

## I. RAST NOVCA UZ PAD PROIZVODNJE

Sezonsko povećanje otkupa deviza od strane centralne banke i kreditima financirana otplata anuiteta javnog duga po osnovi stare devizne štednje, inducirali su značajan porast monetarnih agregata tijekom mjeseca srpnja. Uz povećanje deviznih rezervi u protuvrijednosti od 344 mil. kuna i plasmana državi za 139 mil. kuna na strani aktive te uz smanjenje depozita države za 143 mil. kuna na strani pasive, centralna banka kreirala je u srpnju primarni novac u iznosu od 616 mil. kuna (povećanje u odnosu na lipanj za 11.1%), od čega je kroz povećanje depozita poslovnih banaka (za 13.2%) sterilizirano 320 mil. kuna dok je gotov novac u opticaju povećan za 290 mil. kuna (9.7%). Kako je istodobno - i uz smanjeni monetarni multiplikator - depozitni novac u poslovnim bankama porastao za 464 mil. kuna (za 9.8%), novčana masa povećana je u srpnju za 775 mil. kuna ili za 9.8%. Zajedno s monetarnim efektima deblokiranja dijela deviznih depozita, to je rezultiralo rastom ukupnih likvidnih sredstava nacionalne ekonomije za 1967 mil. kuna (9.2%) te neto domaće aktive bankarskog sustava za 1729 mil. kuna (13.3%), što po prosječnom tečaju iznosi 345 mil. USD.

Time je u odnosu na stanje krajem prosinca prošle godine, količina gotovog novca u srpnju veća za 23.1%, novčana masa za 27.5%, a neto domaća aktiva bankarskog sustava - kao ključni parametar monetarne politike - veća je za 29.0%, s tendencijom natprosječne mjesečne dinamike rasta tih agregata i tijekom mjeseca kolovoza (na dan 20. kolovoza količina gotovog novca veća je u odnosu na kraj srpnja za 9.2%, novčana masa za 3.9%, a NDA za 3.6%). U takvim uvjetima, razina neto domaće aktive bankarskog sustava (15.3 mlrd. kuna) dostigla je krajem kolovoza limit utvrđen modificiranom projekcijom u okviru stand-by aranžmana za mjesec rujna, što je navelo centralnu banku da poveća stopu obvezne rezerve (sa 29.8 na 30.8%) i obveznog upisa blagajničkih zapisa (sa 7.1 na 8.7%).

Takva monetarna kretanja tijekom srpnja i prve polovine kolovoza odrazila su se i na odnose ponude i potražnje na tržištu novca. Dok je tijekom prvog polugodišta prosječna mjesečna razina ponude od 435 mil. kuna dostizala 71% potražnje, 424 mil. kuna ponuđenih na tržištu u srpnju udovoljilo je 83% sezonski smanjene potražnje, da bi ponuda od 537 mil. kuna u kolovozu bila za 13% veća od efektivne potražnje. Unatoč tome, međutim, kamatne stope nastavile su rasti. Sa prosječnih 17.2% u prva četiri ovogodišnja mjeseca, na 18.2% u svibnju, 22.0% u lipnju (efekat tadašnjeg podizanja stope obvezne rezerve i zaoštavanja uvjeta korištenja kredita za likvidnost), 22.8% u srpnju i na preko 23% krajem kolovoza.

