

I. POČETAK PROMJENA

Sporazum s Pariškim klubom o reprogramiranju 869 od ukupno oko 1300 mil. USD duga prema državama i međunarodnim financijskim institucijama, otvaranje mogućnosti postizanja sličnog sporazuma s privatnim kreditorima okupljenim oko Londonskog kluba (dug prema njima iznosi oko 1700 mil. USD), prva revizija stand-by aranžmana sa MMF-om i dogovoreni modaliteti njegove daljnje provedbe, nastavak pregovora sa Svjetskom bankom o realizaciji EFSAL kredita i, sukladno svemu tome, najava radikalnijeg ulaženja u proces sanacije banaka i restrukturiranja velikih poduzeća čije obveze prelaze 2000 mil. USD, ključni su događaji koji obilježavaju hrvatsku ekonomsku scenu na početku 1995. godine. Njihova je zajednička funkcija profilirati financijsku osnovu i zavisno od nje utvrditi način i brzinu provedbe druge faze Stabilizacijskog programa; faze u kojoj se - uz zadržavanje antiinflacijskog makrookruženja - težište ekonomske politike pomiče prema mikroekonomskoj sferi s intencijom otklanjanja osnovnih dugoročnih žarišta nestabilnosti i nedovoljne efikasnosti nacionalne ekonomije. Usporedo sa zaokruživanjem transparentnog tržišnog sustava, to je i temeljna pretpostavka budućeg razvoja i uključivanja u europske integracijske tokove.

Uz podršku međunarodnih institucija, hrvatska ekonomija ulazi u taj proces s tendencijama i općim performansama proizašlim kao rezultat prve, antiinflacijske faze Programa: stabilnost cijena i nacionalne valute, devizne rezerve na razini dvomjesečnog uvoza, te rast privredne aktivnosti i dohodaka, koje su i omogućile proširenje horizonta ekonomskoj politici s kratkoročnih prema dugoročnijim preferencijama. Intenzitet tih tendencija formiranih u 1994. i prenijetih na početak 1995. godine, vidljiv je sada i običnom usporedbom međugodišnjih razina promjena ključnih ekonomskih kategorija u realnoj i financijskoj sferi pri čemu su ove druge oslobođene problema deflacioniranja koji je

djelomično iskrivljavao podatke dobivene usporedbom realne vrijednosti tih kategorija u 1994. s vrijednostima iz 1993. godine.

Tako je u siječnju i veljači 1995. u odnosu na isto razdoblje 1994. godine agregatna potražnja na domaćem tržištu realno povećana za 44.0% (promet u trgovini na malo za 37.3%) u čemu izdaci stanovništva za robe i usluge za 57.0%, isplate za investicije za 36.3%, a materijalni rashodi javnog sektora u uvjetima prethodno smanjenih nepodmirenih obveza za 19.7%. Istodobno, u odnosu na depresiranu razinu s početka prošle godine, robni izvoz viši je za 100.7%, a uvoz za 134.6%, tako da se uz pad zaliha gotovih proizvoda za 8.8%, ukupna privredna aktivnost odvija na početku 1995. na razini koja je - mjerena financijskim pokazateljima - za oko 55% veća nego godinu dana ranije. Pri tome, fizički obujam industrijske proizvodnje viši je za 5.8%, uz međugodišnji rast kod sve tri namjenske skupine proizvoda, dok je prema podacima za mjesec siječanj aktivnost u prometu povećana za 21.1%, u turizmu za 7.4% (noćenja domaćih turista za 13.5%), u šumarstvu za 9.6% i jedino su efektivni sati u građevinarstvu nešto niži nego u siječnju 1994. godine (za 2% kao rezultat smanjenog broja zaposlenih radnika za 4%), ali je vrijednost izvršenih radova veća za 20%.

To su ujedno i ključni rezultati u realnoj sferi proizašli iz remonetizacije nacionalne ekonomije (realna razina novčane mase je u prva dva mjeseca 1995. viša u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 80.0%) u uvjetima stabilnih cijena (cijene na malo niže su za 1.5%, a cijene industrijskih proizvoda kod proizvođača za 1.9% nego na početku 1994. godine) kao osnovnog modaliteta funkcioniranja ekonomskog mehanizma zemlje tijekom prve faze provođenja Stabilizacijskog programa.

