opticaju za 171 mil. kuna, tako da je novčana masa tijekom travnja porasla za 726 mil. kuna ili za 9.6%. Usporedo s porastom deviznih sredstava u poslovnim bankama, to je rezultiralo porastom ukupnih likvidnih sredstava (M3) za 1365 mil. kuna (za 6.6%) i, u krajnjoj konzekvenci, neto domaće aktive bankarskog sustava za 1002 mil. kuna ili za 8.2%. Time je njena razina krajem

travnja za 15.0% viša nego u prosincu (za 54.1% viša od referalne točke s kraja lipnja) prošle godine, što znatno prelazi okvire predviđene stand-by aranžmanom. Unutar toga, novčana masa je prema desezoniranim podacima porasla tijekom prva četiri ovogodišnja mjeseca za 13.4%, što je gotovo tri četvrtine predviđenog rasta za cijelu 1995. godinu.

U takvim uvjetima, centralna banka je morala intervenirati kombinacijom mjera linearnih restrikcija i mjera u funkciji poticaja sterilizacije novca (povećanje stope obvezne rezerve sa 28.3 na 29.8%, ograničavanje plasmana poslovnih banaka do kraja lipnja na razinu za 2.2% nižu nego u travnju, uvođenje obveznog upisa blagajničkih zapisa od 1% na rok od tri mjeseca, skraćivanje roka korištenja lombardnih kredita sa 15 na 12 dana, povećanje kamatnih stopa na dobrovoljni upis blagajničkih zapisa, delimitizacije kamatnih stopa za prekonoćno kreditiranje na tržištu novca i postupno izjednačavanje stope obvezne rezerve za štedionice s onom za poslovne banke).

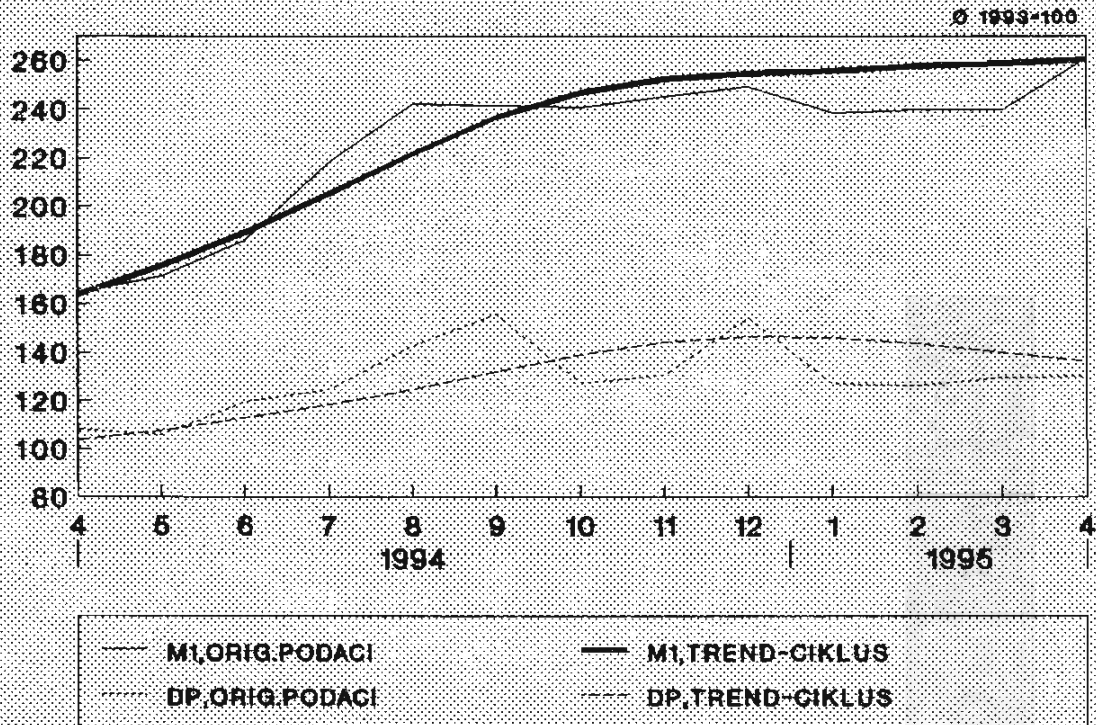
Prema prethodnim podacima za prvih dvadeset dana mjeseca svibnja, početno djelovanje tih mjera rezultira stagnacijom kreditne aktivnosti poslovnih banaka i depozitnog novca ali i porastom kamata na tržištu novca sa 17.2% na 19.3% i zatim preko 20% što dodatno povećava troškove poslovanja privrede. Ipak značajniji neposredni utjecaj takvih kretanja u monetarnoj sferi na tečaj i domaće cijene je tijekom travnja i svibnja izostao, što ukazuje na još uvijek snažno djelovanje ostalih determinanti njihovog parcijalnog i međusobno povezanog formiranja. Nakon nominalne deprecijacije u travnju za 0.9% kad centralna banka nije intervenirala na deviznom tržištu (porast njenih deviznih rezervi u tom mjesecu za 107 mil. dolara efekat je kredita od strane MMF-a) dok su poslovne banke povećale svoja devizna sredstva za 36 mil. dolara, u svibnju je pri rastu deviznih rezervi centralne banke za 77 i smanjenju sredstava u poslovnim bankama za 19 mil. dolara tečaj nominalno deprecirao za 0.1%. Istodobno, cijene na malo porasle su za 0.7% u travnju i za 0.2% u svibnju, kad je njihova razina za samo 1.8% viša nego u