Takvo poskupljenje novca u uvjetima porasta njegove ukupne količine, kada poslovne banke povećavaju svoje rezerve kod centralne banke (za 13.2% tijekom srpnja) ne iskoristivši pri tome u cjelosti niti kvote predviđenog reotkupa deviza iz mjenjačkih poslova te javljajući se parcijalno i kao kupci deviza kod centralne banke, ukazuje i na rastuće probleme u sferi alokacije i upotrebe novca kojeg ne može neutralizirati sam porast njegove količine. Od povećane rizičnosti plasmana, gdje profitabilnost vrlo malog dijela ulaganja može podnijeti postojeće kamatno opterećenje, do sve izrazitijih problema u tekućem dijelu platne bilance gdje su uslijed nižeg deviznog priliva od turizma (broj inozemnih noćenja je u prvih sedam mjeseci ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine niži za 31%) i rastućeg deficita u robnoj razmjeni, devizna sredstva u poslovnim bankama smanjena tijekom srpnja i kolovoza za 44 mil. USD (za 4.2%), utječući i na laganu deprecijaciju nominalnog tečaja. Za 0.7% tijekom srpnja i kolovoza i za 1.3% početkom rujna prema DEM, ali - zbog promjene valutarnih odnosa - i za preko 7% prema USD i LIT, prenoseći se i na cijenu domaćeg novca.

Suština problema leži, otuda, u niskoj efikasnosti upotrebe novca s povratnim odrazom na modalitete i makroekonomske troškove njegovog kreiranja. Naime, u uvjetima deficita u razmjeni roba i usluga s inozemstvom (prema podacima za razdoblje siječanj-travanj on iznosi 725 mil. USD determinirajući i ukupan deficit

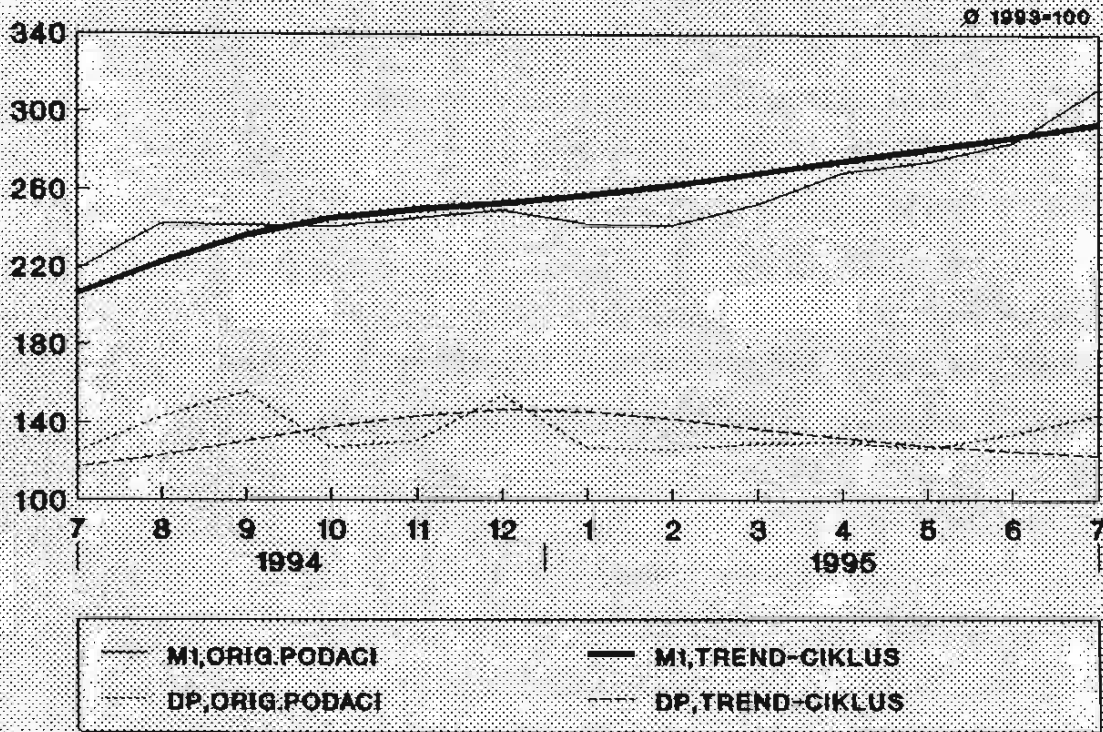
tekućih transakcija platne bilance u tom razdoblju od 580 mil. USD, kojeg teško da je do kraja srpnja moglo značajnije smanjiti sezonsko povećanje deviznog priliva od izvoza usluga - budući da je robni deficit u razdoblju svibanj-srpanj povećan za još 885 mil. USD), prirast deviznih rezervi centralne banke u prvih sedam mjeseci ove godine za 506 mil. USD, uz istodobno povećanje i deviznih sredstava u poslovnim bankama za 113 mil. USD, proizašao je iz različitih neto financijskih transfera čijom konverzijom je kreirana glavnina domaćeg novca. Prirastom neto inozemne aktive centralne banke u tom razdoblju u protuvrijednosti od 1206 mil. kuna pokriveno je 84.5% ostvarenog prirasta primarnog novca, tako da je i 71.8% ukupnog prirasta novčane mase u tom razdoblju (1838 mil. kuna) bilo pokriveno prirastom neto inozemne aktive bankarskog sustava (1318 mil. kuna). Taj prirast nije, dakle, proizlazio iz monetizacije povećane realizacije proizvoda i usluga na inozemnom i domaćem tržištu, već iz financijskih tokova kojima je izravno podržavana domaća potražnja, prvenstveno za uvoznim proizvodima.