Modaliteti takvog funkcioniranja u osnovi su prenijeti iz 1994. i na početak 1995. godine, ali zbog intenziteta prethodno izvršene remonetizacije, te ograničavanja daljnjeg prirasta novčane mase - zbog opasnosti obnavljanja inflacije - izmijenjen je ambijent njihovog djelovanja, pa se time postupno počinju mijenjati i efekti tog djelovanja.

Tabela 1.

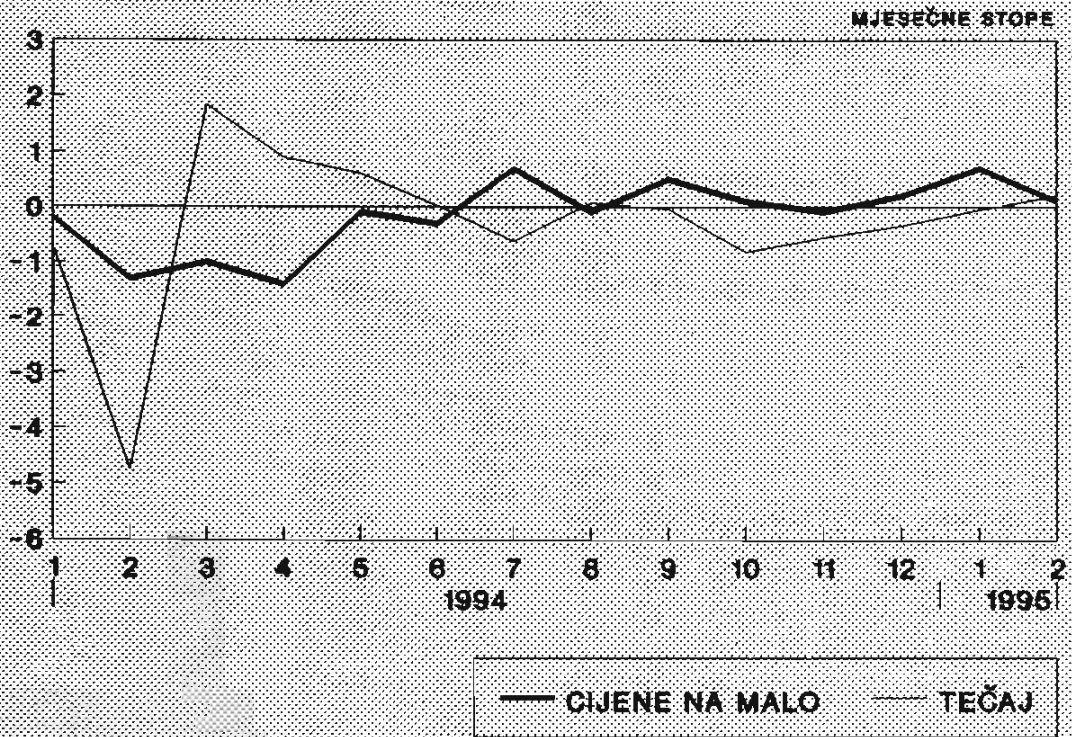
**OSNOVNI POKAZATELJI PRIVREDNIH KRETANJA
U RAZDOBLJU SIJEČANJ-VELJAČA 1995. GODINE**

- Indeksi realne razine

	<u>1993</u> 1992	<u>1994</u> 1993	<u>I 95.</u> I 94.	<u>II 95.</u> II 94.	<u>I-II 95.</u> I-II 94.
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	94.1	97.3	106.1	105.7	105.8
- Sredstva rada	98.1	85.7	105.9	102.5	104.0
- Reprodukcijski materijal	95.1	99.4	106.9	106.3	106.6
- Roba za široku potrošnju	95.2	99.3	104.3	105.9	105.1
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	101.4	88.5	90.5	91.8	91.2
ZAPOSLENOST (d.s)	93.7	94.7	91.8	95.7	93.7
- Privreda	92.1	93.2	89.3	94.0	91.6
- Nprivreda	100.1	100.1	100.6	101.5	101.1
IZVOZ ROBA	84.9	109.1	275.0	157.6	200.7
UVOZ ROBA	104.6	112.1	369.6	175.9	234.6
PROMET NA MALO	71.9	113.2	135.4	136.4	137.3
MASA NETO-PLAĆA	80.9	129.5	156.4	153.5	154.8
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	78.1	125.9	148.4	140.2	144.0
JAVNI PRIHODI	89.5	136.4	140.6	137.4	138.9
IZDACI STANOVNIŠTVA	81.1	135.7	159.1	155.2	157.0
ISPLATE ZA INVESTICIJE	68.0	115.2	167.7	109.5	136.3
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	84.4	126.7	142.6	98.6	119.7
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	1612.4	177.6	95.7	100.6	98.1
CIJENE NA MALO	1617.5	197.6	97.8	99.2	98.5

