

I. ZAVRŠETAK REMONETIZACIJE

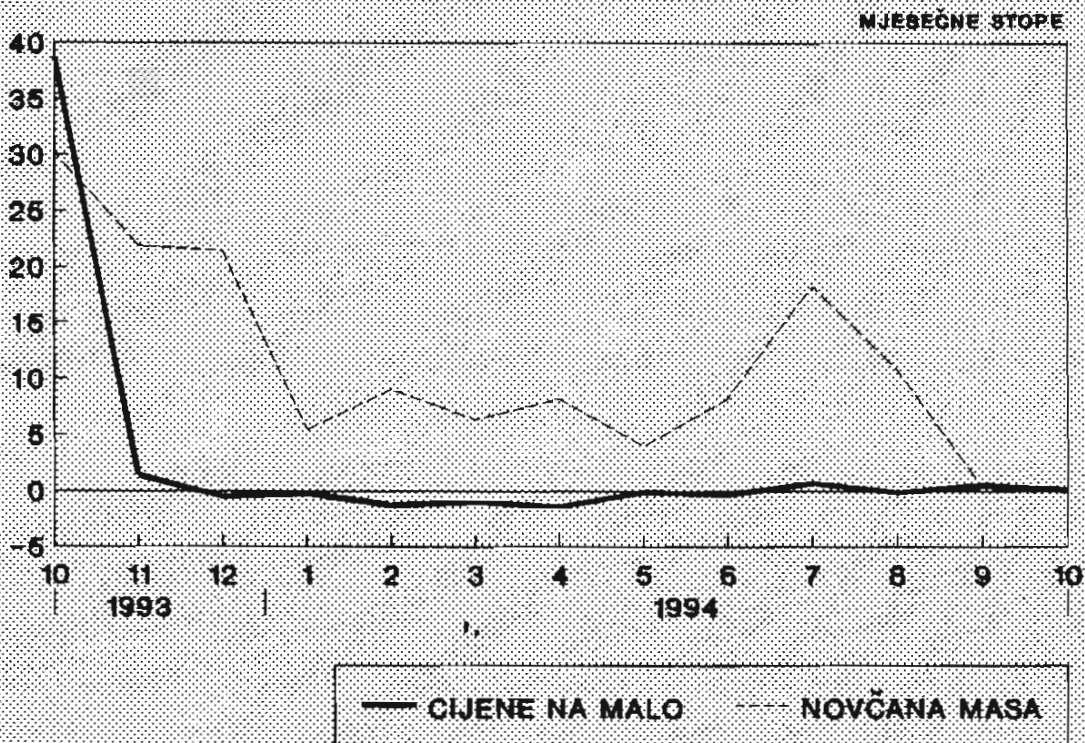
1. Realni tokovi

Nakon 0.3% u rujnu, sukladno politici limitiranja neto domaće aktive, novčana masa porasla je u listopadu za samo 0.1%. Unatoč ponovnom ubrzanju njenog rasta u studenom (1.7% prema prethodnim podacima), time zapravo završava faza brze postinflacijske remonetizacije hrvatske ekonomije, tijekom koje je od studenog prošle do kolovoza ove godine novčana masa rasla po prosječnoj mjesečnoj stopi od 11.2%, omogućujući rast dohodaka i domaće agregatne potražnje u uvjetima stabilnosti cijena te relativizirajući time troškove prethodnog zaustavljanja hiperinflacije. Tako je u posljednjih dvanaest mjeseci novčana masa kumulativno povećana za 190.4%, a njen odnos prema mjesečnoj vrijednosti realiziranog društvenog proizvoda sa 0.725 na 1.461, čime je brzina njenog opticaja smanjena sa istiskujućih 16.6 na za formiranje štednje u nacionalnoj valuti već relativno povoljnih 8.2 puta godišnje. Tome doprinosi i daljnje zadržavanje niskih oportunitetnih troškova gotovog novca (cijene na malo porasle su u listopadu za 0.1, a u studenom su smanjene za 0.1%, dok su cijene proizvođača industrijskih proizvoda nakon listopadskog smanjenja za 0.2% u studenom porasle za 0.6%) koji korespondiraju troškovima njegove konverzije u devizna sredstva (aprecijacija tečaja za 0.8% u listopadu i 0.6% u studenom), što dodatno usporava brzinu opticaja.

S obzirom da je takvo monetarno kočenje prvenstveno inducirano izvršenom reformom monetarnih instrumenata, ono se moralo odraziti i na odogovarajuće promjene u strukturi novčane mase s efektom na varijacije monetarnog multiplikatora. Posebno se to odnosi na zaustavljanje rasta depozitnog novca u razdoblju rujan-studeni (nakon što je u prvih osam mjeseci rastao po prosječnoj mjesečnoj stopi od 10.1%), za razliku od čega, gotov novac u opticaju čija dinamika je smanjena sa 5.8% prosječno mjesečno u razdoblju siječanj-kolovoz na 0.8% u rujnu, ubrzava rast na

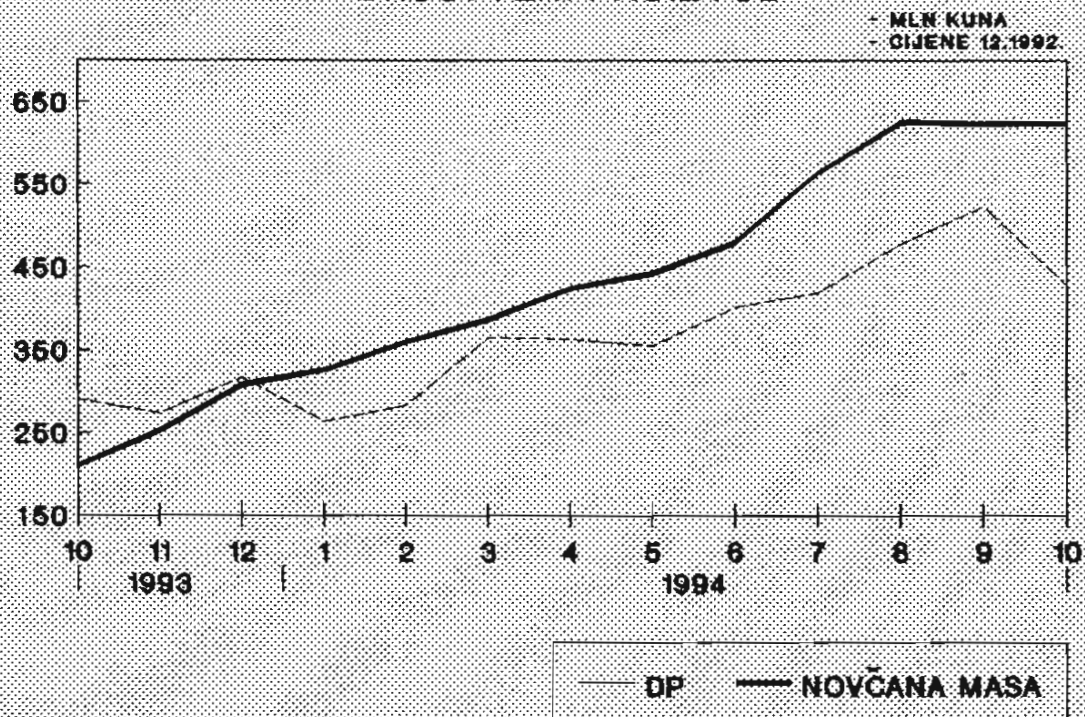
SLIKA 1.

NOVČANA MASA I INFLACIJA



SLIKA 2.

