

I. ZAUZIMANJE STARTNIH POZICIJA

Mjesec kolovoz bio je zapravo posljednji u kojem se autonomno reproducirao mehanizam privrednih kretanja uspostavljen i podržavan dosadašnjim tijekom te modalitetima provođenja Stabilizacijskog programa, odnosno pod utjecajem ekonomske politike koja je bila pretežno determinirana samo unutrašnjim faktorima i s dominantnim ciljem uspostavljanja i zatim održanja stabilnosti cijena uz minimalizaciju troškova. Već u rujnu situacija se mijenja u dijelu gdje se sučeljavaju ostvarene razine i dinamike kretanja monetarnih i fiskalnih agregata, a indirektno i plaća, sa indikativnim sidrima utvrđenim u Memorandumu o gospodarskoj politici i eksterno valoriziranim odobrenim stand-by aranžmanom, pri čemu stupanj usklađenosti tih razina i sidara predstavlja koeficijent povećanja ili smanjenja restriktivnosti politika na tim područjima do kraja 1994. godine i duže. Inkorporiranjem u takve okvire, prvo delimitiranja kamatnih stopa, a zatim i radikalnijih promjena u monetarnoj, kreditnoj i fiskalnoj politici, kao i u platnom prometu, započinje postupna promjena uvjeta, a time i mehanizama privrednih kretanja u narednom razdoblju u funkciji realizacije sada šire postavljenog cilja ekonomske politike - intenziviranja procesa restrukturiranja privrede u uvjetima stabilnosti cijena.

Osnovno obilježje te politike, odnosno uvjeta odvijanja privredne aktivnosti koji će iz nje proizaći, i osnovna razlika u odnosu na prijašnje uvjete, ogleda se u znatnom sužavanju mogućnosti nastavka tendencije postinflacijske remonetizacije nacionalne ekonomije, koja ne samo da je u dosadašnjem tijeku provođenja Programa omogućila rast dohodaka i domaće agregatne potražnje, već je bila i ključni instrument stabilizacije tečaja na deviznom tržištu, kao i efektivnih kamatnih stopa, odnosno elemenat koji je neutralizirao pritiske za njihov rast proizašle iz niske realne likvidnosti i visokih efekata supstitucije domaćeg novca devizama na vrhu inflacijske spirale. Time se težište ekonomske politike prebacuje na strukturne odnose u monetarnoj

i realnoj sferi s neposrednim odrazom i na znatno diferenciranija kretanja pojedinih segmenata unutar i između njih.

Održavanje stabilnosti cijena i jačanje financijske discipline nužne su pri tome pretpostavke da ta diferencijacija ne postane razvojno kontraproduktivna, odnosno da ona upravo bude u funkciji povećanja globalne efikasnosti, što s druge strane zahtjeva i uspješno balansiranje između dviju oprečenih tendencija koje u pravilu autonomno prate ograničavanje ponude novca ako je ona podravnotežna, a to su pritisci na daljnji rast ionako visokih kamatnih stopa i na aprecijaciju tečaja na deviznom tržištu. Da li je to objektivno moguće postići bitno zavisi, naravno, i od početne količine realnog novca, odnosno od pitanja da li je njen vrlo ograničen porast u narednom razdoblju dostatan da i u vjetima relativno smanjene mobilnosti (uslijed uvođenja instrumenata dvostrukog pokrića, onemogućavanja automatskog kreditiranja iz primarne emisije i distribucije sredstava na više računa, kao i prijenosa depozita države iz poslovnih u središnju banku koju samo djelimično kompenzira ograničavanje plasmana kredita javnom sektoru) onemogući aprecijaciju tečaja na razinu koja bi inducirala veće poremećaje u platnoj bilanci i proizvodnji, a da to istodobno ne dovede niti do inflacije potražnje niti da, pri čvrsto ograničenom porastu neto domaće aktive, toliko smanji monetarni multiplikator da on i preko kamata i preko same razine kredita privredi inducira pad proizvodnje (i) po toj osnovi.

Odgovor na to pitanje u smislu preciznog empirijskog definiranja "optimalne" količine, odnosno ponude novca u sadašnjem trenutku hrvatske ekonomije, objektivno je teško dati, bez obzira što se brzina opticaja signifikantno približava prosječnim vrijednostima iz predratnog razdoblja, kao što se i prekid tendencije deflacije može tumačiti kao indikator koji ukazuje da se i remonetizacija približava razini iznad koje kratkoročno inducira prvenstveno inflaciju, budući da, suprotno tome, visoke kamatne stope istodobno ukazuju i na krupne probleme u alokaciji novca, odnosno u strukturi aktive banaka, baš kao što i pritisci za aprecijacijom tečaja ukazuju na još uvijek relativni

manjak potražnje za devizama u odnosu na potrebe za domaćom valutom ili, drugačije rečeno, na ograničene mogućnosti akumuliranja deviznih rezervi u domaće novčane tokove pri postojećoj razini privredne aktivnosti i cijena.

