UNIVERZITET SINGIDUNUM



Miroljub Hadžić
Lidija Barjaktarović

MONETARNA EKONOMIJA

Beograd, 2015.

UNIVERZITET
PRIVATNI
AKREDITOVANI
UNIVERZITET
SINGIDUNUM

MONETARNA EKONOMIJA

1.
izdanje

Miroljub Hadžić

Lidija Barjaktarović

UNIVERZITET SINGIDUNUM

Beograd, 2015.

MONETARNA EKONOMIJA

Autori: dr Miroljub Hadžić
dr Lidija Barjaktarović

Recenzenti: dr Milovan Stanišić
dr Zoran Jeremić
dr Milorad Filipović, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Izdavač: UNIVERZITET SINGIDUNUM
Beograd, Danijelova 32
www.singidunum.ac.rs

Za izdavača: dr Milovan Stanišić

Priprema za štampu: Novak Njeguš

Dizajn korica: Aleksandar Mihajlović

Godina izdanja: 2015.

Tiraž: 1200 primeraka

Štampa: Mobid, Loznica

ISBN: 978-86-7912-614-6

Copyright:
© 2015. Univerzitet Singidunum
Izdavač zadržava sva prava.
Reprodukcija pojedinih delova ili celine ove publikacije nije dozvoljena.

Predgovor

Udžbenik Monetarna ekonomija nastao je sa potrebom prilagođavanja programa osnovnih studija Poslovnog fakulteta u Beogradu, Univerziteta Singidunum, studijskom programu Poslovne ekonomije po modulima, koji je nedavno akreditovan. Novoakreditovani program Poslovne ekonomije je uključio izučavanje monetarne ekonomije kao izbornog predmeta na trećoj godini redovne nastave.

Prilikom reakreditacije programa predmeta Monetarna ekonomija pojavila se potreba za razdvajanjem nekadašnjeg programa predmeta Monetarno - kreditni i devizni sistem, koji je proučavan kao izborni predmet na drugoj godini studija.

Udžbenik Monetarna ekonomija koncipiran je u tri dela, koji izučavaju:

- Prvo, monetarnu ekonomiju i novac - Pojam monetarne ekonomije se upotrebljava da označi ulogu i uticaj novca u determinisanju privrednih kretanja;
- Drugo, monetarnu politiku - Predmet monetarne politike je regulisanje količine novca i obima i strukture kredita, sa svrhom da se obezbedi potrebna količina novca i deluje u određenom pravcu na realna privredna kretanja.
- Treće, mesto i ulogu centralne banke - Centralna banka je banka koja zauzima centralni položaj u bankarskom sistemu određene zemlje, u smislu da ova banka deluje kao banka drugih banaka i kao bankar države, i obavlja više značajnih funkcija u svrhu obezbeđenja stabilnosti cena.

Gradivo Udžbenika je bazirano na udžbeniku koji je bio osnova izučavanja predmeta Monetarno-kreditno i devizni sistem, predavanjima studentima i njihovim konkretnim pitanjima i sugestijama, potom je upotpunjeno unošenjem članaka i komentara iz stručne literature na aktuelne teme u oblasti monetarne ekonomije. Takođe je prostor iskorišćen za ilustrovanje pojedinih pitanja monetarne ekonomije sa podacima iz realnog života u monetarnoj sferi, u vidu primera, podataka, ilustracija, grafikona, tabela. Radi lakšeg savladavanja gradiva u Udžbenik su uneta i pomoćna edukativna sredstva, kao što su zadaci, ciljevi učenja, ključne reči, rezime poglavlja. Pažnja je takođe posvećena i brojnim pitanjima za proveru znanja i diskusiju. Dikcija u Udžbeniku je stavila težište na direktno obraćanje studentima kao čitaocima. Udžbenik je takođe namenjen svima onima koji imaju interes za problematiku monetarne ekonomije.

Autori koriste priliku da se zahvale recezentima, prof. dr Milovanu Stanišiću, prof. dr Zoranu Jeremiću i prof. dr Miloradu Filipoviću. Takođe, autori će sa zahvalnošću prihvatiti sve dalje sugestije i dobronamerne kritike koje bi mogle doprineti da ova knjiga u svojim narednim izdanjima još bolje ispuni svrhu kojoj je namenjena.