prosincu 1994. godine, dok su u istom razdoblju cijene proizvođača industrijskih proizvoda ukupno smanjene za 0.4%.

Izostao je, međutim, i odgovarajući utjecaj na strani domaće agregatne potražnje, čija desezonirana razina je u travnju realno smanjena za 7.5%, intenzivirajući tendenciju njenog pada koja postoji od studenog 1994. godine po trendnoj stopi od 2.9% mjesečno. Ona je posebno izražena na sektoru investicija gdje se isplate smanjuju po trendnoj stopi od 5.3% mjesečno, a prisutna je i kod potražnje stanovništva (0.7% mjesečno) te kod materijalnih rashoda javnog sektora (2.4% mjesečno). S obzirom da se robni uvoz održava istodobno na razini iznad 600 mil. dolara (u travnju je iznosio 619 mil. dolara, od čega robe za široku potrošnju i opreme 270 mil. dolara) rezultirajući deficitom robne razmjene u prva četiri mjeseca ove godine za 898 milijuna dolara, u kombinaciji s usporavanjem domaće potražnje, to rezultira rastom zaliha gotovih proizvoda po trendnoj stopi od 1.2% mjesečno, s konačnim odrazom na usporavanje realizacije društvenog proizvoda po trendnoj stopi od 1.8% mjesečno. U takvim uvjetima zaustavlja se i tendencija rasta fizičkog obujma industrijske proizvodnje. Uvodno spomenuta dilema postaje time svakim danom aktualnija.

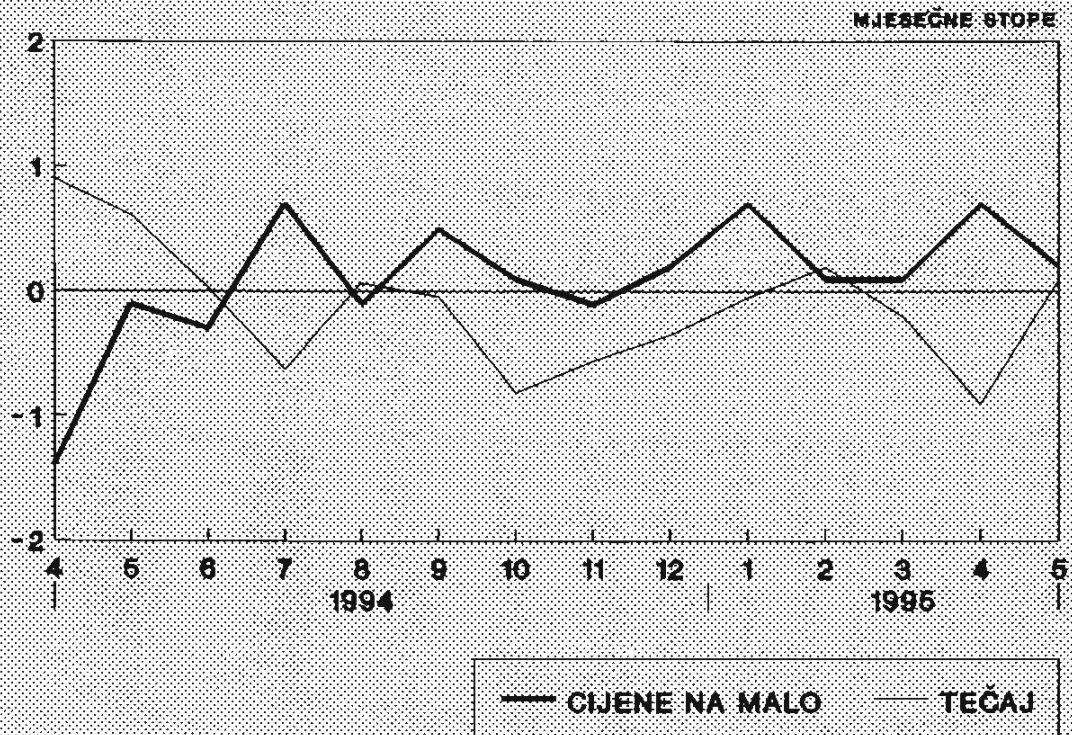
SLIKA 1.