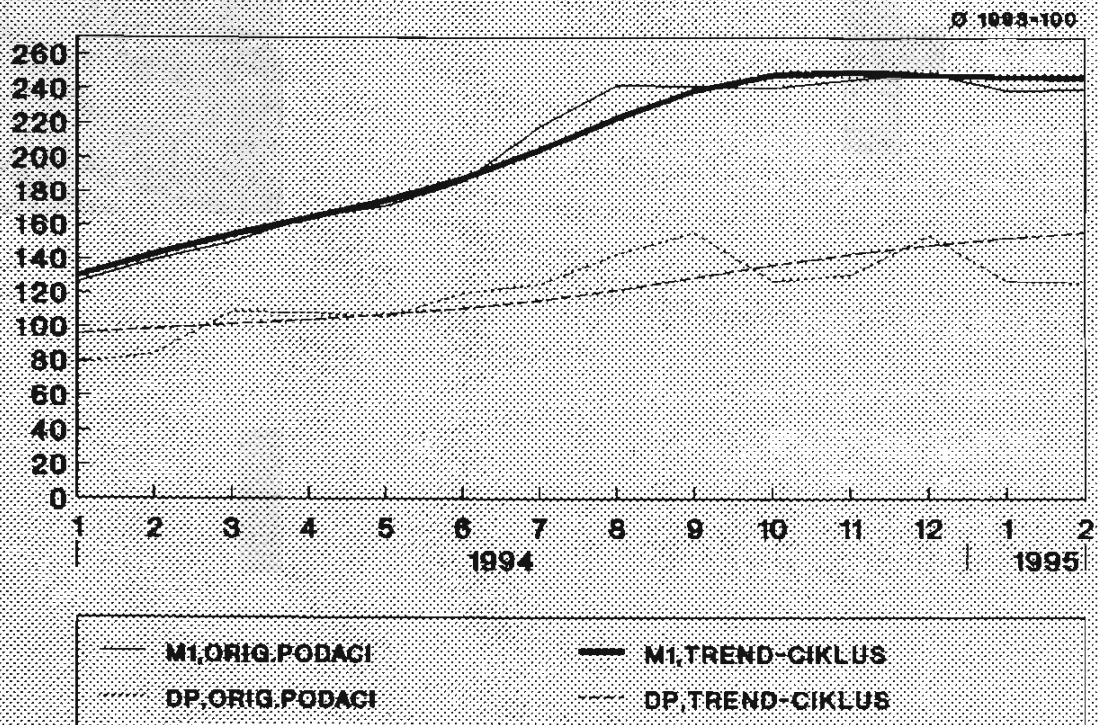
SLIKA 1.

CIJENE I TEČAJ



SLIKA 2.

NOVČANA MASA I BDP



Oni su i dalje najsnažniji na području stabilnosti tečaja i cijena, vezano uz odnose na deviznom tržištu i formiranje deviznih rezervi centralne banke. Unatoč deficita u robnoj razmjeni s inozemstvom, koji je u siječnju i veljači iznosio 324 mil. USD, nadovezujući se na 609 mil. USD deficita u zadnjem tromjesečju 1994. godine i unatoč sezonski niskog priliva od izvoza usluga, te rezerve i dalje rastu. Za 40 mil. USD u siječnju, 33 mil. USD u veljači i - prema prethodnim podacima - za 42 mil. USD u ožujku, ili ukupno u prva tri mjeseca 1995. godine za 115 mil. USD (dostigavši iznos od 1520 mil. USD). Uz povećanje deviznih sredstava u poslovnim bankama za 119 mil. USD, ukupna devizna sredstva kod bankarskog sustava iznose tako krajem ožujka 2541 mil. USD. I pored djelovanja monetarnog multiplikatora to je još uvijek za 72% više od novčane mase i za 15% više od ukupnih domaćih depozita, odražavajući se na uravnoteživanje ponude i potražnje na deviznom tržištu pri stabilnoj razini tečaja. Uz male mjesečne oscilacije, nominalni tečaj nacionalne valute, kao vodeći indikator, aprecirao je tako u odnosu na DEM u prvom tromjesečju ove godine za 0.1%, prenoseći svoj utjecaj i na domaće cijene.