NOVČANA MASA I REALIZIRANI DRUŠTVENI PROIZVOD



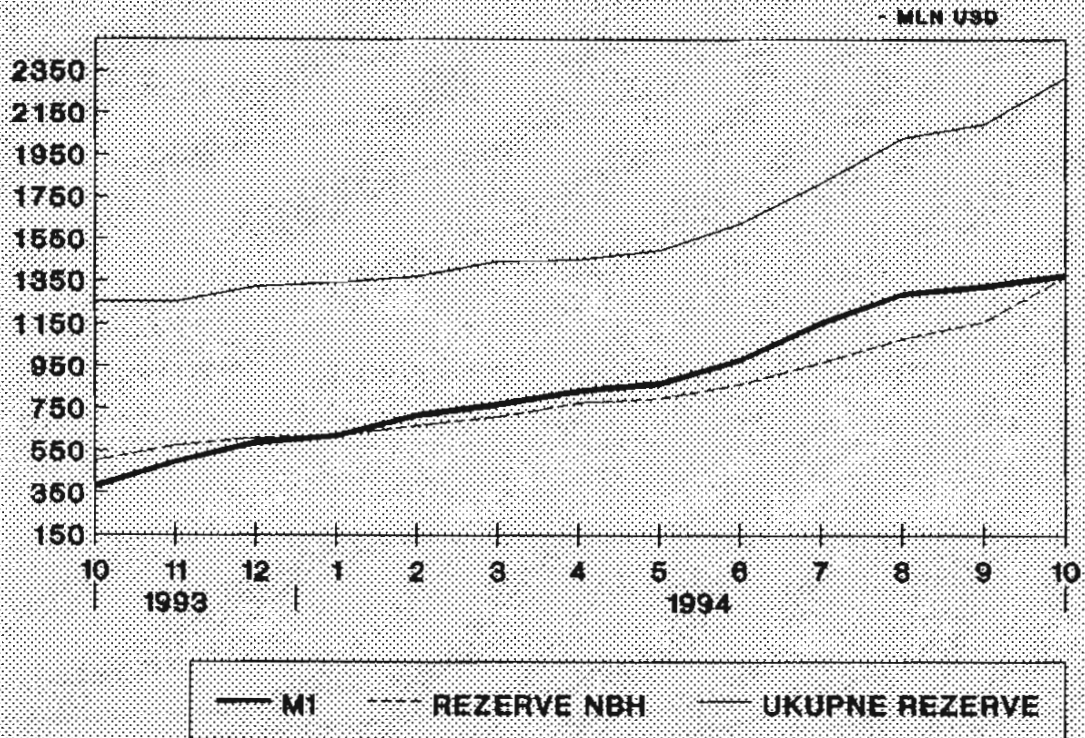
2.1% u listopadu i (prema privremenim podacima) 4.2% u studenom. Izvorište toga leži u smanjivanju rezervi poslovnih banaka kod centralne banke za 10.5% u listopadu i za još 0.5% u studenom kojim je neutraliziran dio efekata proizašao iz prijenosa depozita države u centralnu banku te zaoštrenih uvjeta korištenja kredita iz primarne emisije na tekuću likvidnost poslovnih banaka (baš kao što je prethodni rast likvidnosti inducirao u prvih devet mjeseci rast tih rezervi po prosječnoj mjesečnoj stopi od 10.4%), te, iz istih razloga, u njihovoj povećanoj konverziji deviznih rezervi u domaći novac. Tako su devizne rezerve centralne banke povećane tijekom listopada i studenog za 209 mil. dolara, dok su (u uvjetima povećanog uvoza i deficita u robnoj razmjeni) rezerve poslovnih banaka smanjene u ta dva mjeseca za 62 mil. dolara, što je u cjelini rezultiralo daljnjom aprecijacijom tečaja.

Međutim, unatoč svih navedenih problema čiji je odraz bila tijekom listopada i pojava relativnog viška potražnje u odnosu na ponudu na tržištu novca (za oko 12%), zbog intenziteta prethodne remonetizacije, monetarno kočenje ipak je za sada prošlo bez većih poremećaja u financijskim tokovima.

Usljed toga, osnovne kategorije dohodaka i domaće agregatne potražnje uspjele su u listopadu uglavnom zadržati prethodno dostignute razine, što - s obzirom na visoki sezonski utjecaj u ljetnim mjesecima - još uvijek podržava tendenciju njihovog intenzivnog postinflacijskog rasta. Tako su, u odnosu na listopad prošle godine, plaće realno povećane u masi za 38.2%, ukupna primanja stanovništva za 39.4%, bruto proračunski prihodi za 50.0%, te neto novčana primanja privrede (aproksimacija društvenog proizvoda) za 47.7%, omogućujući da, u uvjetima otklanjanja inflacijskog oporezivanja i smanjenja neregularnih novčanih tokova, izdaci stanovništva za robe i usluge porastu za 68.5% i materijalni rashodi javnog sektora za 42.5%. Otuda su i u cijelom desetomjesečnom razdoblju ove u odnosu na isto razdoblje prošle godine izdaci stanovništva realno veći za 30.2%, a materijalni rashodi javnog sektora za 21.5%, pa doda li se tome i rast isplata za investicije od 7.6%, proizlazi da je zaustavljanje

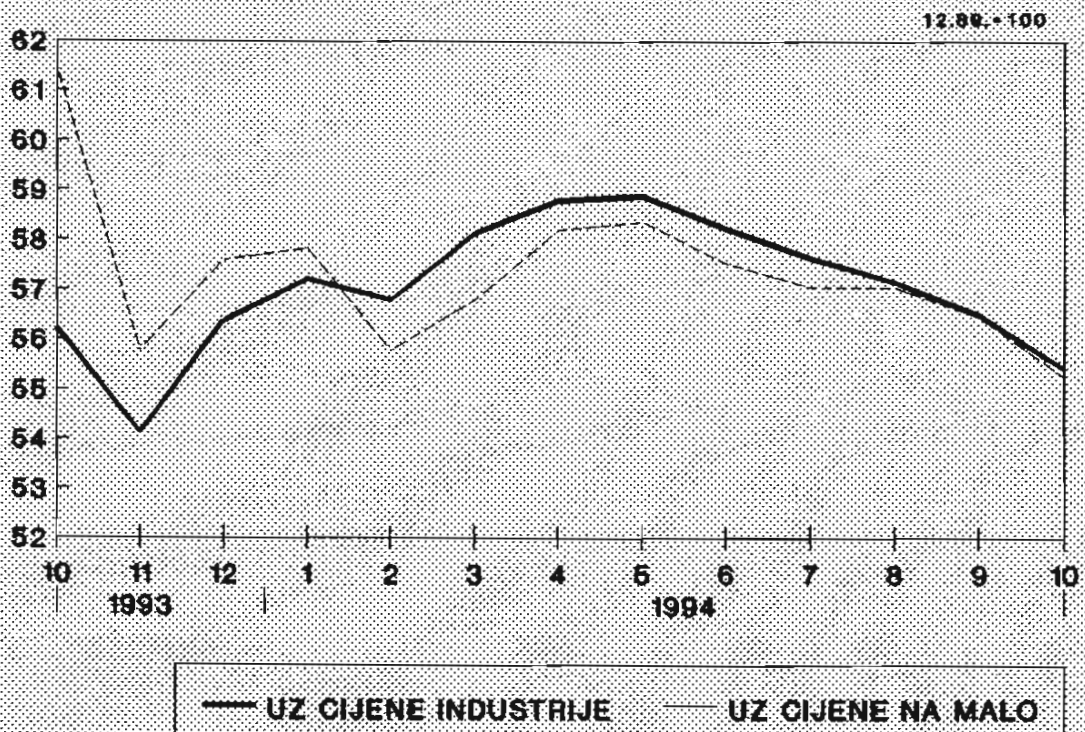
SLIKA 3.