Kada je međutim, taj novac jednom ušao u financijske kanale privrede i kada je ona platila materijalne troškove, 30% efektivno naplaćenog bruto domaćeg proizvoda angažirano je za isplatu neto plaća i drugih primanja stanovništva, 43% odnijeli su porezi i doprinosi, 24% angažirano je za pokriće neto financijskih troškova poslovanja - od čega na neto otplatu bankarskih kredita 7% - dok je za investicije i povećanje likvidnosti angažirano samo 3% sredstava.

Na to se nadovezuju supstitucijski efekti povećane uvozne konkurencije (od 1783 mil. USD robnog deficita u razdoblju sijačanj-srpanj, 1432 mil. USD iznosi deficit bez razmjene pogonskih goriva, a 665 mil. USD samo u razmjeni opreme i robe za široku potrošnju), u kojim uvjetima zbog svoje loše financijske strukture - gdje proces restrukturiranja daje za sada još marginalne efekte (neizmirene dospelje obveze iznose krajem srpnja 4983 mil. kuna što odgovara razini od 94.3% depozitnog novca, nasuprot 73.3% krajem 1994. godine) - i zbog povećanja uvozne komponente u strukturi agregatne potražnje, nacionalna

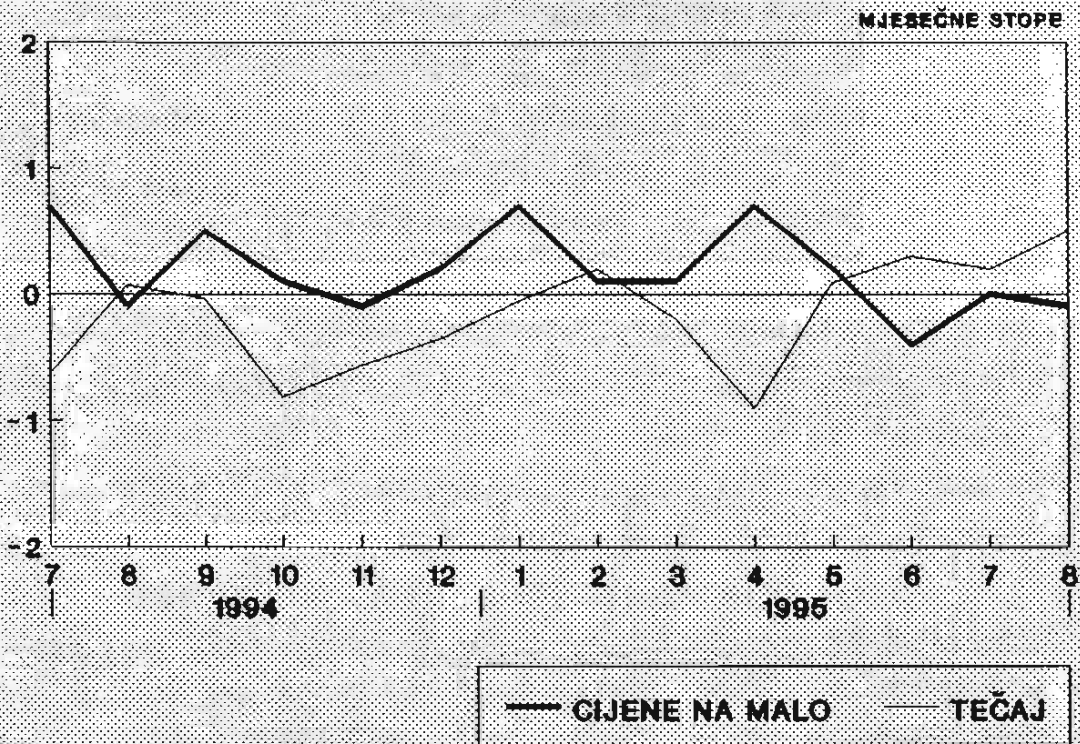
SLIKA 1.