Nakon 0.7% u siječnju, uzrokovanih poskupljenjem proizvoda sa izraženom sezonskom komponentom, dijela usluga kod kojih do promjena cijena dolazi periodično, te nekih uvoznih proizvoda u sektoru trajnih potrošnih dobara, cijene na malo rasle su u veljači i ožujku za po 0.1% tako da je njihova razina krajem prvog tromjesečja za 0.9% viša nego u prosincu prošle godine. Istodobno, cijene proizvođača industrijskih proizvoda koje su u prva dva mjeseca porasle za 0.5% smanjene su za taj postotak u ožujku vrativši se na razinu iz prosinca. U cjelini to daje tendenciju godišnjeg rasta cijena u 1995. godini od oko 2% (cijene na malo 3.6%) što je još uvijek niže od predviđanja na kojima su zasnovani ukupni odnosi između monetarnih i financijskih kategorija u okviru koncepta ekonomske politike za 1995. godinu.

To je posebno značajno iz razloga, jer bi promjenom tih odnosa pod utjecajem veće od predviđene inflacije, bila narušena

konzistentnost te politike. Dok je, naime, u razdoblju dezinflacije zaustavljanje rasta cijena bio primarni cilj ekonomske politike (tj. ključna endogena varijabla u modelu funkcioniranja nacionalne ekonomije) na koje je ta politika utjecala svojim po potrebi i po mogućnostima doziranim instrumentima (koji su u odnosu na funkciju cilja bili egzogeni), u razdoblju održavanja stabilnosti cijena kao jednog od preduvjeta početka realizacije druge faze Stabilizacijskog programa, mijenja se i sama uloga inflacije u kreiranju ekonomske politike. Ona, naravno, ostaje jednim od ključnih ciljeva te politike, ali se sada i kao kvantitativno predviđena varijabla pojavljuje kao determinanta i u doziranju intenziteta primjene pojedinih instrumenata i u funkciji realizacije ostalih ciljeva ekonomske politike. Jednostavnije rečeno, niska stopa inflacije a priori je ugrađena u sve parametre monetarne, fiskalne, dohodovne i politike ekonomskih odnosa s inozemstvom. Prema tome, ukoliko stvarna inflacija bude veća od predviđene dolazi i do promjene u apsolutnim i relativnim odnosima između tih parametara, jer je u praksi teško očekivati da oni mogu ostati neizmijenjeni pri višoj razini cijena.

Problemi koji se s tim u vezi mogu pojaviti, posebno su izraženi na tri područja. Prvo od njih je monetarno, gdje je dozvoljeni prirast neto domaće aktive bankarskog sustava određen u apsolutnom nominalnom iznosu, tako da brži rast cijena od predviđenog, ima izravno za posljedicu smanjenje količine realnog novca što implicira potrebu ubrzanja njegovog opticaja za realizaciju predviđene razine društvenog proizvoda, istodobno utječući na promjene u njegovoj distribuciji, upotrebi i cijeni (kamatne stope). Teško da bi u takvim uvjetima tržišni mehanizam bio u mogućnosti izvršiti takvu alokaciju novčanih sredstava u nacionalnoj privredi, koja bi bila u funkciji povećanja njene globalne efikasnosti.

Drugo područje odnosi se na Proračun gdje se dozvoljeni udio njegovog deficita u društvenom proizvodu može, istina, realizirati i pri višoj razini cijena od predviđene, ali samo ukoliko je kretanje svih za prihode i rashode relevantnih cijena jednakomjerno i ako to nije praćeno povećanom poreznom evazijom. U protivnom,