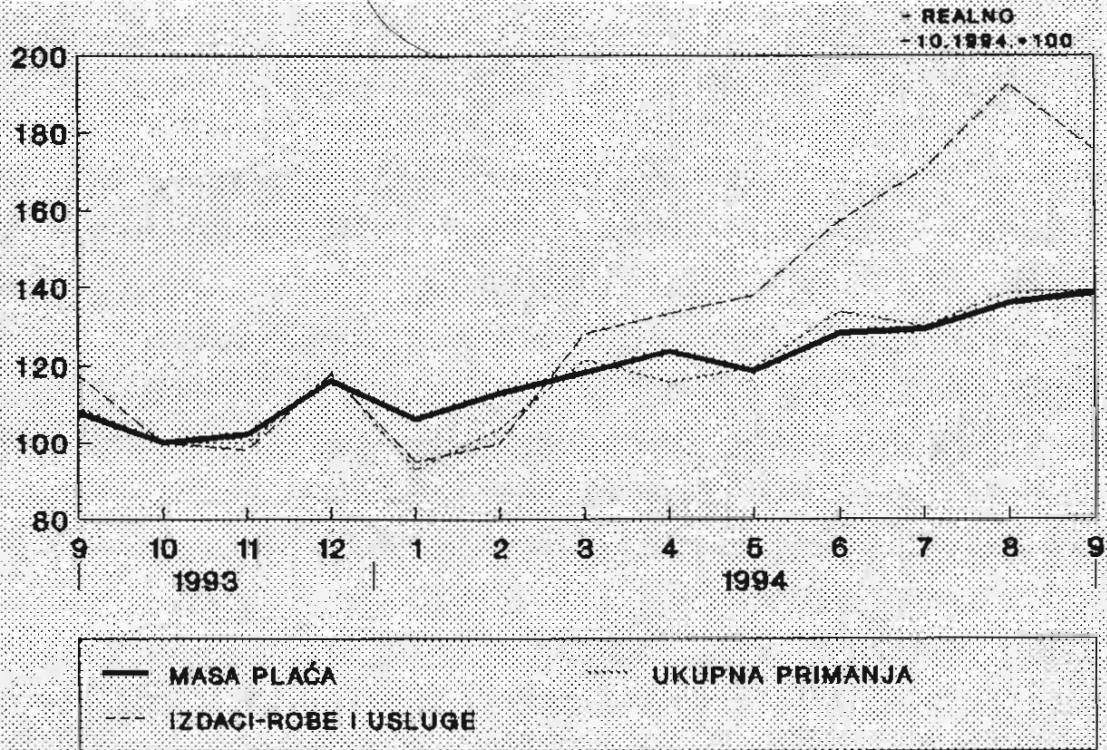
Logično je, zato, da ulazak u stand-by aranžman, pored svih potencijalnih probitaka, nosi u sebi i određene rizike, ali to objektivno nisu eksterno nametnuti već samo eksterno sankcionirani rizici koji neposredno proizlaze iz temeljnih opredjeljenja Stabilizacijskog programa, a čija daljnja realizacija - nakon uspješne prve, antiinflacijske, faze - nužno zatjeva odgovarajuće pomake u ekonomskoj politici. Rizici eventualnih negativnih posljedica tih promjena na razvoj ukupne ekonomske situacije u zemlji su, prirodno, to manji što je početni dinamički potencijal privrede veći, odnosno oni su u značajnoj mjeri funkcija tendencija s kojima privreda ulazi u promjenjene uvjete privređivanja i koje, zavisno od svog predznaka, imaju veću ili manju sposobnost amortizacije poremećaja.

U tom je kontekstu, i sa ekonomskog i sa socijalnog aspekta, značajno da je tijekom kolovoza i rujna nastavljen kontinuitet rasta osnovnih kategorija dohodaka, agregatne potražnje na domaćem ili na stranom tržištu te, otuda, i realizacije društvenog proizvoda - čemu u rujnu treba dodati i izraženije naznake rasta industrijske proizvodnje - čime je, zapravo, dosadašnji tijek provođenja Stabilizacijskog programa i omogućio formiranje makar minimalnih materijalnih i financijskih osnova intenzivnijeg ulaska u proces restrukturiranja, a da njegove eventualno negativne posljedice već u startu ne pređu granice socijalne i ekonomske izdržljivosti.

Tako je u posljednja dva mjeseca masa neto plaća realno porasla za daljnjih 7.2% i njihova je razina u rujnu za 19.2% veća nego u prosincu prošle godine, odnosno za čak 38.5% veća nego u listopadu, što daje kontinuiranu stopu prosječnog mjesečnog rasta u postinflacijskom razdoblju od 3.0%. Pri tome se ne radi o rastu koji bi bio globalno isforsiran socijalnim razlozima, već o logičnoj ekonomskoj posljedici pozitivnog

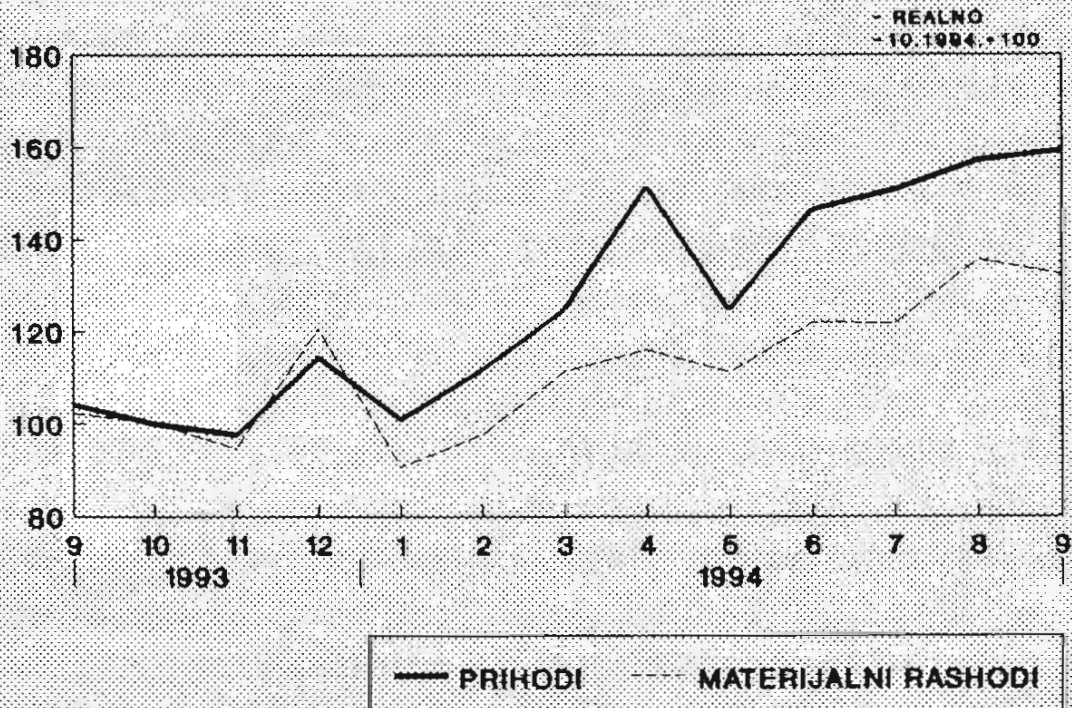
SLIKA 1.