### NOVČANA MASA I BDP



SLIKA 2.

### CIJENE I TEČAJ



*ekonomija nije u stanju da proizvodno reproducira usporen, ali još uvijek značajan, prirast monetarnih agregata.*

*Tako, za razliku od 1994. godine kada je u razdoblju brze post-inflacijske remonetizacije desezonirani realni rast novčane mase po trendnoj stopi od 6.9% mjesečno "vukao" i rast efektivno naplaćenog bruto domaćeg proizvoda po stopi od 3.8% mjesečno, u prvih sedam mjeseci 1995. godine pri rastu novčane mase po trendnoj stopi od 2.2%, naplaćeni bruto domaći proizvod smanjuje se po stopi od 2.5% mjesečno.*

*Tendencije se nisu bitnije izmijenile niti tijekom mjeseca srpnja, iako je porast monetarnih agregata u njemu i neposredno putem povećanja efektivne potražnje stanovništva (za 4.6%) i posredno putem povećanja sredstava na žiro-računima (za 9.2% u okviru čega na računima privrede za 14.9%) intenzivirao novčane tokove rezultirajući povećanjem naplaćene vrijednosti bruto domaćeg proizvoda za 7.1%. To, međutim, nije bilo dovoljno da kompenzira slabije od sezonski uobičajenih rezultata u turizmu, tako da je desezonirana razina izdataka stanovništva za robe i usluge na domaćem tržištu smanjena u odnosu na lipanj za 2.4%, dovodeći i do pada ukupne agregatne potražnje na domaćem tržištu za 2.2%, te naplaćenog bruto domaćeg proizvoda za desezonirano 1.6%.*