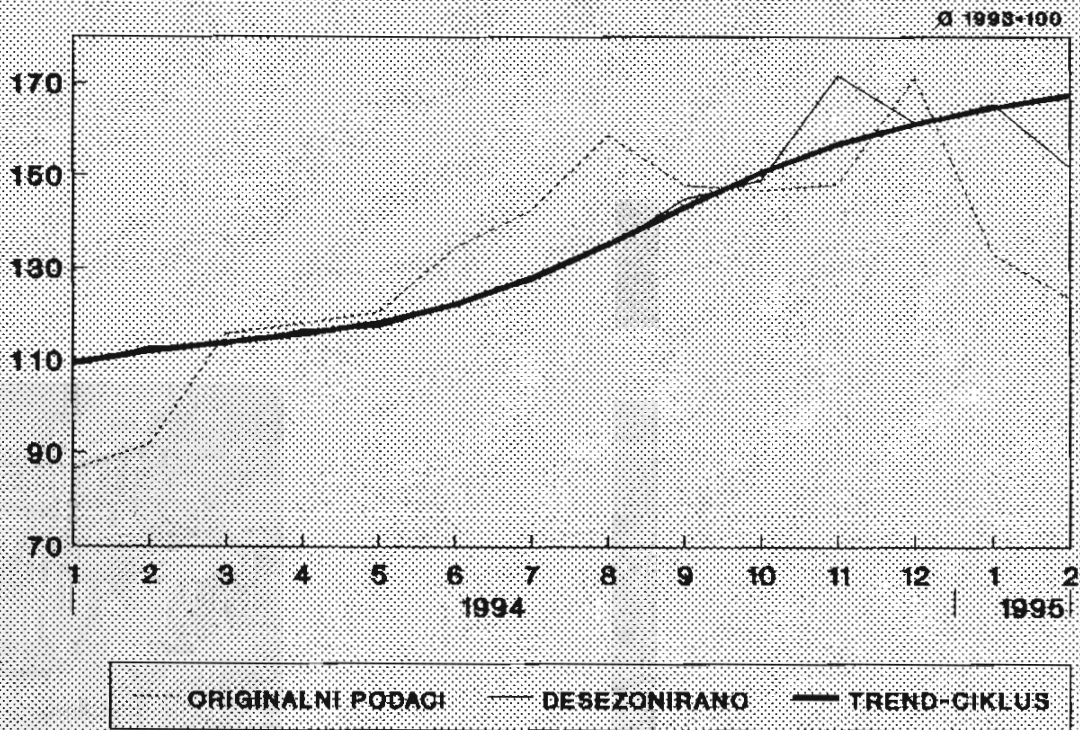
deficit ima tendenciju i apsolutnog i relativnog povećanja, čije bi zaustavljanje tražilo smanjenje realnih rashoda pri istoj razini porezne presije, s neposrednim odrazom i na socijalnu i na razvojnu ulogu Proračuna.

Konačno, treće područje vezano je uz povratni utjecaj rasta cijena i kretanje tečaja, gdje bi osnovna relacija između apsolutno determinirane količine domaćeg novca kao potencijalne potražnje i promjene stanja deviznih rezervi kao potencijalne ponude na deviznom tržištu, bila dodatno usložnjena po osnovi inflacije na domaćem tržištu. U takvim uvjetima, čak i pri nastavku stabilnosti nominalnog tečaja došlo bi do relativno značajne aprecijacije realnog tečaja. Ukoliko bi pak, zbog platnobilančnih razloga, to dovelo do deprecijacije nominalnog tečaja, pokrenuo bi se ključni vodeći indikator inflacije, u kojim uvjetima bi onda bilo vrlo teško spriječiti opću akceleraciju cijena.

Element koji determinira stabilnost cijena na početku 1995. godine, i direktno i indirektno preko odnosa na deviznom tržištu, gdje se formiraju inflacijska očekivanja, jeste početak djelovanja kvantitativnih ograničenja u monetarnoj politici. Unatoč činjenice da je nominalno sidro na neto domaću aktivu bankarskog sustava probijeno, pod utjecajem odredbi stand-by aranžmana krajem 1994. i na početku 1995. godine ipak dolazi do znatnog usporavanja prirasta monetarnih agregata. Nakon visokog sezonskog povećanja u prosincu (13.4%) proizašlog iz uobičajene konverzije deviznih transfera u gotov novac (on je porastao za 15.8%), količina primarnog novca smanjena je tijekom siječnja i veljače 1995. godine za 3.7% (gotov novac u opticaju za 4.0%), rezultirajući i smanjenjem novčane mase u tom razdoblju za 3.1%. Isključujući li se utjecaj sezonske komponente, trend-ciklus vrijednost novčane mase, koja je u prvih devet mjeseci 1994. rasla po mjesečnoj stopi od 7.9% usporava u naredna dva mjeseca rast na 2.2% mjesečno, da bi od prosinca prošle do veljače ove godine počela padati po mjesečnoj stopi od 0.4%. Uz rast blagajničkih zapisa kojima se banke osiguravaju za kreditiranje likvidnosti nakon ukidanja