PRIMANJA I IZDAVANJA STANOVNIŠTVA



SLIKA 2.

PRIHODI I MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA



utjecaja zaustavljanja inflacije i izvršene remonetizacije na realni rast neto novčanih prihoda po osnovi realizacije roba i usluga na tržištu. Ti prihodi (kao aproksimacija realiziranog društvenog proizvoda) rastu od listopada prošle do rujna ove godine po prosječnoj stopi od 5.5%, tako da se udio neto plaća u njima zapravo smanjuje sa prethodnom indeksacijom predimenziniranih 28.4% u listopadu i 30.5% u studenom i prosincu prošle na 21.8% u rujnu ove godine, dok u cijelom razdoblju siječanj-rujan 1994. prosječno iznosi 26.5%. Činjenica da je u istom razdoblju prošle godine taj udio bio manji (23.7%) samo ukazuje koliko su mehanizmi inflacijskog oporezivanja u posljednjim mjesecima prije donošenja Stabilizacijskog programa umanjili reproduksijski potencijal privrede.

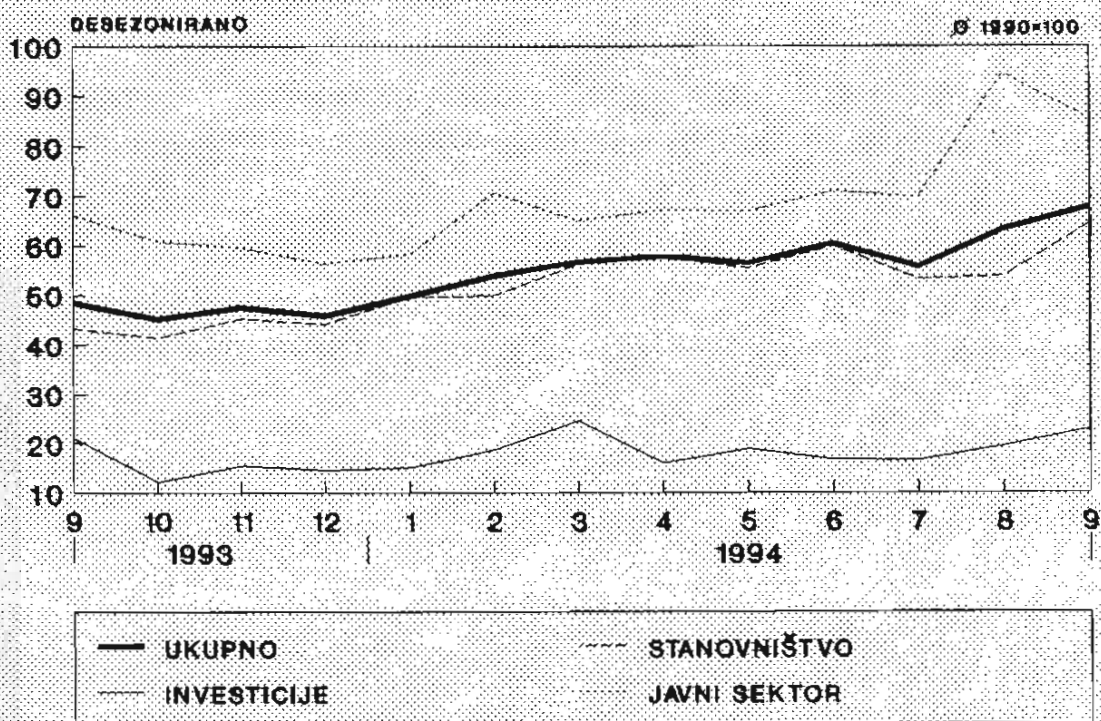
Na takvo kretanje osnove komponente u formiranju platežno sposobne potražnje stanovništva na domaćem tržištu, nadovezuje se tijekom srpnja i kolovoza i sezonsko povećanje broja noćenja inozemnih turista (4.7 i 5.7 miliona noćenja što je za 66.6 više od prošlogodišnjeg), tako da su i izdaci stanovništva za robe i usluge porasli u ta dva mjeseca za 22.5% da bi, i nakon uobičajenog rujanskog smanjenja, ostali u njemu na razini za 10.4% većoj nego u lipnju, intenzivirajući time i ukupnu postinflacijsku tendenciju rasta po prosječnoj mjesečnoj stopi od 5.2% prema originalnim ili 4.1% prema desezoniranim podacima.

Time je, naravno, povećana i poreska osnovica, sukladno čemu je uz efekte uvođenja trošarina, naplata poreza na promet realno povećana u razdoblju srpanj-rujan za 30.5%, a ukupnih prihoda državnog proračuna za 15.9%, determinirajući i rast bruto naplate svih prihoda budžeta i fondova za 8.7% te njihovo dostizanje u rujnu razine za 59.3% veće nego u listopadu prošle godine.

Primarni efekat takvog kretanja prihoda jeste pojava budžetskog suficita koji u državnom proračunu kumulativno iznosi za razdoblje lipanj-rujan 915 mil. kuna omogućujući smanjenje neto zaduženja kod centralne banke za 410 i povećanje likvidnosti za 559 mil. kuna, ali s njime dolazi i do povećanja materijalnih rashoda javnog sektora - bilo tekućih bilo po osnovi ranije