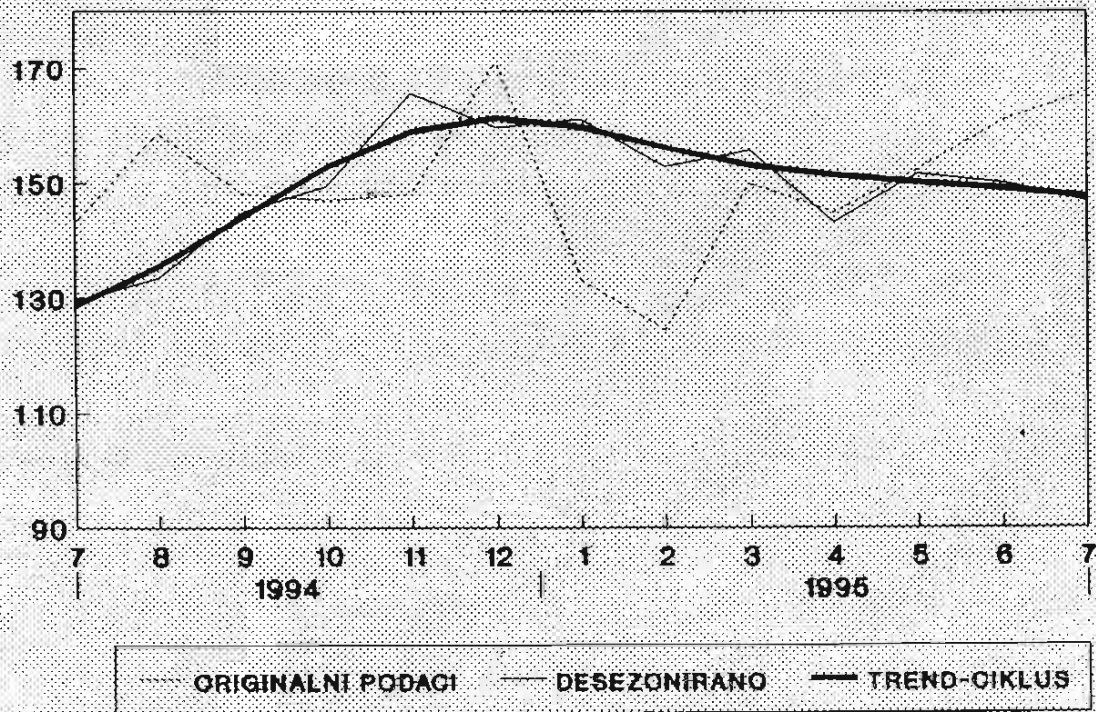
*Slične tendencije pokazuje i industrijska proizvodnja čija desezonirana razina proizvodnje je u srpnju smanjena za 1.9% i koja se u uvjetima smanjenja domaće potražnje najviše izravno suočava s problemom rastuće uvozne konkurencije pri staganciji, a u srpnju i određenom smanjenju izvoza. Naime, unatoč činjenice da je od 783 mil. USD vrijednosti robnog uvoza u srpnju čak 195 mil. USD predstavljao specifičnim razlozima motiviran uvoz nafte - što je povezano i sa smanjenjem zaliha gotovih proizvoda u industriji - tako da je na naftnu industriju otpadalo 163 od ukupno 435 mil. USD robnog deficita u tom mjesecu, deficit u razmjeni opreme i robe za široku potrošnju dostigao je u srpnju 127 mil. USD, što je za 42% više od prosječnog u prvih šest mjeseci ove godine, dok je istodobno*



SLIKA 3.