DEVIZNE REZERVE I NOVČANA MASA



SLIKA 4.

INDEKSI REALNOG EFEKTIVNOG TEČAJA KUNE



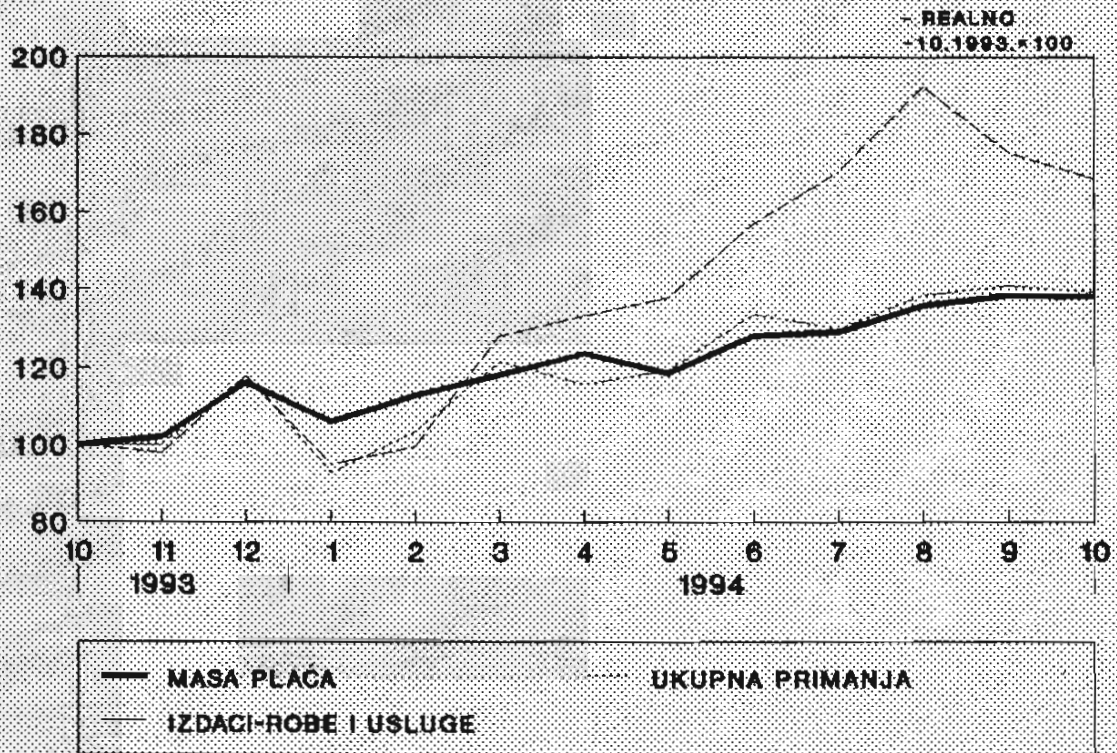
hiperinflacije omogućilo međugodišnji rast ukupne agregatne potražnje na deviznom tržištu za oko 26%, dok je - uz stagnaciju robnog izvoza - realizirani (naplaćeni) društveni proizvod veći za oko 13%.

Radi se, naravno, o financijskom toku iz kojeg je u 1994. (za razliku od 1993. godine) isključeno inflacijsko oporezivanje što rezultira znatno višim iskazom njegovog međugodišnjeg rasta nego što to pokazuju pokazatelji o fizičkom obujmu privredne aktivnosti, ali je upravo on omogućio postupnu budžetsku konsolidaciju i države i privrede (uključujući stanovništvo) u sferi tekućih prihoda i rashoda iz čega su i proizašli početni realni impulsi zaustavljanju tendencije pada i početku laganog rasta proizvodnje. To se inercijski prenosi i u listopad u kojem je desezonirana razina domaće agregatne potražnje porasla za 5.4%, učvršćujući postinflacijsku tendenciju njenog rasta po prosječnoj mjesečnoj stopi od 4.7%.

Istodobno, izvoz roba realiziran je u iznosu od 386 mil. dolara, što je manje nego u rujnu, ali i za 16.7% više od ovogodišnjeg prosjeka, i u kombinaciji s kretanjem domaće potražnje podržava nastavak tendencije rasta industrijske proizvodnje. Ta tendencija u kontinuitetu traje od veljače, u kojem razdoblju je desezonirana razina proizvodnje povećana za 6.4%, čime je nadoknađen pad proizvodnje na prijelazu iz 1993. u 1994. godinu uzrokovan problemima u sferi ekonomskih odnosa s inozemstvom.

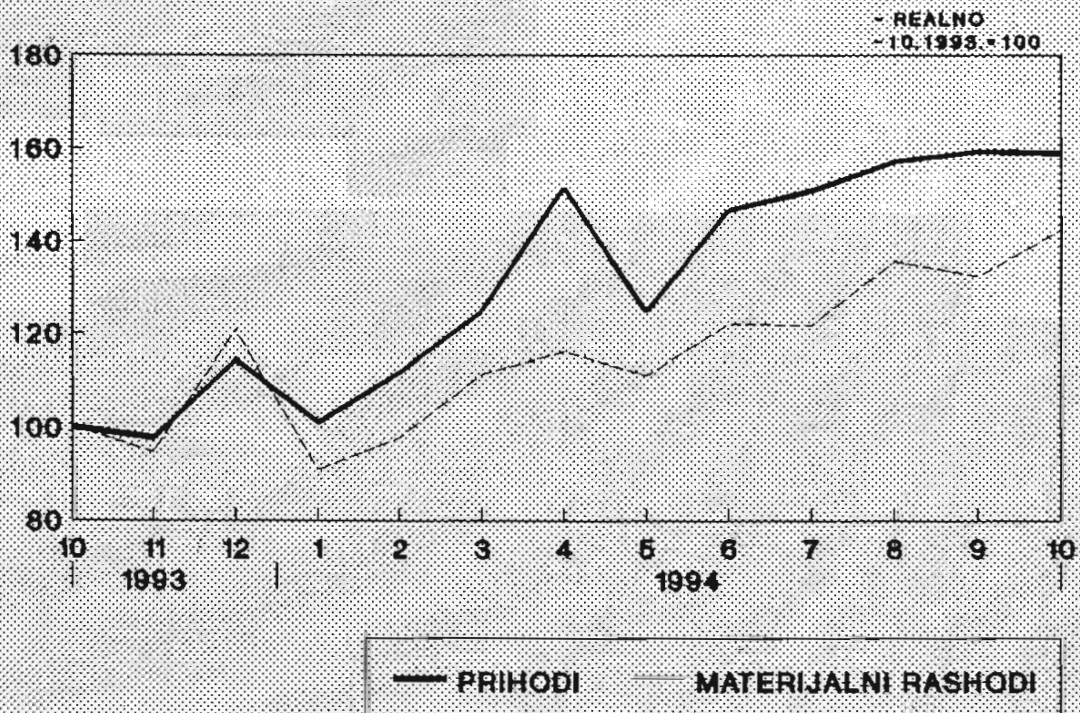
SLIKA 5.