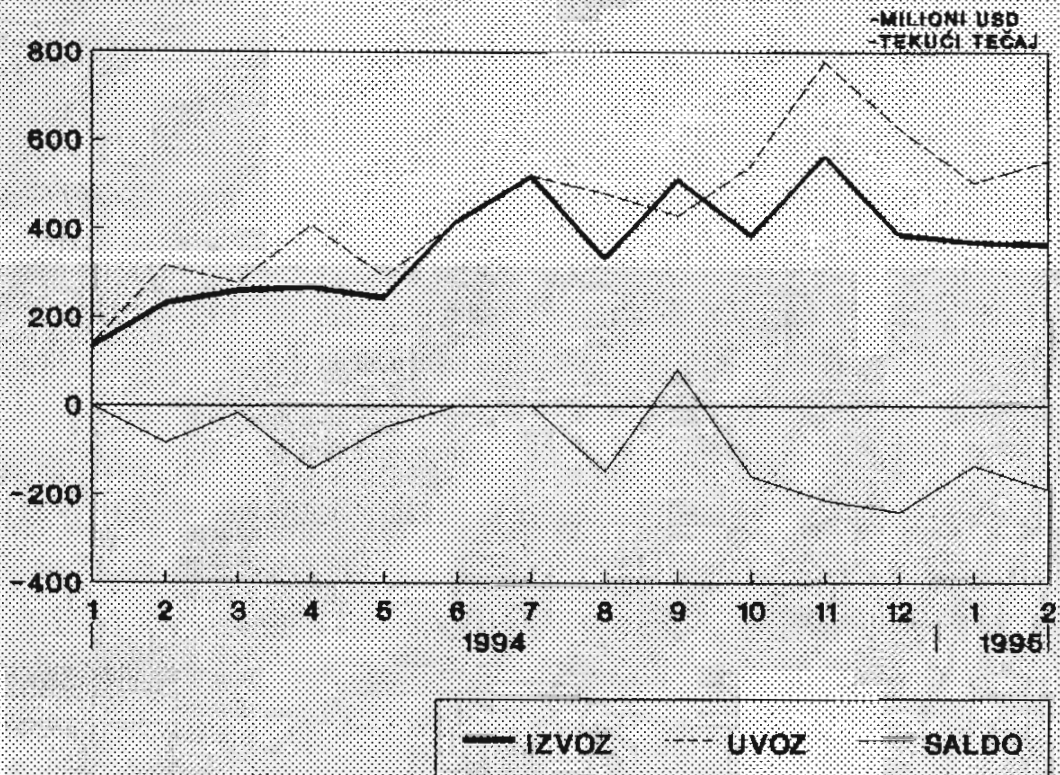
SLIKA 3.

DOMAĆA POTRAŽNJA



SLIKA 4.