### DOMAĆA POTRAŽNJA

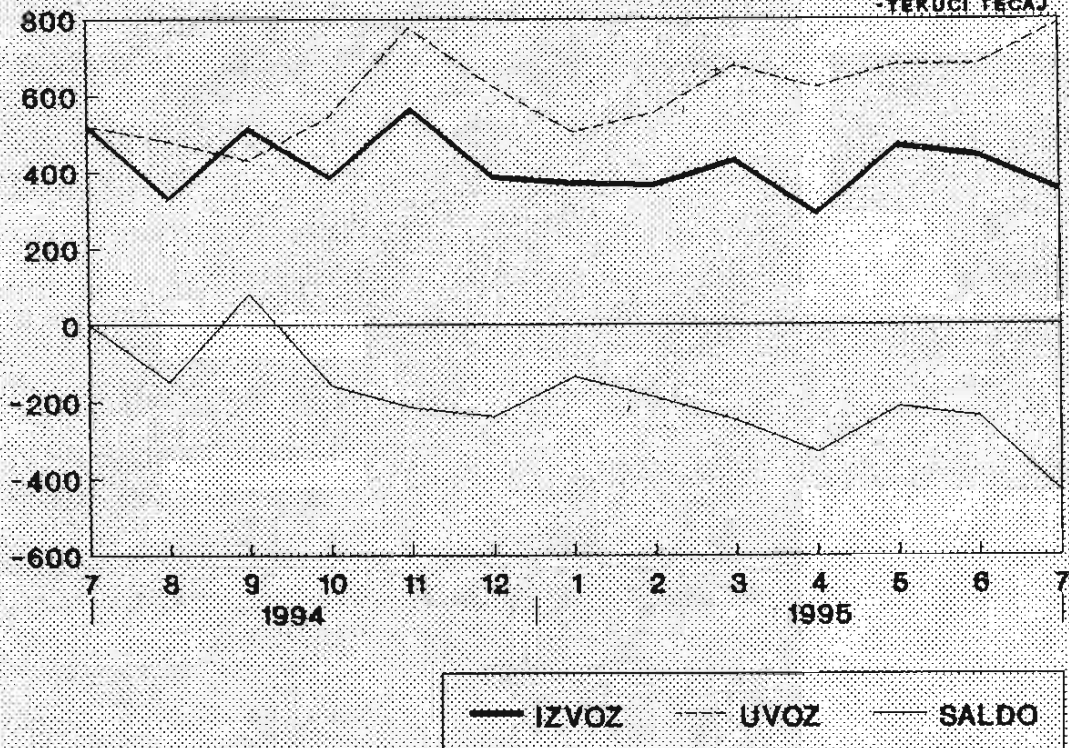
Ø 1983=100



SLIKA 4.

### IZVOZ I UVOZ ROBA

- MILIONI USD  
- TEKUĆI TEČAJ



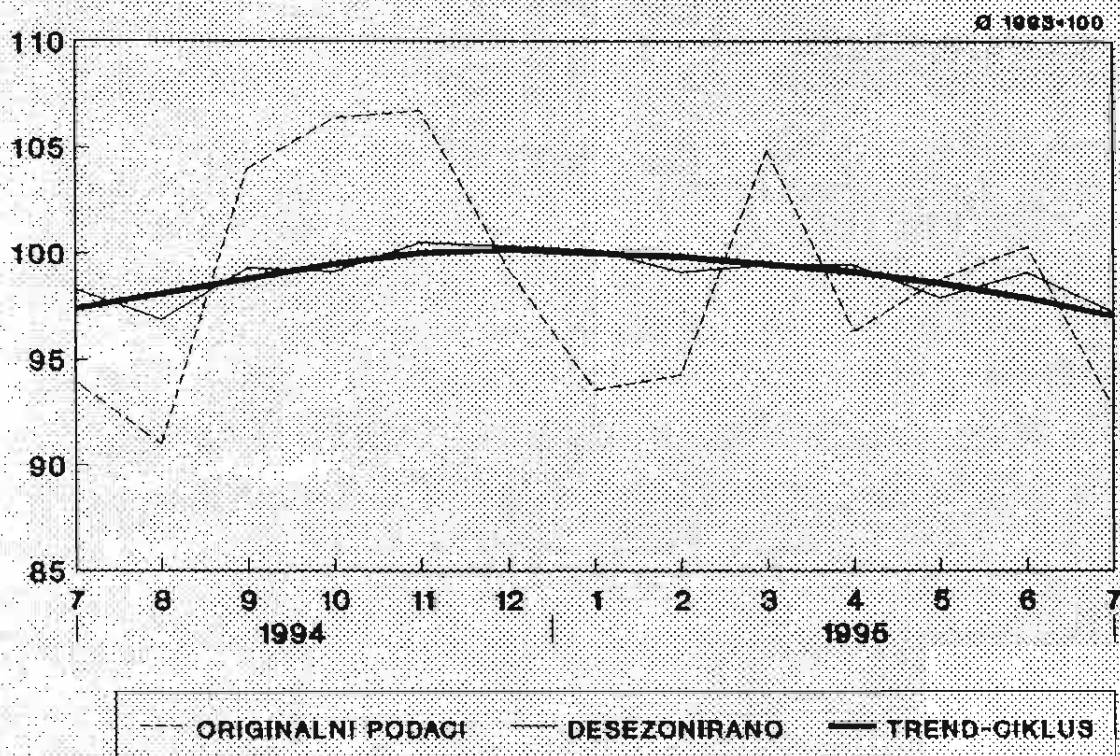
realizirana vrijednosti izvoza od 352 mil. USD za 11% niža od prosječne u prvom polugodištu. Time se i u cijelom sedmomjesečnom razdoblju desezonirana razina industrijske proizvodnje nastavlja smanjivati po trendnoj stopi od 0.4% mjesečno.