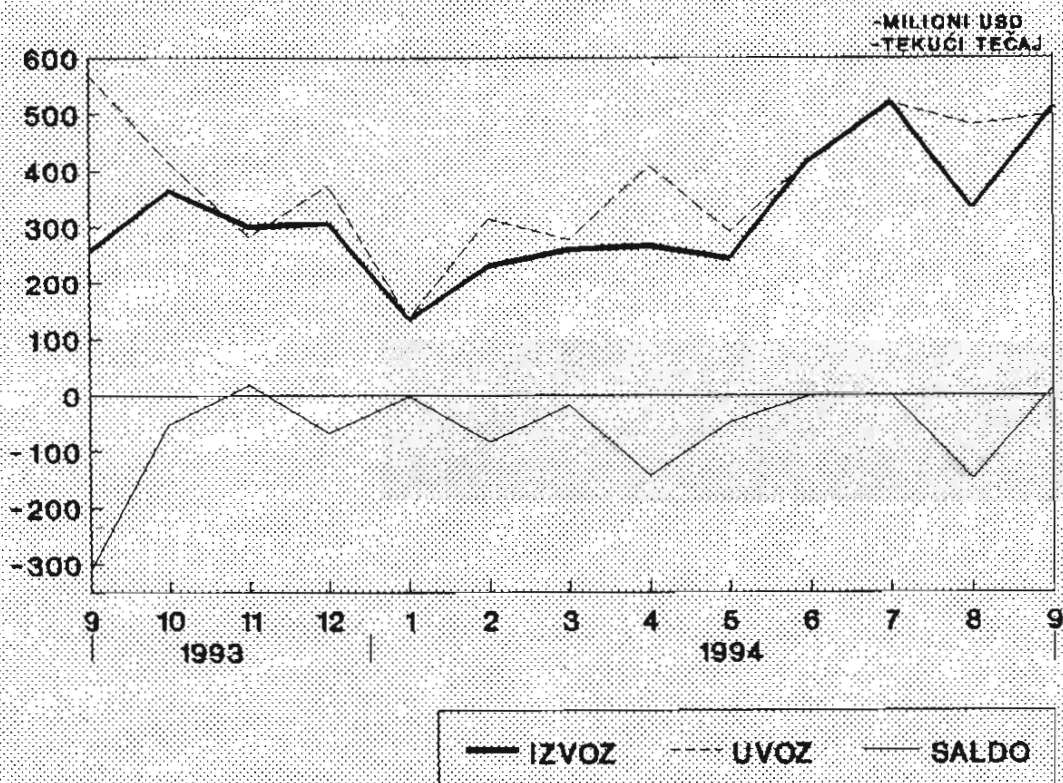
SLIKA 3.

DOMAĆA POTRAŽNJA



SLIKA 4.

IZVOZ I UVOZ ROBA



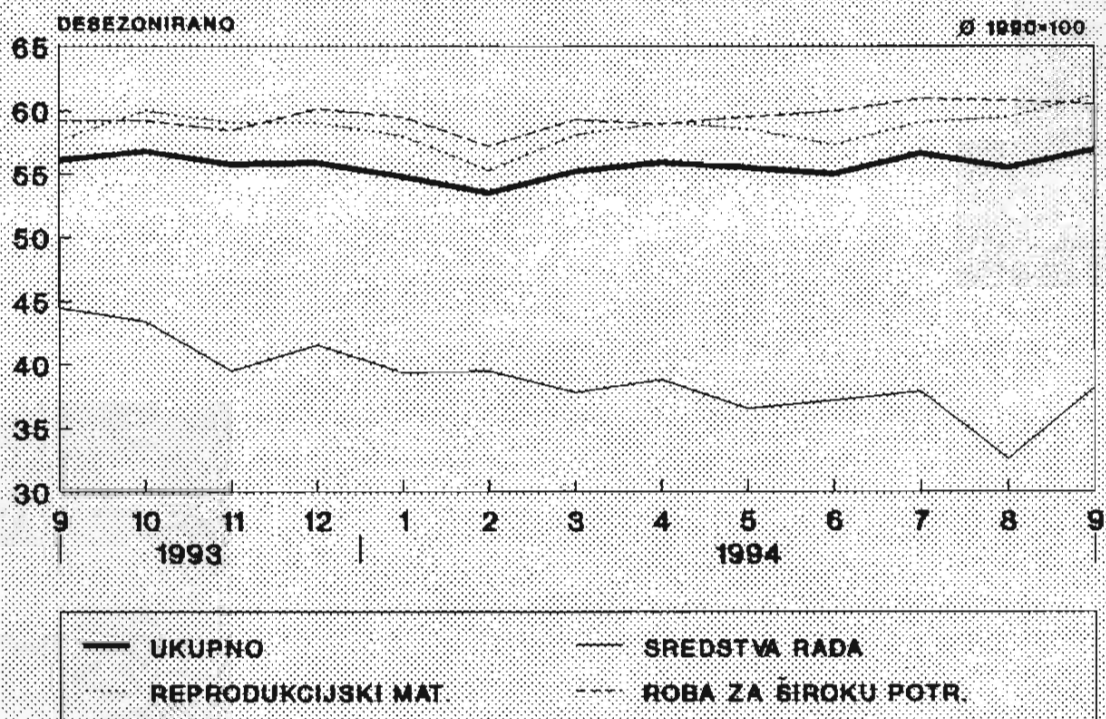
stvorenih obveza prema privredi. Ti su izdaci sezonski atipičnim intenzitetom porasli u kolovozu (11.6%) da bi se u rujnu zadržali na razini koja je u odnosu na listopad prošle godine ralno viša za 32.3% prema originalnim ili za 40.4% prema desezoniranim podacima, dajući prosječnu mjesečnu stopu rasta od 2.6%, odnosno 3.1%.

Tendenciju ubrzanja pokazuje i treća komponenta domaće agregatne potražnje - isplata za investicije, ali njihova izrazito niska razina i visoke mjesečne oscilacije još ne upućuju na zaključak da na tom sektoru dolazi do značajnijih pomaka - na što također ukazuje ne samo tendencija usporavanja proizvodnje sredstava rada već i komparativni pregled međugodišnjih razina pojedinih segmenata domaće potražnje. Dok su, tako, izdaci stanovništva za robe i usluge realno veći u prvih devet mjeseci ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 26.4%, a materijalni rashodi javnog sektora za 19.1%, rast isplata za investicije iznosi tek 3.6%, što s obzirom na nisku bazu i nadprosječnu deflaciju proizvođačkih cijena opreme zapravo znači stagnaciju. To, naravno, diferencira strukturu, ali ne umanjuje ukupnu dinamiku prirasta domaće agregatne potražnje, čija je desezonirana razina porasla u razdoblju srpanj-rujan za 12.2%, zadržavajući nepromijenjenim kontinuitet prosječnog mjesečnog rasta od listopada prošle do rujna ove godine po stopi od 3.8%.