PRIMANJA I IZDAVANJA STANOVNIŠTVA



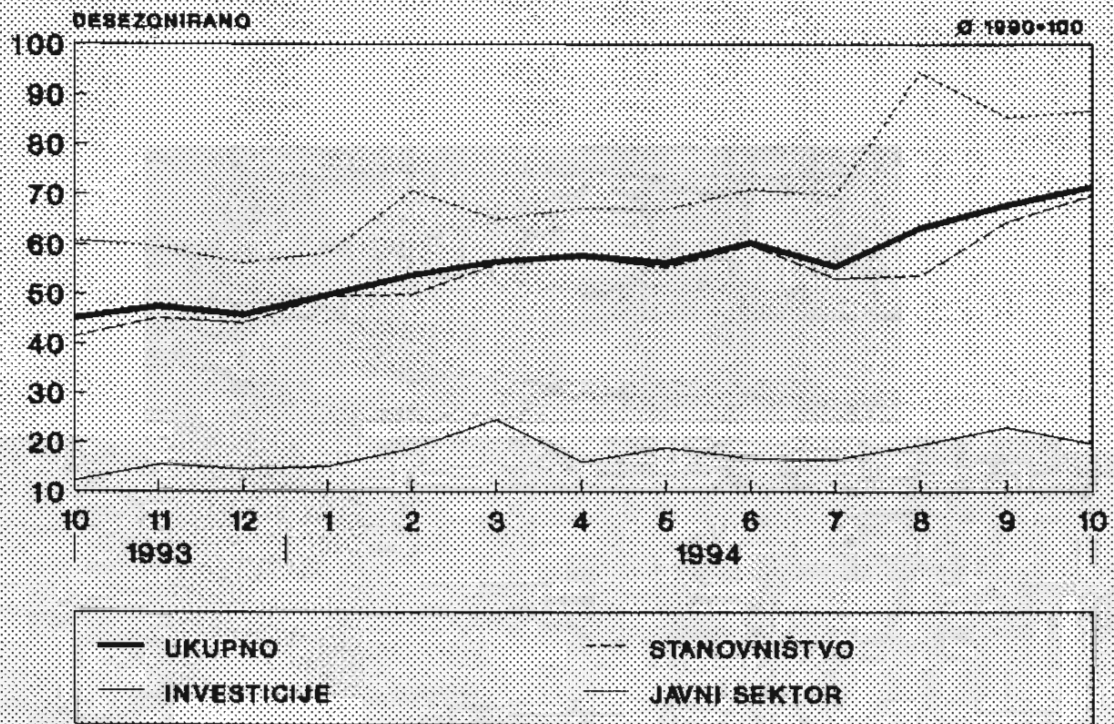
SLIKA 6.

PRIHODI I MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA



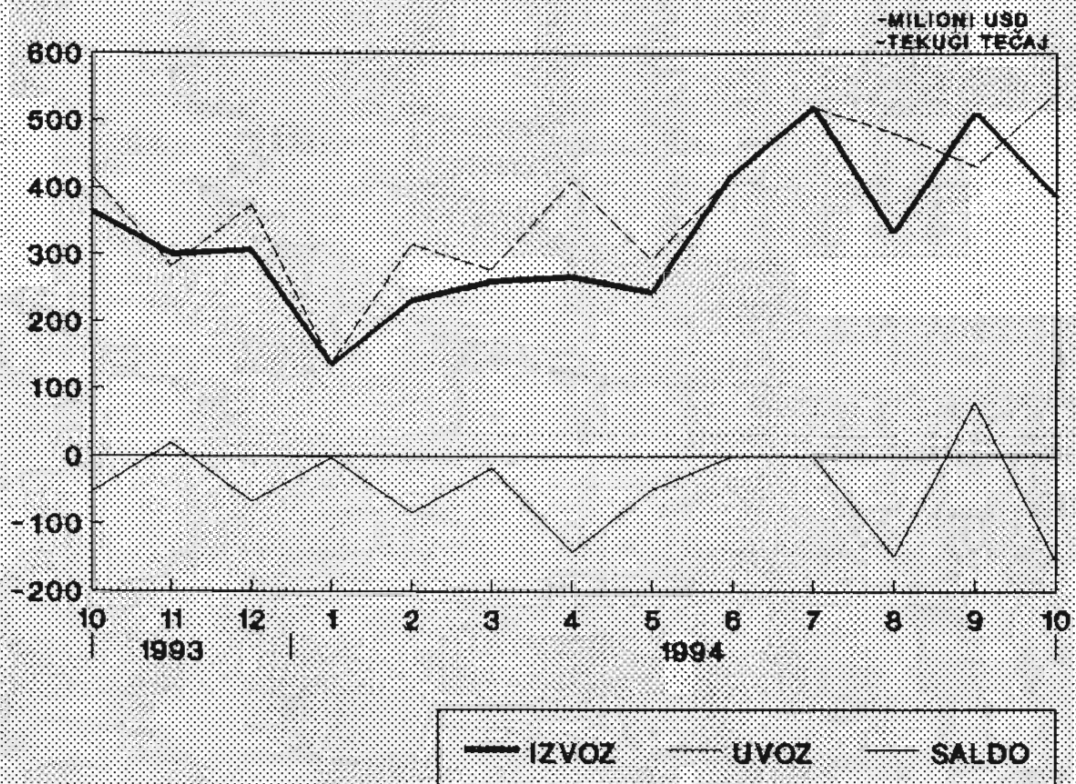
SLIKA 7.

DOMAĆA POTRAŽNJA



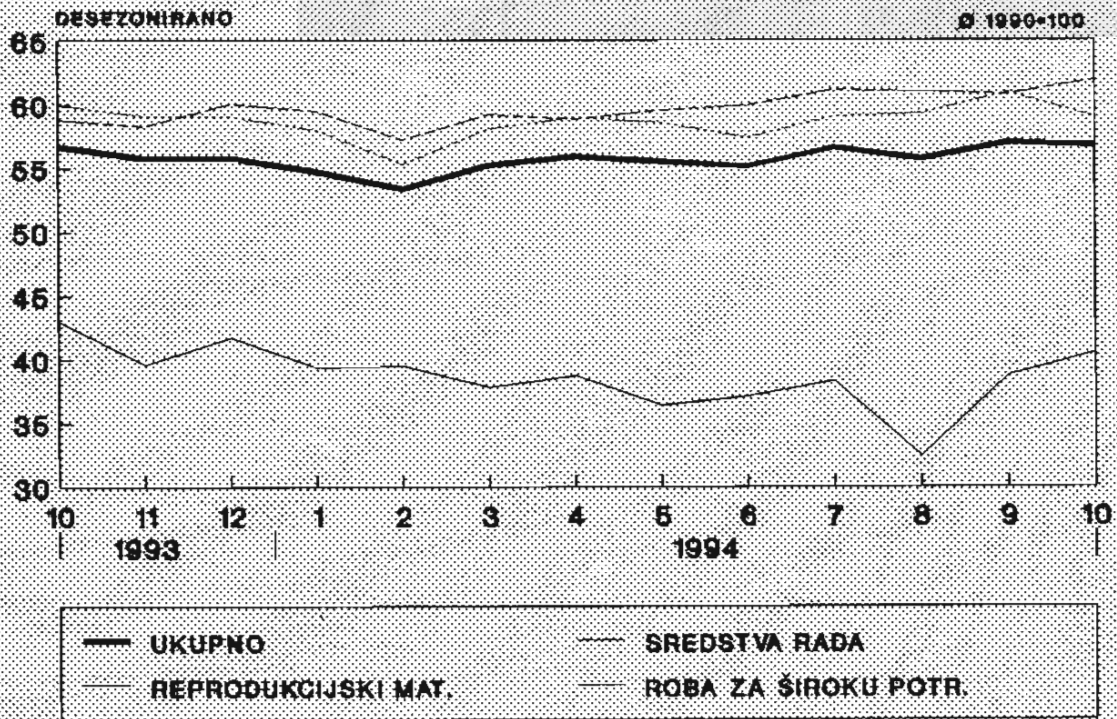
SLIKA 8.