S druge strane, očito je, međutim, da upravo snažna uvozna konkurencija postaje sve značajniji činitelj održanja stabilnosti domaćih cijena (nakon stagnacije u srpnju, cijene na malo smanjene su u kolovozu za 0.1% i za samo 1.3% su više nego u prosincu prošle godine, a cijene proizvođača industrijskih proizvoda čak su i niže za 0.2%), unatoč u međuvremenu ostvarenom rastu monetarnih agregata, povećanju kamatnih stopa, a tijekom srpnja i kolovoza i deprecijacije nominalnog tečaja. Iako se sve to odigrava na desezoniranim razinama koje su u prvih sedam mjeseci ove u odnosu na prosjek prošle godine više za 15.4% kod domaće agregatne potražnje, za 11.9% kod naplaćenog bruto domaćeg proizvoda i za 1.6% viša kod industrijske proizvodnje (u samom srpnju te su razine još uvijek više od prošlogodišnjeg prosjeka za 11.7, i 4.9% kod potražnje i bruto domaćeg proizvoda uz stagnaciju industrijske proizvodnje), očito je da takva situacija sve više postaje problematična i s ekonomskog i sa socijalnog aspekta.

Pri tome, bez obzira što su ukupne devizne rezerve tijekom kolovoza smanjene za 57 mil. USD od čega po prvi put i devizne rezerve centralne banke za 52 mil. USD, što će se u nastavku godine smanjivati prirast deviznog priliva od izvoza usluga te da je pitanje u kojoj mjeri će devizni transferi biti još u mogućnosti da neutraliziraju robni deficit te da istodobno predstavljaju osnovu za daljnje kreiranje novca, postojeća razina ukupnih deviznih rezervi od 2870 mil. USD (1859 mil. USD u centralnoj banci) još uvijek je dovoljna da omogući intervencije na deviznom tržištu u funkciji održanja stabilnosti tečaja i preko njega, te preko financiranja uvoza, relativne stabilnosti domaćih cijena. Problem, međutim, ostaje u sferi proizvodnje, a njega sama monetarna politika nije u stanju riješiti, posebno ne u uvjetima sporog odvijanja procesa restrukturiranja privrede. Sve