Nastavlja se i tendencija rasta izvoza, koji je nakon 332 mil. dolara u kolovozu (što približno odgovara njegovoj vrijednosti iz srpnja isključujući li se izvoz broda u tom mjesecu) povećan u rujnu na 512 mil. dolara, što je njegova apsolutno najveća mjesečna vrijednost (bez brodogradnje) još od travnja 1993. godine, za 57.6% veća od prosječne u ovoj i u cijeloj prošloj godini. Istodobno, povećan je i uvoz koji se u posljednja tri mjeseca relativno stabilizirao na razini od oko 500 mil. dolara (za 34.1% višoj od ovogodišnjeg i za 28.3% od prošlogodišnjeg prosjeka), ali sporije od izvoza, tako da - osim u kolovozu - povećanje razine izvoza koje započinje u lipnju rezultira i uravnoteženjem salda robne razmjene, dok je - uključujući kolovoz - prosječni

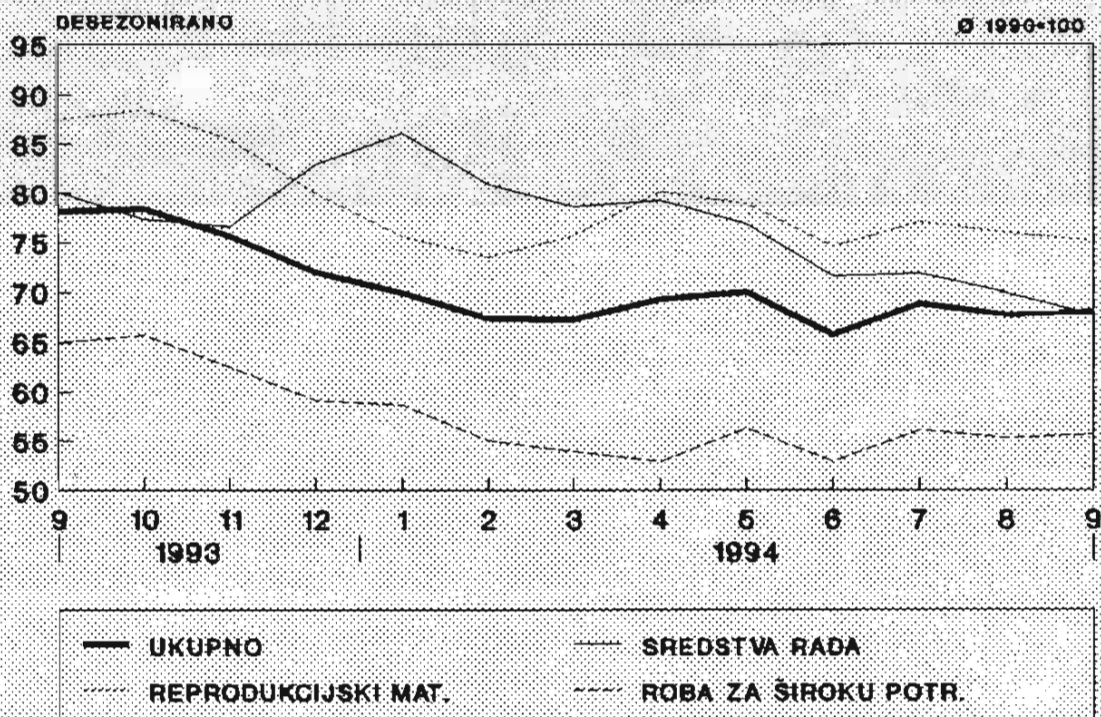
SLIKA 5.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



SLIKA 6.

ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA



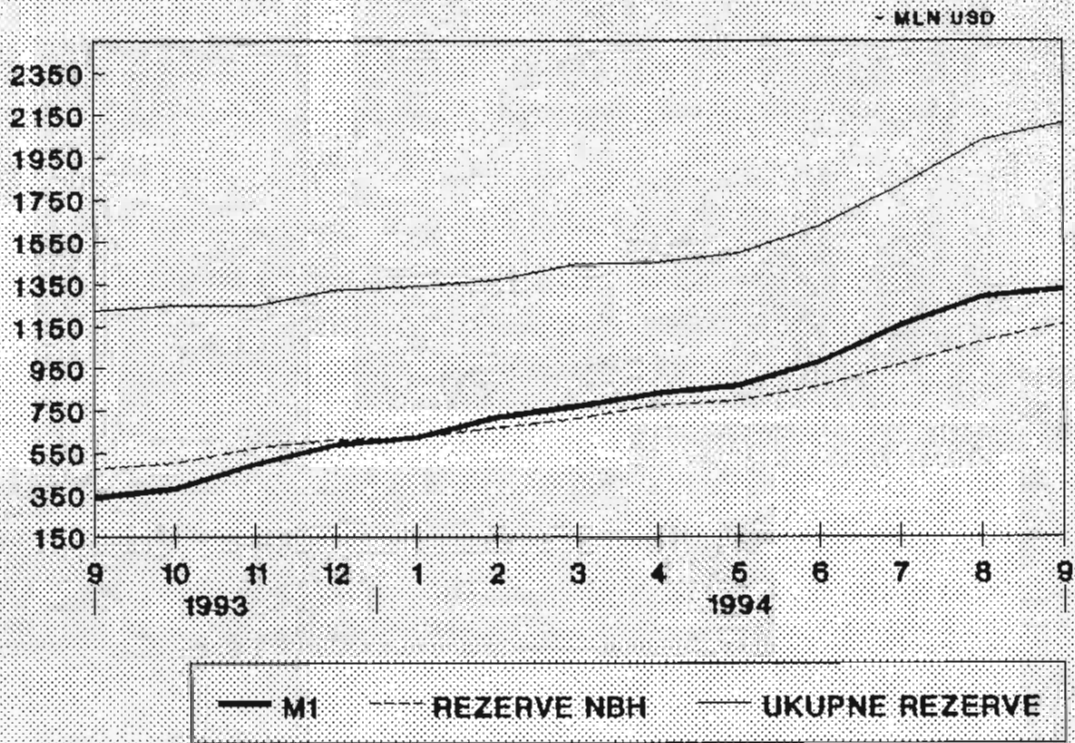
stupanj pokrivenosti uvoza izvozom povećan sa 79.6% u prvih pet na 92.9% u naredna četiri mjeseca ove godine.