IZVOZ I UVOZ ROBA



SLIKA 9.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



SLIKA 10.

ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA

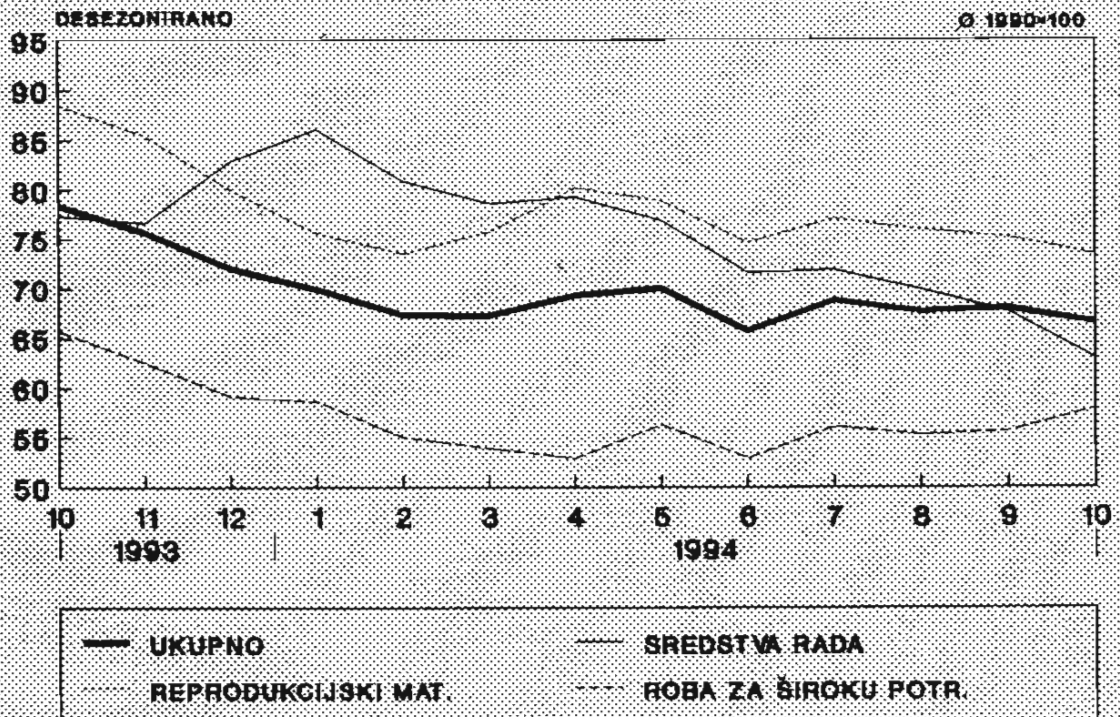


Tabela 1.

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

- Indeksi realne razine

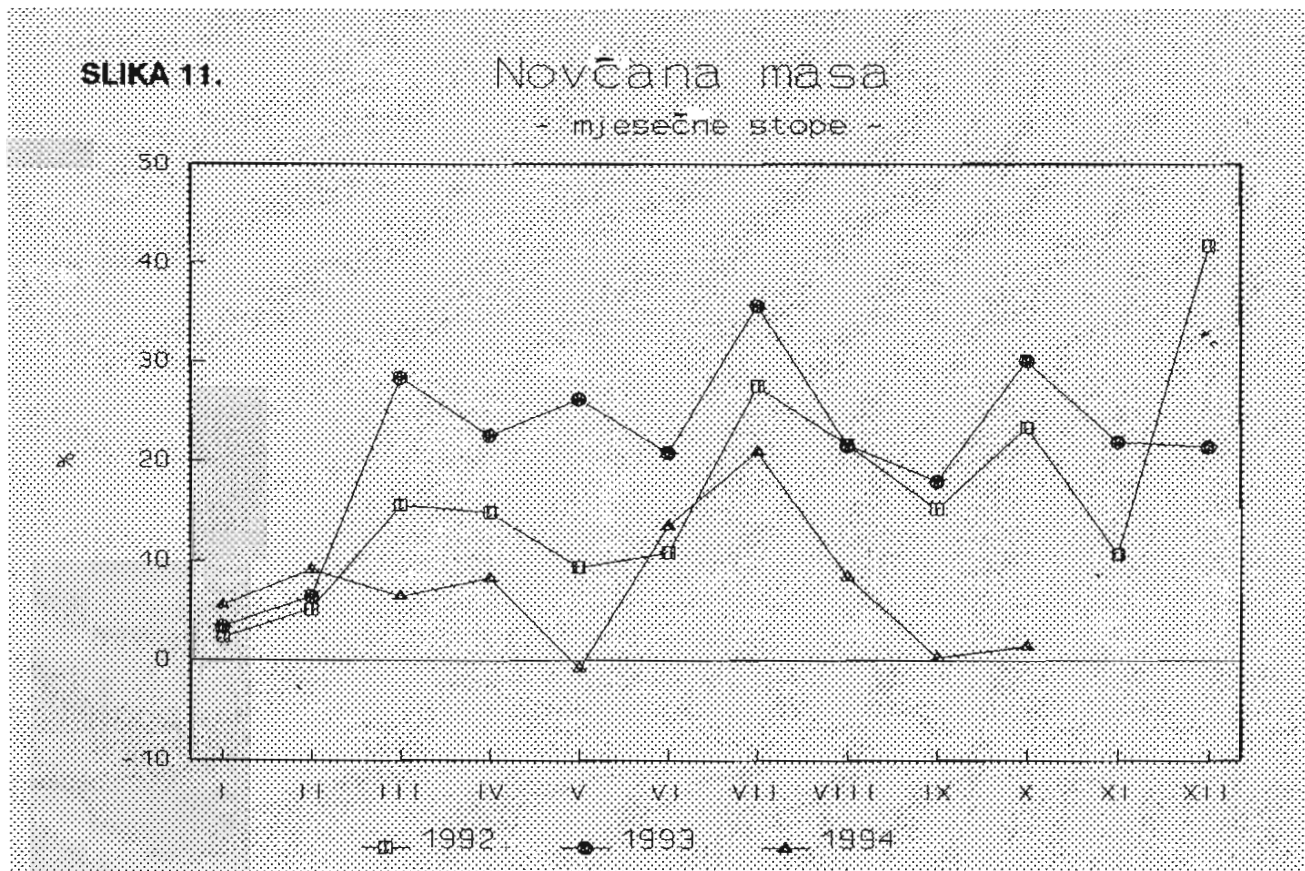
	<u>I-VI 94</u>	<u>I-IX 94</u>	<u>X 94</u>	<u>I-X 94</u>
	<u>I-VI 93</u>	<u>I-IX 93</u>	<u>X 93</u>	<u>I-X 93</u>
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	93.5	95.6	100.5	96.0
- Sredstva rada	79.1	81.5	94.5	82.8
- Reprodukcijski materijal	96.8	98.9	98.6	98.8
- Roba za široku potrošnju	96.2	97.0	105.9	97.9
ZALIHE GOTOVIH PROIZVODA	89.7	89.5	85.0	89.0
ZAPOSLENOST (d.s)	94.3	94.5	95.3	94.6
- Privreda	93.0	93.0	93.6	93.1
- Neprivreda	99.2	99.6	101.4	99.8
IZVOZ ROBA	78.4	99.7	106.1	100.4
UVOZ ROBA	74.1	93.2	130.6	95.4
PROMET NA MALO	94.8	100.3	138.4	105.4
MASA NETO-PLAĆA	129.2	126.7	138.2	127.9
PRIMANJA STANOVNIŠTVA	124.1	122.2	139.4	123.9
JAVNI PRIHODI	125.1	131.2	150.0	133.0
IZDACI STANOVNIŠTVA	118.1	126.4	168.5	130.2
ISPLATE ZA INVESTICIJE	99.3	103.6	161.8	107.6
MATERIJALNI RASHODI JAVNOG SEKTORA	116.1	119.1	142.5	121.5
CIJENE PROIZVOĐAČA U INDUSTRIJI	415.4	258.6	88.1	216.6
CIJENE NA MALO	482.0	301.2	97.9	249.5