IZVOZ I UVOZ ROBA



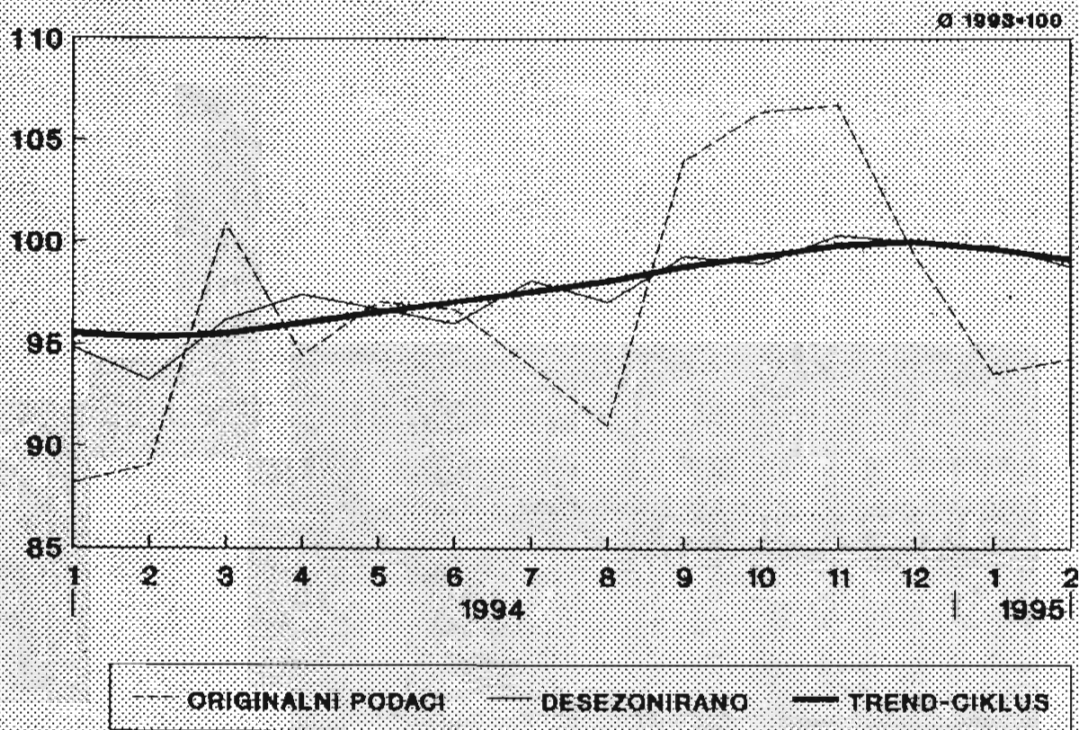
mehanizma automatskog kreditiranja i njegove zamjene lombardnim kreditima, to je rezultat i izdvajanja depozita za podmirenje dospjelih obveza prema inozemstvu. Time zapravo završava razdoblje brze post-inflacijske remonetizacije nacionalne ekonomije, dostigavši razinu na kojoj novčana masa za oko 45% premašuje mjesečnu vrijednost realiziranog društvenog proizvoda, što daje godišnju brzinu opticaja novca od približno 8 obrtaja.

S obzirom na nisku razinu domaće štednje i njenu, realno visokim kamatnim stopama ograničenu mobilnost koja smanjuje mogućnost da se promjene u sferi ponude novca kratkoročno znatnije neutraliziraju promjenom marginalne sklonosti potrošnji, zaustavljanje tendencije rasta novčane mase krajem 1994. i u prvim mjesecima 1995. godine odražava se i na kretanje domaće agregatne potražnje. Nakon što je, usporedo s brzom remonetizacijom, njena desezonirana razina u kontinuitetu porasla u prvih jedanaest mjeseci 1994. godine za 57.3%, u naredna tri mjeseca ona se smanjuje da bi u veljači 1995. bila za 11.6% niža od maksimuma iz studenog. Time još nije potpuno zaustavljena njena post-inflacijska tendencija rasta, ali je dinamika tog rasta usporena sa 3.7% na 2.2% mjesečno, da bi u veljači 1995. godine iznosila 1.7%. Iako su takva kretanja prvenstveno rezultat usporavanja materijalnih rashoda javnog sektora što je povezano s prethodnim smanjivanjem dugovanja prema dobavljačima, tendenciju usporavanja pokazuju i izdaci stanovništva za robe i usluge. Njihova desezonirana razina rasla je u prvih jedanaest mjeseci prošle godine po prosječnoj mjesečnoj stopi od 4.7%, od kada je usporena na 0.8% mjesečno. Sve to ukazuje da se završetkom remonetizacije postupno završava i razdoblje globalnog rasta dohodaka i potražnje na domaćem tržištu proizašlo iz jednostavnog rasprostiranja efekata te remonetizacije u uvjetima stabilnih cijena, tj. bez značajnijih promjena u alokaciji novčanih sredstava i efikasnosti njihove upotrebe.

Kako istodobno, intenzitet izvršene remonetizacije u kombinaciji s daljnjim porastom deviznih rezervi i stabilnim tečajem