U kombinaciji s kretanjem domaće potražnje, takvi vanjskotrgovinski tokovi postupno formiraju i čvršću osnovu za rast industrijske proizvodnje. Dok je, naime, inicijalni postinflacijski rast domaće agregatne potražnje na početku godine u uvjetima niskog izvoza imao prvenstveno za posljednicu pad zaliha gotovih proizvoda, posebno robe za široku potrošnju koje su se od listopada prošle do travnja ove godine smanjivale po prosječnoj mjesečnoj sezonalnoj stopi od 3.5% inducirajući i pad ukupnih zaliha po stopi od 2%, uporedni rast i izvoza i domaće potražnje u narednim mjesecima počinje se - sada uz stagnaciju zaliha - održavati i na kretanje proizvodnje. Zbog problema na sektoru opreme i uopće investicija, taj rast nije još niti posebno intenzivan niti vremenski i strukturno ujednačen, ali je ipak sezonalna razina industrijske proizvodnje u rujnu za 6.3% veća od minimuma iz veljače (od čega je 3.5 postotna poena prirasta ostvareno u razdoblju srpanj-rujan) i za 2.7% veća od ovogodišnjeg prosjeka, dostigavši razinu iz listopada prošle godine. U okviru toga, proizvodnja roba za široku potrošnju je u odnosu na listopadsku povećana za 2.2, a reprodukcijских materijala za 2.9%, dok je proizvodnja sredstava rada niža za 12.0%.

S druge strane, tendencija uravnoteživanja robne razmjene i znatno povećani izvoz usluga, rezultiraju u posljednja tri mjeseca i rastom ukupnih deviznih rezervi za 484 mil. dolara (192 u srpnju, 211 u kolovozu i 81 u rujnu), od čega deviznih rezervi centralne banke za 294 miliona dolara (104, 112, 78) koje su u rujnu dostigle iznos od 1160 mil.dolara (ukupno 2111) i za 660 (859) mil.dolara su veće nego na početku provođenja Stabilizacijskog programa. Monetarni efekat toga bio je vrlo visok porast tijekom mjeseca srpnja i kolovoza količine gotovog novca u opticaju (28.7%), novčane mase (31.1%) te ukupnih likvidnih sredstava (20.6%) na kojim razinama (za 133.3, 191.6 i 104.5% nominalno višim nego u listopadu prošle godine) su zadržane i u rujnu, čime je dodatno intenziviran dosadašnji proces

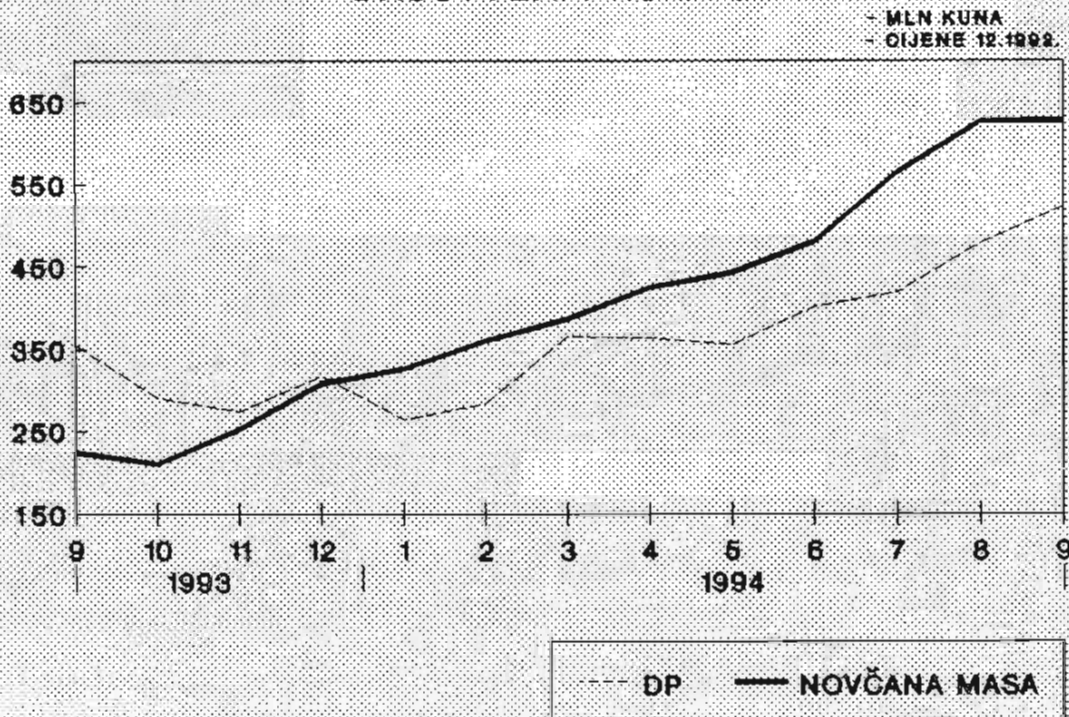
SLIKA 7.

DEVIZNE REZERVE I NOVČANA MASA



SLIKA 8.

NOVČANA MASA I REALIZIRANI DRUŠTVENI PROIZVOD



remonetizacije nacionalne ekonomije, povećavajući odnos između novčane mase i realiziranog društvenog proizvoda sa 0.73 u listopadu prošle na 1.31 u kolovozu i još uvijek relativno visokih 1.20 u rujnu ove godine.