NOVČANA MASA I BDP



SLIKA 2.

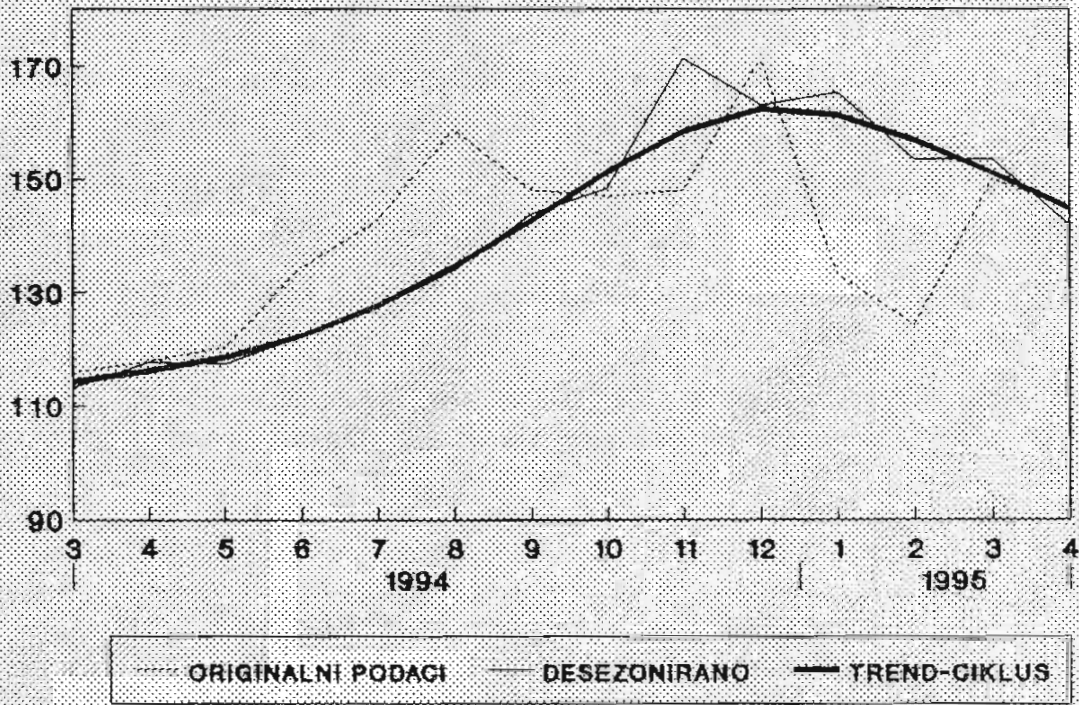
CIJENE I TEČAJ



SLIKA 3.