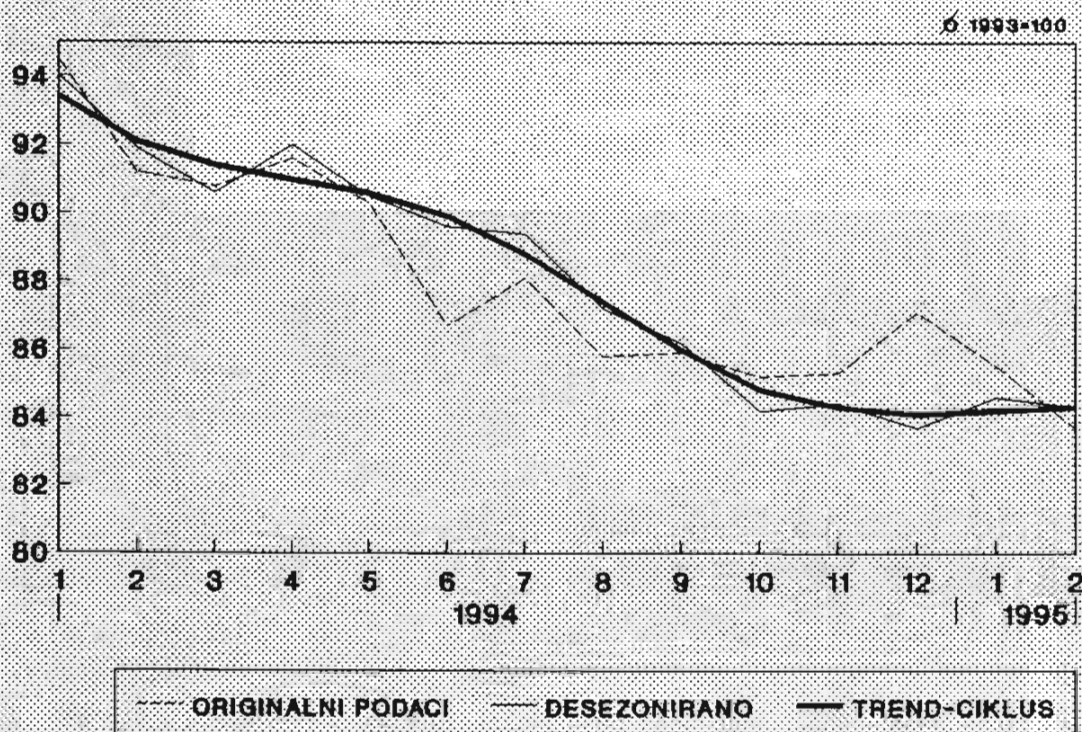
SLIKA 5.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



SLIKA 6.

ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA



omogućava zadržavanje visoke razine uvoza, to usporavanje domaće potražnje i povećanje udjela inozemne komponente u strukturi njenog podmirivanja, postupno ograničava i mogućnost porasta plasmana domaćih proizvoda na domaće tržište. U takvim uvjetima, sezonska razina industrijske proizvodnje koja je od veljače do studenog 1994. godine rasla po prosječnoj mjesečnoj stopi od 0.8% prelazi u stagnaciju i lagani pad koji u naredna tri mjeseca prosječno iznosi 0.2% mjesečno. Time dolazi i do zaustavljanja tendencije njenog povećanja, usporedo sa zaustavljanjem tendencije smanjivanja zaliha gotovih proizvoda.

Dakle, hrvatska ekonomija na početku 1995. godine još se uvijek nalazi u fazi nadoknađivanja dijela gubitaka u proizvodnji i potrošnji iz razdoblja hiperinflacije, koja faza i jeste karakteristična za tip antiinflacijske politike koji je primjenjen u Hrvatskoj i za uvjete u kojima je on primjenjen. Izvorište toga leži u efektima brze remonetizacije u uvjetima kad devizni transferi i resupstitucija deviza domaćim novcem održavaju stabilnost tečaja kao vodećeg indikatora cijena. Međutim, proces remonetizacije, odnosno brzog rasta novčane mase bez utjecaja na cijene nije mogao dugo trajati, pa time ni privredni rast zasnovan na njemu.

Usporavanje rasta novčane mase proizašlog iz djelovanja stand-by aranžmana zbog opasnosti obnavljanja inflacije, ali i rastući pritisak uvozne konkurencije na realizaciju domaće ponude u uvjetima porasle kupovne snage na domaćem tržištu i sukladno tome promjenama u strukturi potrošnje, počinje se zato odražavati na zaustavljanje rasta i početak stagnacije privredne aktivnosti.

To je, naravno, i nedvosmisleni signal nosiocima ekonomske politike za potrebu ubrzanja provedbe druge faze Stabilizacijskog programa, kako bi se ta faza započela realizirati na vrhu kratkoročnog proizvodnog ciklusa i u uvjetima stabilnih cijena, da bi i njeni ekonomski i socijalni troškovi bili relativno najmanji. I za pojedine dijelove i za ekonomiju u cjelini.