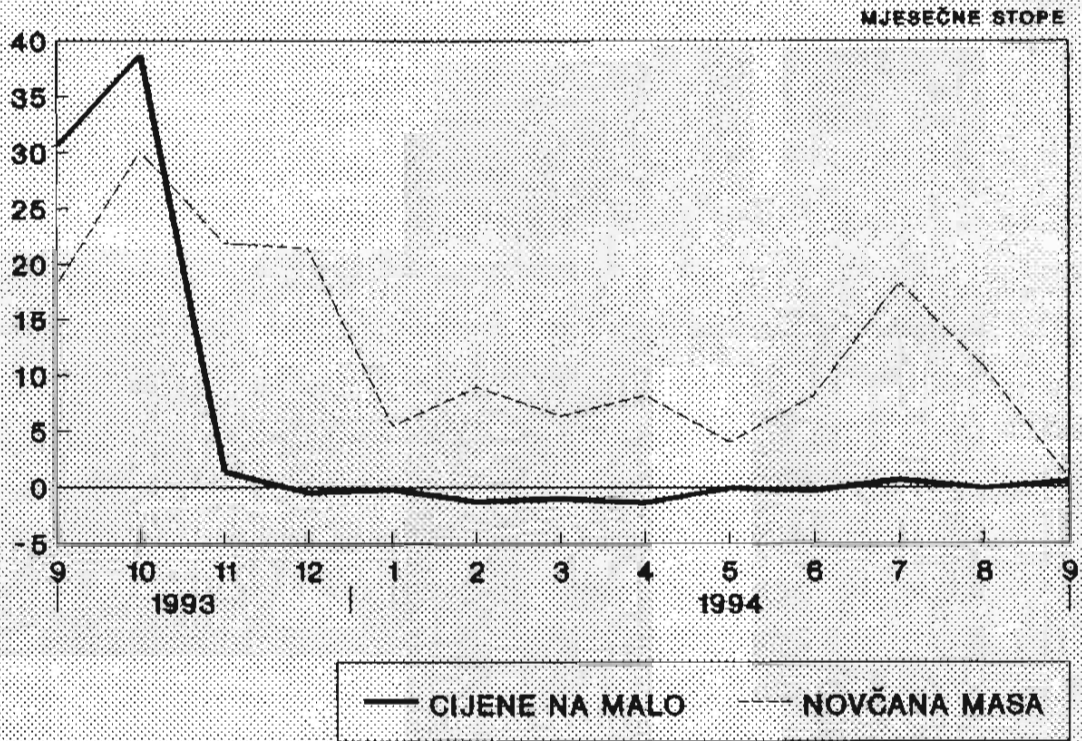
U takvim uvjetima, prethodna najava, a krajem rujna i realizacija promjena u monetarnoj sferi i platnom prometu ipak nije dovela do ozbiljnijih poremećaja u novčanim tokovima, iako su u tome značajnu početnu ulogu odigrali fleksibilni pristup centralne banke u vremenskoj distribuciji dozvoljenog prirasta monetarnih agregata do kraja godine kojim su, po osnovi otkupa deviza smanjenja obvezne rezerve i odobrenim kreditima iz primarne emisije, kreirana u prva dva tjedna listopada likvidna sredstva u ukupnom iznosu od oko 950 mil. kuna, kao i koordinirana "noćna" aktivnost centralne banke i poslovnih banaka na održavanju tekuće likvidnosti svih jedinica u sustavu.

Da, međutim, prethodna remonetizacija nije već značajno povećala likvidnost ne bi bilo moguće da ni takva intervencija centralne banke apsorbira probleme proizašle iz prijenosa depozita države iz poslovnih u centralnu banku te iz samoograničavanja plasmana dijela slobodnih sredstava zbog vlastite financijske sigurnosti ili povećanih rizika, odnosno da se ti problemi jače ne odraze na tržištu novca. Na njemu je, naime, bez relevantnog utjecaja na kamatne stope, a sukladno realnom povećanju novčane mase, ponuda novca kontinuirano rasla sa 132 mil. kuna u prosincu prošle na 351 mil. u srpnju ove godine da bi zatim skočila na 532 u kolovozu i 762 mil. kuna u rujnu, dvostruko nadmašujući u tim mjesecima veličinu potražnje. Otuda, smanjenjem ponude u prva dva tjedna listopada kad je ona ukupno iznosila 174 mil. kuna, njena prosječna razina samo je vraćena na predsezonske iznose.

Istodobno, potražnja za novcem koja je nakon prvih efekata implementacije Stabilizacijskog programa smanjena sa 2085 mil. kuna u studenom i 1750 u prosincu prošle na 248 mil. kuna u veljači ove godine, uporedo s rastom plaća i ukupne privredne aktivnosti započinje od tada i sama rasti, ali sporije od ponude,

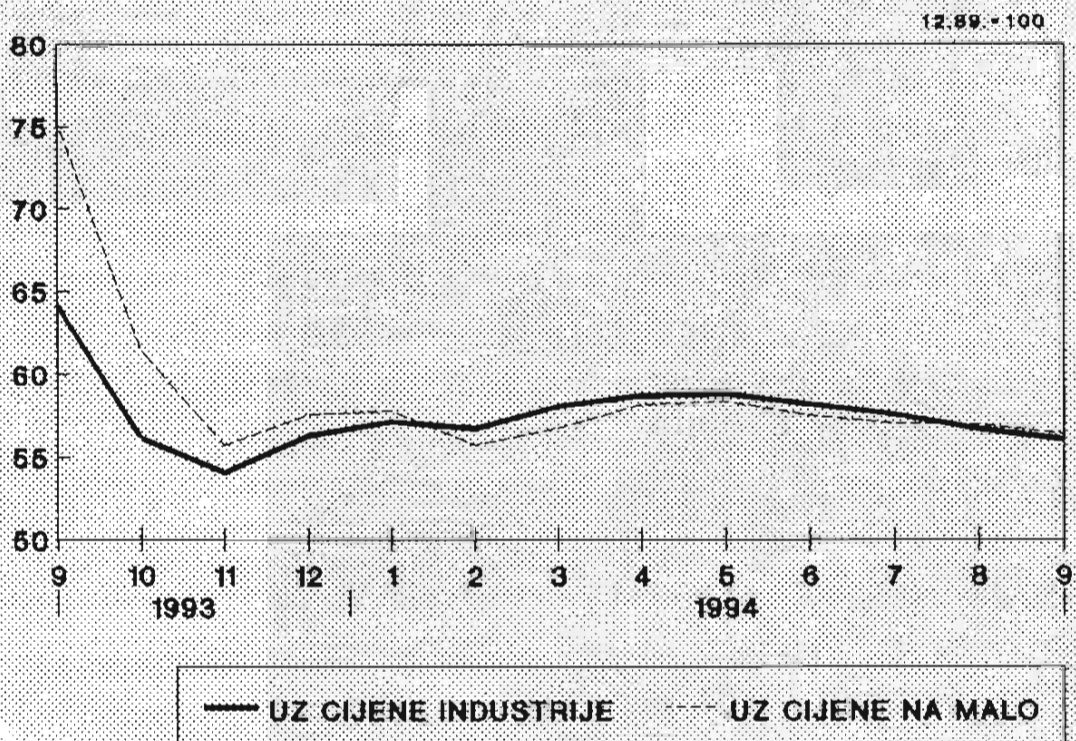
SLIKA 9.