2. MONETARNI TOKOVI

Ostvarena promjena neto domaće aktive bankarskog sustava u trećem tromjesečju ove godine bila je u skladu s kretanjem predviđenim "Programom NDA" tj. indikativnim ciljem povećanja NDA utvrđenim u Dodatku IV Memoranduma Vlade Republike Hrvatske o gospodarskoj politici. Planirani kvartalni porast NDA utvrđen je na razini od 6,9 posto, dok ostvareni rast NDA za to razdoblje iznosi 5,7 posto ili 484 milijuna kuna.

Dostignuti iznos NDA bankarskog sustava od 9.030 milijuna kuna na kraju rujna ove godine bio je znatno povoljniji od rujanskog stanja ocijenjenog u Projekciji novčane politike za listopad (9.282 milijuna kuna) kojom je, tada, bio predviđen nulti rast NDA u tom mjesecu.

Ostvareno povećanje NDA u listopadu ocijenjuje se na 0,8 posto i zbog niže ostvarenog baznog, rujanskog stanja čini se da neće biti prekoračeno stanje NDA planirano za kraj listopada ove godine (9.278).



Promatrajući kretanje monetarnih i kreditnih agregata na razini ukupnih monetarnih institucija, možemo konstatirati da planirano usporavanje rasta monetarnih agregata u listopadu ove godine nije u potpunosti ostvareno. Prema privremenim podacima za mjesec listopad novčana masa, za koju je bio planiran rast od blagih 0,8 posto, povećala se za 103 milijuna ili 1,4 posto. Značajnije povećanje zabilježeno je samo kod štednje stanovništva koja je porasla uglavnom s osnove porasta kratkoročne štednje u domaćoj valuti koja se krajem mjeseca pretočila u deviznu kratkoročnu štednju.

Plasmani banaka u domaćoj valuti u listopadu odobreni svim komitentima, a posebno državi, zabilježili su intenzivniji rast od planiranog.

U prvih devet mjeseci 1994. godine, u bilanci Narodne banke Hrvatske primarni novac se ukupno povećao 2.052,5 milijuna kuna ili 91,6 posto na prosinačkoj razini, što odgovara mjesečnoj stopi rasta od 7,5 posto. U listopadu ove godine, kao što je i predviđeno, smjer kretanja primarnog novca je promijenjen i u odnosu na rujan ove godine u listopadu je primarni novac smanjen 178 milijuna kuna ili 4,1 posto.

Projekcijom novčane politike za listopad 1994. bila je projicirana negativna stopa rasta primarnog novca u visini od 4 posto u odnosu na rujan 1994., kao rezultat brojnih strukturnih promjena u emisijskoj aktivnosti središnje banke čija je provedba planirana u tom mjesecu. Naime, listopadska projekcija emisijske aktivnosti Narodne banke Hrvatske temeljila se na kvantitativnom zadatku neto domaće aktive, reformi instrumenata monetarne politike - u prvom redu ukidanju automatizma u kreditiranju iz primarne emisije i na transferu depozita države iz poslovnih banaka u depozit kod središnje banke.

Reformu instrumenata monetarne politike Narodna banka Hrvatske provodi postupno od monetarnog osamostaljenja. Tijekom 1992. godine ograničeni su, a u 1993. godini ukinuti selektivni krediti, da bi u svibnju ove godine u cijelosti bili naplaćeni, a u srpnju formalno i ukinuti refinancijski krediti iz

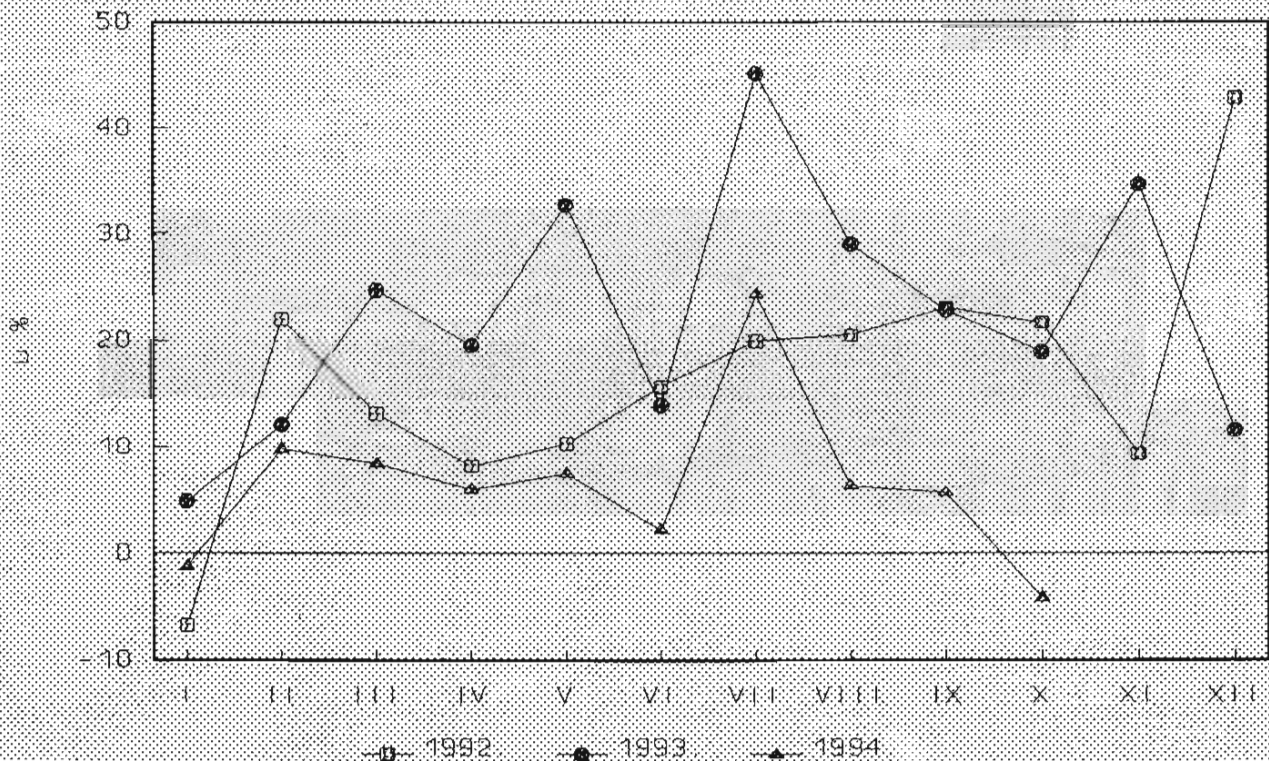
sredstava primarne emisije. Listopadskim izmjenama proširena je lepeza kredita iz primarne emisije za popunu dnevne likvidnosti banaka, stvoreni su uvjeti za eliminiranje pojave negativnog salda na žiro računima banaka i ukinuta je mogućnost korištenja sredstava obvezne rezerve izdvojenih kod Narodne banke Hrvatske za održavanje dnevne likvidnosti banaka. Sredstva izdvojene obvezne rezerve banke mogu koristiti samo za povrat prekonoćnih međubankarskih kredita korištenih preko Tržišta novca.