DOMAĆA POTRAŽNJA

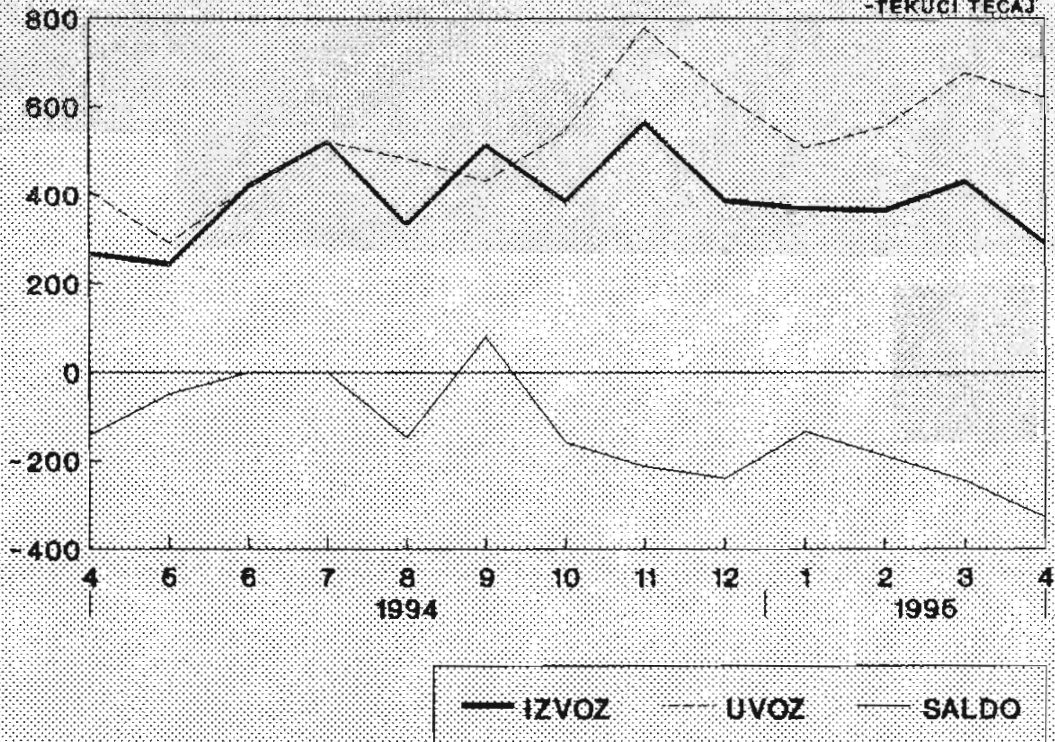
Ø 1983=100



SLIKA 4.

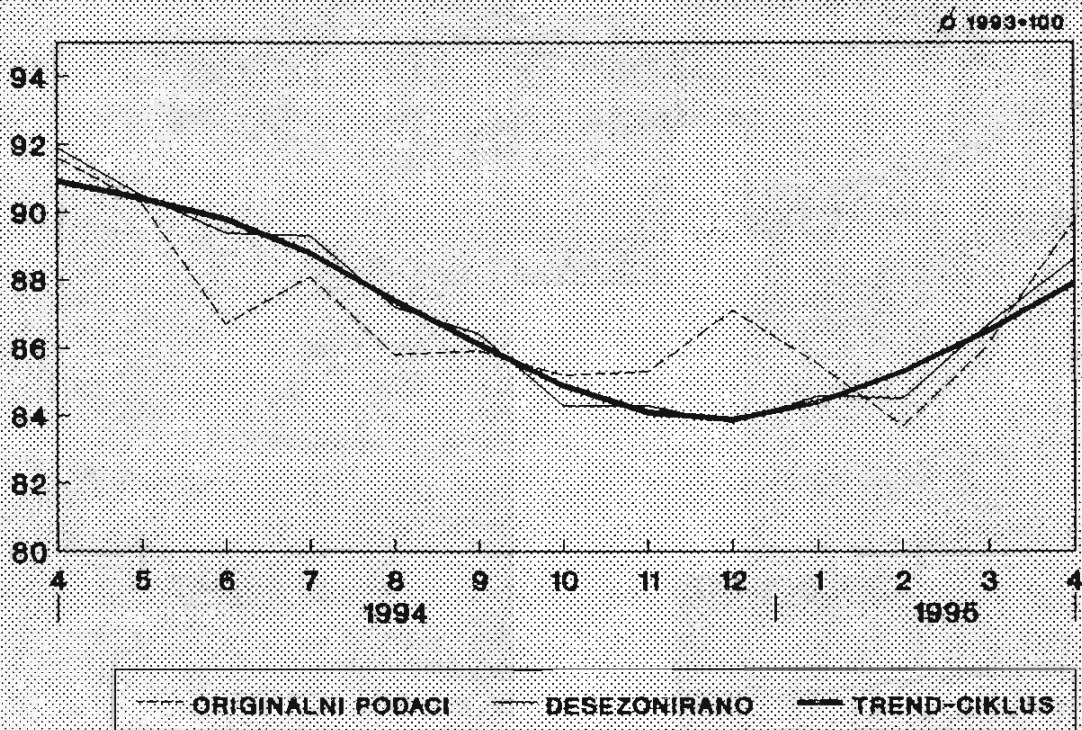
IZVOZ I UVOZ ROBA

-MILIONI USD
-TEKUĆI TECAJ



SLIKA 5.

ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA



SLIKA 6.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

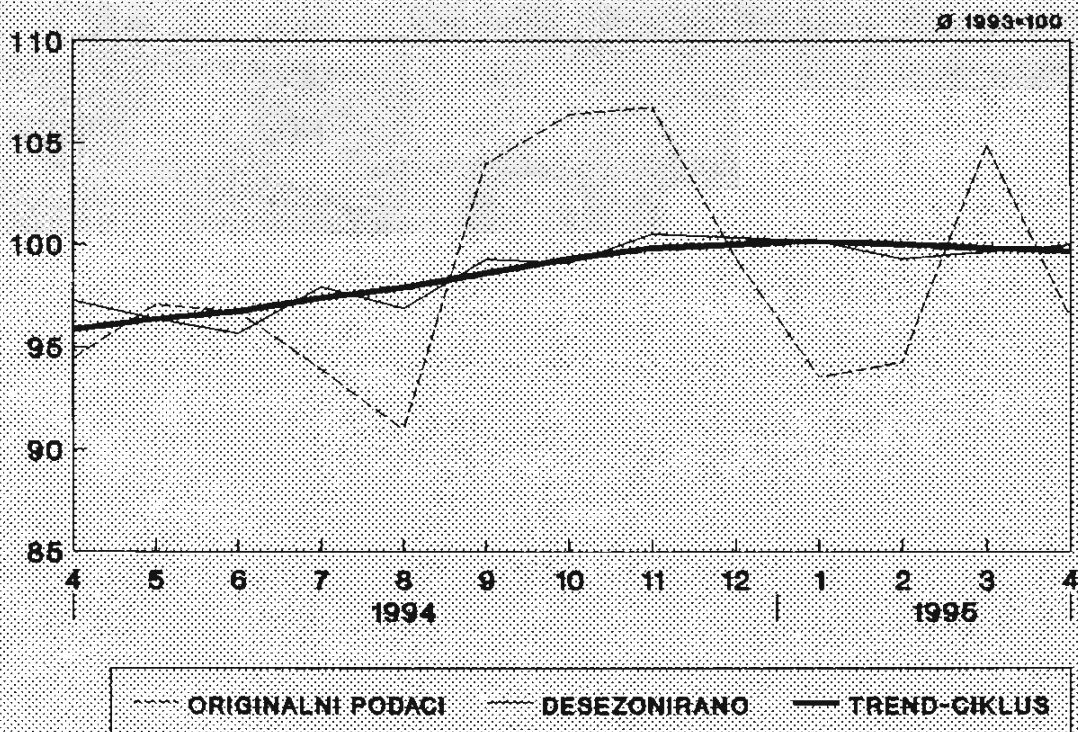


Tabela 1.

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

- Indeksi realne razine

	<u>1993.</u> 1992.	<u>1994.</u> 1993.	<u>I-III 95.</u> I-III 94.	<u>IV 95.</u> IV 94.	<u>I-IV 95.</u> I-IV 94.
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	94.1	97.3	105.1	102.0	104.4
- Sredstva rada	98.1	85.7	104.2	97.8	102.4
- Reprodukcijski materijal	95.1	99.4	106.6	102.7	105.6
- Roba za široku potrošnju	95.2	99.3	103.6	103.5	103.6
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	101.4	88.5	92.3	97.9	93.7
ZAPOSLENOST (d.s)	93.7	94.7	95.7	95.8	95.7
- Privreda	92.1	93.2	93.9	94.1	94.0
- Neprivreda	100.1	100.1	101.6	101.6	101.6
IZVOZ ROBA	84.9	109.1	185.9	108.6	162.8
UVOZ ROBA	104.6	112.1	238.0	151.3	206.8
PROMET NA MALO	71.9	113.2	133.7	126.2	131.9
MASA NETO-PLAĆA	80.9	129.5	155.1	145.6	152.6
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	78.1	125.9	138.3	132.0	136.6
JAVNI PRIHODI	89.5	136.4	132.4	112.9	126.4
IZDACI STANOVNIŠTVA	81.1	135.7	148.8	130.1	143.3
ISPLATE ZA INVESTICIJE	68.0	115.2	103.1	89.4	99.8
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	84.4	126.7	123.4	112.6	120.4
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	1612.4	177.6	99.2	101.3	99.8
CIJENE NA MALO	1617.5	197.6	99.1	102.5	99.9