NOVČANA MASA I INFLACIJA



SLIKA 10.

INDEKSI REALNOG EFEKTIVNOG TEČAJA KUNE



dostigavši u rujnu iznos od 370 mil. kuna na kojoj razini je približno zadržana i u prvoj polovini listopada (168 mil. kuna). Na taj način, iako smanjena, ponude je novca još uvijek ostala dostatna da globalno udovolji potražnji, bez obzira što je ujednačavanje njihovih razina, za razliku od prethodne situacije kad je postojao višak ponude, povećalo strukturne probleme u realizaciji potražnje.

To cijelu stvar vraća na početno pitanje, da li je nakon listopadske intervencije centralne banke ukupna ponuda novca dostatna da i u narednom razdoblju, koristeći još samo preostali manevarski prostor u okviru utvrđenih monetarnih sidara, omogući održanje stabilnosti cijene novca i deviza. Odgovor na to pitanje prvenstveno zavisi od stvarne spremnosti ekonomske politike da realizira proklamirana opredjeljenja u vezi s jačanjem financijske discipline, kako privrede i banaka tako i same države.

Naime, da podsjetimo, količina, struktura i sektorska distribucija novca regulirana su u Memorandumu o gospodarskoj politici posredstvom četiri nominalna sidra, od kojih su prva dva relevantna za globalnu ponudu, a preostala dva za strukturu potražnje. U prvu grupu spadaju "plafoniranje" prirasta neto domaće aktive bankarskog sustava i utvrđivanje donje granice prirasta neto inozemne aktive centralne banke. Kako zbroj tih dviju komponenti dominantno određuje promjenu ukupnih likvidnih sredstava u nacionalnoj ekonomiji, njima je determiniran i potencijal ukupne ponude novca, ali na način koji ostavlja njegovu strukturu fleksibilnom.

To iz razloga što primarna emisija formalno nije ograničena čime Banka zadržava relativno značajan prostor za intervencije na deviznom tržištu. Istodobno, međutim, ukoliko bi tim operacijama centralna banka brže emitirala gotov novac od dozvoljenog prirasta neto domaće aktive smanjio bi se prostor autonomnog kreiranja depozitnog novca od strane poslovnih banaka odnosno smanjio bi se monetarni multiplikator. Zato, da bi u takvim uvjetima banke bile u mogućnosti da udovolje potražnji za kreditima privrede (po osnovi čega mogu doći najjači pritisci u

pravcu aprecijacije tečaja i rasta kamatnih stopa) potrebno je da se dosljedno realizira druga grupa sidara koja ograničava prirast kredita državi i izabranim poduzećima u pretežnom vlasništvu države, kako bi se znatno smanjio njihov udio u korištenju kredita.

Radi se, dakle, o jednostavnom principu spojenih posuda kojim se istodobno nastoji i održati stabilnost cijena i omogućiti normalno financijsko poslovanje "zdravog" dijela privrede. Za njegov uspjeh potrebno je, naravno, da svi dijelovi tog mehanizma funkcioniraju usklađeno. Ako se u tome uspije, nema velike opasnosti od naglih i drastičnih promjena tečaja i kamatnih stopa koje bi proizašle iz smanjenja opće likvidnosti.

**OSNOVNI POKAZATELJI PRIVREDNIH KRETANJA
U RAZDOBLJU SIJEČANJ-RUJAN 1994. GODINE**

- Indeksi realne razine

	<u>I-VI 94</u> <u>I-VI 93</u>	<u>I-VIII 94</u> <u>I-VIII 93</u>	<u>IX 94</u> <u>IX 93</u>	<u>I-IX 94</u> <u>I-IX 93</u>
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	93.5	94.8	101.5	95.6
- Sredstva rada	79.1	80.9	86.1	81.5
- Reprodukcijski materijal	96.8	98.0	106.0	98.9
- Roba za široku potrošnju	96.2	96.3	102.2	97.0
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	89.7	89.8	87.1	89.5
ZAPOSLENOST (d.s)	94.3	94.4
- Privreda	93.0	93.0
- Neprivreda	99.2	99.5
IZVOZ ROBA	78.4	90.2	199.0	99.7
UVOZ ROBA	74.1	94.2	87.8	93.2
PROMET NA MALO	94.8	97.2	122.0	100.3
MASA NETO-PLAĆA	129.2	126.5	128.5	126.7
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	124.1	121.2
JAVNI PRIHODI	125.1	128.5	152.8	131.2
IZDACI STANOVNIŠTVA	118.1	123.4	149.3	126.4
ISPLATE ZA INVESTICIJE	99.3	103.1	108.4	103.6
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	116.1	117.8	129.4	119.1
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	415.4	307.5	113.9	258.6
CIJENE NA MALO	482.0	355.6	135.5	301.2