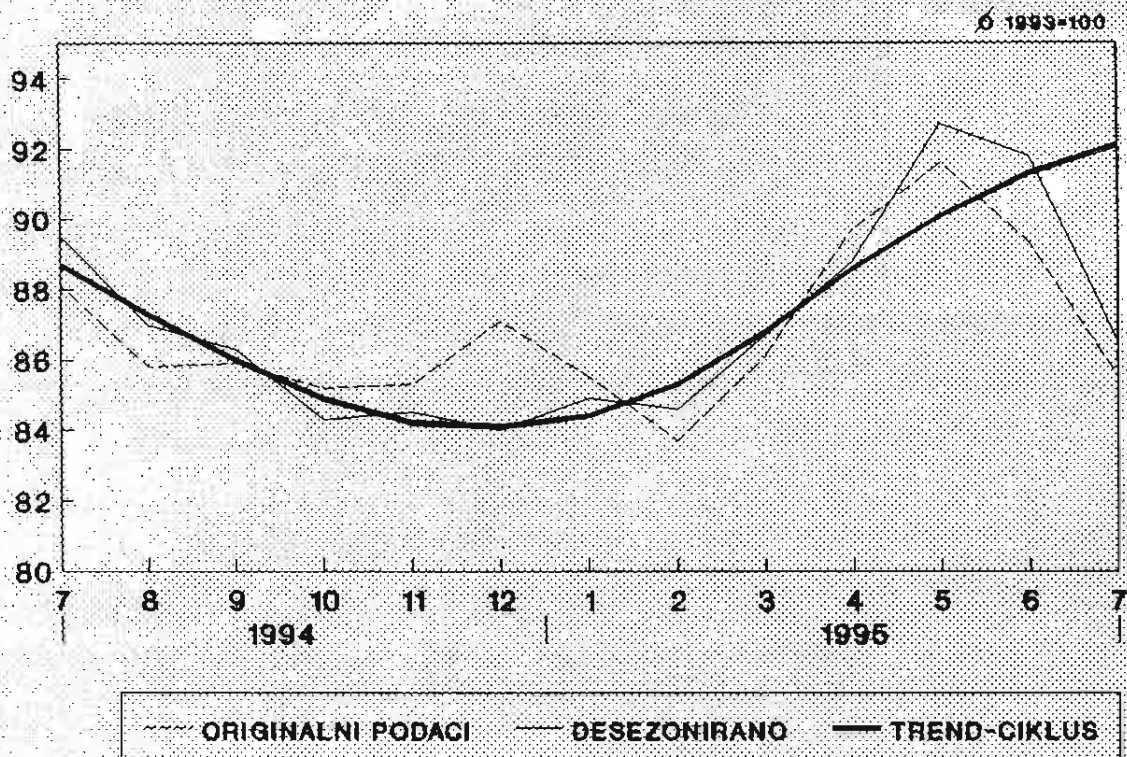
SLIKA 5.

### INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



SLIKA 6.

### ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA





to ukazuje da se brzo približava trenutak kad će se u rješavanje tog problema morati mnogo aktivnije uključiti i fiskalna politika, neovisno od veličine problema koji danas postoje na tom području.

U protivnom samo će se još više intenzivirati problem nedovoljne sposobnosti postojeće financijske strukture nacionalne ekonomije da monetarni input efikasno transformira u proizvodni output, čak i u slučaju da eventualna ekspanzivnija monetarna politika inducira povećanu nominalnu deprecijaciju tečaja.

**Tabela 2.**

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

- Indeksi realne razine

	<u>1993.</u>	<u>1994.</u>	<u>I-VI 95.</u>	<u>VII 95.</u>	<u>I-VII 95.</u>
	1992.	1993.	I-VI 94.	VII 94.	I-VII 94.
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	94.1	97.3	103.9	98.7	103.2
- Sredstva rada	98.1	85.7	101.4	102.9	101.6
- Reprodukcijski materijal	95.1	99.4	105.7	96.1	104.3
- Roba za široku potrošnju	95.2	99.3	102.5	99.8	102.2
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	101.4	88.5	96.5	97.0	96.6
ZAPOSLENOST (d.s)	93.7	94.7	95.7	95.4	95.7
- Privreda	92.1	93.2	94.0	93.7	94.0
- Neprivreda	100.1	100.1	101.6	100.8	101.4
IZVOZ ROBA	84.9	109.1	151.7	67.7	130.7
UVOZ ROBA	104.6	112.1	200.6	151.3	189.8
PROMET NA MALO	71.9	113.2	126.9	115.7	126.5
MASA NETO-PLAĆA	80.9	129.5	150.8	145.2	149.9
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	78.1	125.9	131.4*	123.3	130.1
IZDACI STANOVNIŠTVA	81.1	135.7	136.0**	116.1	132.3
ISPLATE ZA INVESTICIJE	68.0	115.2	88.7	61.6	84.0
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	84.4	126.7	124.7	126.4	124.9
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	1612.4	177.6	100.3	101.2	100.5
CIJENE NA MALO	1617.5	197.6	100.9	101.9	101.0

\* Podaci za svibanj i za razdoblje siječanj-svibanj.

\*\* Prethodni podaci.