Druga vrlo značajna promjena o kojoj se vodilo računa pri izradi Projekcije novčane politike u listopadu 1994. je Odluka Vlade Republike Hrvatske o prijenosu novčanih sredstava državnog proračuna s 1. listopada ove godine iz depozita poslovnih banaka u depozit kod Narodne banke Hrvatske. Efekti prijenosa tih sredstava trebali su biti neutralizirani sužavanjem osnovice obračuna obvezne rezerve i smanjenjem stope obvezne rezerve koja se izdvaja na depozite po viđenju i depozite oročene do tri mjeseca, te intenziviranjem deviznih operacija Narodne banke Hrvatske.

SLIKA 12.

Primarni novac

- mjesečne stope -



U skladu s tim, već na aukciji provedenoj početkom mjeseca Narodna banka Hrvatske otkupila je od poslovnih banaka deviza u protuvrijednosti od 184,1 milijun kuna. Veći dio deviza, međutim, središnja banka otkupila je od poslovnih banaka uz njihovu obvezu da prodane devize ponovno otkupe u određenom roku. Uz obvezu reotkupa do kraja mjeseca otkupljeno je u listopadu deviza u protuvrijednosti od 284,6 milijuna kuna, a uz obvezu reotkupa do 15. studenog, u protuvrijednosti od 184,1 milijun kuna.

U listopadu je nastavljeno i s otkupom deviza po osnovi mjenječkih poslova - ukupno je otkupljeno deviza u protuvrijednosti od 80,7 milijuna kuna. Porast deviznih rezervi, ali s neutralnim monetarnim efektom na rast primarnog novca, ostvaren je u ovom mjesecu i po osnovi efektuiranja prve tranše Stand-by aranžmana i kredita za pretvorbu gospodarskog sustava (STF: Systemic Transformation Facility 107 milijuna USD). Ukupno devizne rezerve Narodne banke Hrvatske povećane su u listopadu 233,6 milijuna USD i dosegle su razinu od 1393,9 milijuna USD.

U neto izrazu, devizna aktiva Narodne banke Hrvatske povećana je u listopadu 386 milijuna kuna ili 5,9 posto - više od planiranog (4,3 posto).

Osim deviznim transakcijama, povećanu potražnju banaka za novčanim sredstvima, posebice početkom mjeseca, izazvanu prijenosom depozita države, a u uvjetima bez dosadašnje mogućnosti korištenja sredstava obvezne rezerve za popunu dnevne likvidnosti, Narodna banka Hrvatske zadovoljavala je i kreditiranjem iz sredstava primarne emisije. Uz redovite kredite za održavanje dnevne likvidnosti koji se odobravaju na temelju portfelja vrijednosnih papira banke, u listopadu su po prvi puta korišteni inicijalni krediti za premošćivanje nelikvidnosti, interventni krediti i dnevni krediti za štedne uloge i tekuće račune građana.

Inicijalni kredit za premošćivanje nelikvidnosti mogu koristiti, u roku do kraja godine, odnosno do postupka sanacije, samo banke koje su tijekom trećeg tromjesčja ove godine koristile sredstva sekundarnih izvora likvidnosti (sredstva obvezne rezerve izdvojena kod Narodne banke Hrvatske, kredite za likvidnost iz sredstava primarne emisije i prekoračenje raspoloživih sredstava na žiro računima) duže od 50 dana i u iznosu višem od 25 posto prosječne obvezne rezerve. U nedostatku likvidnih sredstava, za tekuće isplate po štednim ulozima i tekućim računima građana banka može tijekom radnog dana koristiti dnevni kredit za štedne uloge i tekuće račune građana u kunama. Dnevni kredit banka je dužna vratiti isti dan. Interventni kredit, međutim, odobrava se banci u visini nedostajućih sredstava na žiro računu krajem radnog dana nakon što su već angažirana slobodna sredstva na tržištu novca te iskorišten kredit za održavanje dnevne likvidnosti. Tijekom jednog mjeseca interventni se kredit može koristiti najviše tri puta. Na kraju listopada inicijalne kredite koristile su tri banke u ukupnom iznosu od 99 milijuna kuna dok su redoviti krediti za održavanje dnevne likvidnosti korišteni u iznosu od 124,8 milijuna kuna.

Ukupno, u odnosu na kraj rujna 1994. krediti bankama iz sredstava primarne emisije povećani su u listopadu za 68,5 milijuna kuna ili 40,7 posto.

Plasmani Narodne banke Hrvatske državi, u kunama, smanjeni su. Podmirena su potraživanja Narodne banke Hrvatske prema Državnom proračunu za izvršene obveze prema MMF-u (6,5 milijuna), pa je ukupno zaduženje države kod Narodne banke Hrvatske u kunama iznosilo krajem listopada 236,7 milijuna kuna.

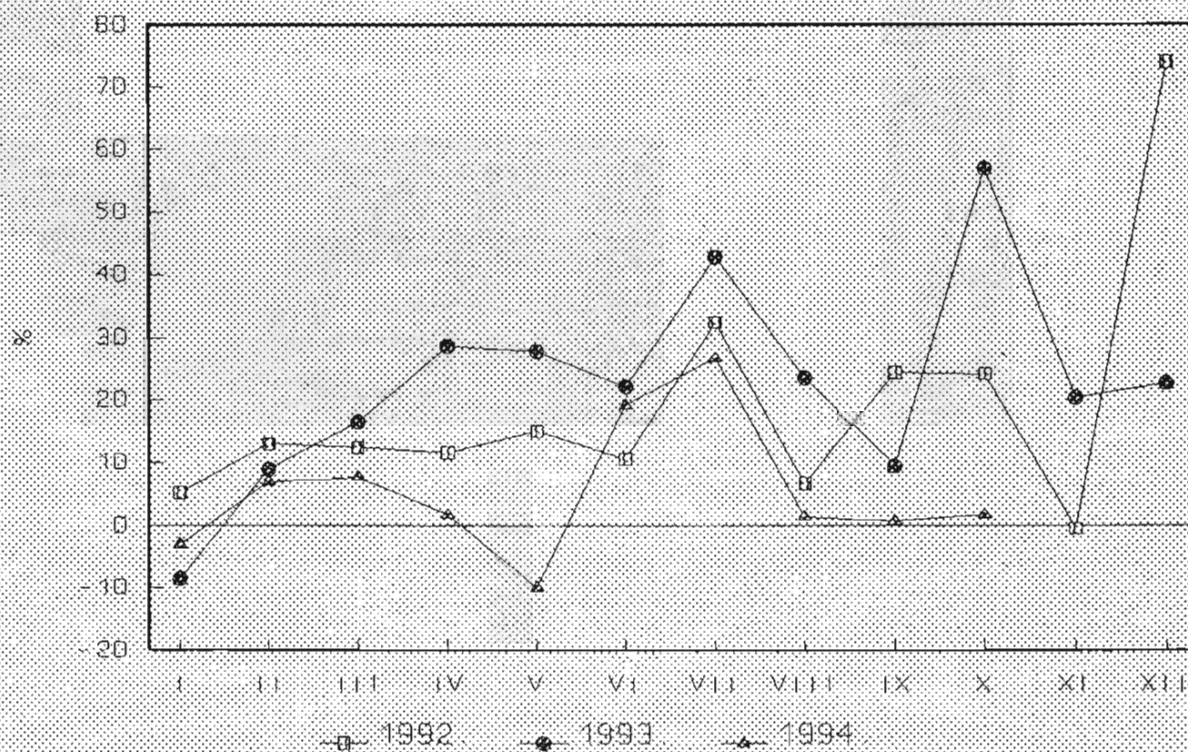
U strukturi primarnog novca, depoziti banaka kod Narodne banke Hrvatske bilježe smanjenje a gotov novac u optjecaju uobičajeno mjesečno kretanje - porast u prvoj dekadi mjeseca (335,5 milijuna ili 15,5 posto) i smanjenje u drugoj (141,9 milijuna ili 5,7 posto) i trećoj dekadi (147,3 milijuna ili 6,7 posto). Ukupno listopadsko povećanje gotovog novca iznosi 46,3 milijuna ili 2,1 posto.

Depoziti banaka kod Narodne banke Hrvatske smanjeni su u listopadu 224,3 milijuna ili 10,5 posto po osnovi smanjenja sredstava obvezne rezerve izdvojenih kod središnje banke (193,7 milijuna). Ukupan efekt promjene u obračunu obvezne rezerve - isključenja depozitnog novca države iz osnovice za obračun obvezne rezerve i smanjenja stope obračuna obvezne rezerve na depozite po viđenju i depozite oročene do tri mjeseca sa 28,5 posto na 27 posto - proveden u cilju kompenzacije transfera novčanih sredstava iz poslovnih banaka u središnju banku, ocijenjuje se u visini od 311 milijuna kuna.

U odnosu na zabilježeno stanje krajem rujna u okviru depozita banaka kod Narodne banke, smanjena je i razina novčanih sredstava u blagajnama banaka i razina sredstva na žiro-računima banaka.

SLIKA 13.

Gotov novac
- mjesečne stope -



Mjerenom standardnim indikatorima likvidnosti banaka - razinom sredstava na žiro-računima banaka i razinom korištenja sredstava sekundarnih izvora likvidnosti - opća razina likvidnosti banaka bila je u listopadu niža nego u rujnu ove godine, što se s obzirom na promjene koje su uslijedile u platnom prometu ukidanjem automatizma u korištenju sredstava primarne emisije i očekivalo. Naime, tijekom mjeseca sredstva na žiro računima banaka iznosila su prosječno dnevno 82,3 milijuna kuna uz korištenje kredita za održavanje dnevne likvidnosti u visini od 123,4 milijuna dnevno. Inicijalne kredite, kao što je spomenuto koristile su tri banke, a interventni kredit koristila je do sada samo jedna banka (51,3 milijuna kuna). Uz to banke su za isplatu štednih uloga i tekućih računa građana, prosječno dnevno koristile 21,5 milijuna kuna dnevnih kredita koji se iz sredstava primarne emisije odobravaju za tu namjenu, dok su nedostajuća novčana sredstva na žiro računima krajem radnog dana, popunjavana prekonoćnim kreditima (u prosjeku sa 128,7 milijuna kuna dnevno).

Tabela 2.

PRIMARNI NOVAC U LISTOPADU 1994.

- stanje u milijunima kuna -

	Stanje				Projekcija za X 1994.		Ostvareno u X 1994.	
	31.XII 1993.	31.VIII 1994.	30.IX 1994.	31.X 1994.	Iznos	%	Iznos	%
AKTIVA								
1. Devizna aktiva (neto)	3891.7	6225.6	6548.7	6934.7	285.6	4.3	386.0	5.9
a) potraživanja od inozemstva	4043.5	6327.4	6643.8	7655.0	285.6	4.3	1011.2	15.2
- od toga : ugovor o reotkupu	-	0.0	0.8	184.1	-	-	183.3	-
b) obveze prema inozemstvu	-151.8	-101.8	-95.1	-720.3	-	-	-625.2	657.4
2. Kunski plasmani	646.7	511.2	465.5	526.5	101.0	31.6	61.0	13.1
2.1. Krediti državi	376.7	355.5	245.6	236.9	-0.1	0.0	-8.7	-3.5
- krediti za premošćivanje	0.0	48.9	0.0	0.0	-	-	0.0	-
- krediti po posebnim propisima	376.7	294.7	239.1	236.9	-	-	-2.2	-0.9
- potraživanja za plaćanje MMF-u	-	11.9	6.5	0.0	-0.1	-100.0	-6.5	-100.0
2.2. Krediti bankama	186.9	94.4	168.2	236.7	101.1	349.8	68.5	40.7
- opća kvota	139.8	0.0	0.0	-	-	-	0.0	-
- inicijalni krediti	-	-	-	99.0	50.0	-	-	-
- avansni krediti	-	81.5	0.3	0.0	-	-	-0.3	-100.0
- ostali krediti	47.1	12.9	167.9	137.7	51.1	176.8	-30.2	-18.0
2.3. Dospjela potraživanja	83.1	61.3	51.7	52.9	-	-	1.2	2.3
- dospjele nenaplaćene kamate	78.9	61.3	51.7	52.9	-	-	1.2	2.3
- minusni saldo na žiro računu	4.2	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	-
3. Devizni krediti državi	151.4	101.2	94.4	76.7	-	-	-17.7	-18.8
4. Ostala aktiva (neto)	-2418.3	-2351.4	-2309.1	-2155.4	-6.9	0.3	153.7	-6.7
5. Ukupno (1+2+3+4)	2271.5	4486.6	4799.5	5382.5	379.7	8.1	538.0	12.1
PASIVA								
6. Primarni novac (7+8)	2240.7	4061.5	4293.1	4115.1	-169.3	-4.0	-178.0	-4.1
7. Gotov novac u optjecaju	1367.0	2141.3	2157.5	2203.8	10.8	0.5	46.3	2.1
8. Depoziti banaka	873.7	1920.2	2135.6	1911.3	-180.1	-8.5	-224.3	-10.5
8.1. Žiro računi banaka	54.9	34.5	50.3	31.0	46.9	86.4	-19.3	-38.4
8.2. Blagajna	52.2	111.2	105.3	94.0	-2.4	-2.6	-11.3	-10.7
8.3. Obvezna rezerva	766.6	1774.5	1980.0	1786.3	-224.6	-11.4	-193.7	-9.8
- propisana	812.2	1791.3	1983.3	1789.5	-241.0	-12.2	-193.8	-9.8
- razlika	-45.6	-16.8	-3.3	-3.2	16.4	-100.0	0.1	-3.0
9. Blagajnički zapisi NBH	21.2	334.1	438.8	272.2	-181.0	-41.8	-166.6	-38.0
10. Neugovoreni depoziti	9.6	91.0	67.6	995.2	730.0	-	927.6	-
u tome - Depoziti državnog proračuna	-	-	-	-	730.0	-	-	-
11. Ukupno (6+9+10)	2271.5	4486.6	4799.5	5382.5	379.7	8.1	583.0	12.1
12. Primarni novac (uži obuhvat: 7. +8.1.)	1421.9	2175.8	2207.8	2234.8	57.7	2.6	27.0	1.2