Beograd, septembar 2015.

Prof. dr Miroljub Hadžić

Prof. dr Lidija Barjaktarović

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

Kratak sadržaj

PREDGOVOR III

SPISAK SLIKA, GRAFIKONA, TABELA, BOKSOVA XI

I DEO - MONETARNA EKONOMIJA 1

1. UVOD UMONETARNU EKONOMIJU 3
2. NOVČANA MASA I BRZINA NOVCA U OPTICAJU 21
3. PRIMARNI NOVAC 37
4. MONETARNO-KREDITNA MULTIPLIKACIJA 60
5. MONETARNA RAVNOTEŽA 78

II DEO - MONETARNA POLITIKA 99

6. INTERMEDIJARNI CILJEVI I INDIKATORI MONETARNE POLITIKE 101
7. KAŠNJENJE MERA MONETARNE POLITIKE 120
8. TRANSMISIONI MEHANIZAM MONETARNIH PROCESA 135
9. KONCEPCIJE MONETARNE POLITIKE 151
10. MONETARNA POLITIKA 174
11. MONETARNI INSTRUMENTI 195

III DEO - CENTRALNA BANKA 217

12. CENTRALNA BANKA I MONETARNO REGULISANJE 219
13. STRATEGIJA EFIKASNE MONETARNE POLITIKE 238
14. MONETARNA POLITIKA EVROPSKE UNIJE 257
15. STUDIJA SLUČAJA 276

REČNIK 291

INDEX POJMOVA 295

LITERATURA 297

UNIVERZITET
PRIVATNI
AKREDITOVANI
UNIVERZITET
SINGIDUNUM

Sadržaj

PREDGOVOR III

SPISAK SLIKA, GRAFIKONA, TABELA I BOKSOVA XI

I DEO – MONETARNA EKONOMIJA 1

1. UVOD U MONETARNU EKONOMIJU 3

ZAŠTO PROUČAVAMO MONETARNU EKONOMIJU 3

POJAM MONETARNE EKONOMIJE 4

POJAM NOVCA 7

FUNKCIJE NOVCA 11

ODNOSI NOVCA I CENA 13

POJAVNI OBLICI NOVCA 15

PREGLED MONETARNIH TEORIJA 16

2. NOVČANA MASA I BRZINA NOVCA U OPTICAJU 21

KONCEPCIJE NOVČANE MASE 22

MONETARNI AGREGATI 24

ENDOGENOST I EGZOGENOST NOVČANE MASE 27

BRZINA NOVCA U OPTICAJU 30

KONCEPCIJE BRZINE NOVCA U OPTICAJU 32

PARCIJALNE BRZINE NOVCA U OPTICAJU 33

FAKTORI BRZINE NOVCA U OPTICAJU 34

3. PRIMARNI NOVAC 37

POJAM PRIMARNOG NOVCA 38

KREIRANJE PRIMARNOG NOVCA 43

OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU 45

DEVIZNE TRANSAKCIJE SA INOSTRANSTVOM 46
KREDITIRANJE POSLOVNIH BANAKA 46
KREIRANJE I POVLAČENJE NOVČANE MASE 47
TEORIJA PROCESA FORMIRANJA NOVČANE MASE 49
TOKOVI STVARANJA NOVČANE MASE 50
KREDITI I KREIRANJE I POVLAČENJE NOVČANE MASE 54
NEMONETARNI DEPOZITI I KREIRANJE / POVLAČENJE NOVČANE MASE 55
DEVIZNE TRANSAKCIJE I KREIRANJE / POVLAČENJE NOVČANE MASE 56

4. MONETARNO-KREDITNA MULTIPLIKACIJA 60
OKVIR MONETARNO-KREDITNE MULTIPLIKACIJE 61
MONETARNI MULTIPLIKATOR 64
FAKTORI MONETARNOG MULTIPLIKATORA 65
KREDITNI MULTIPLIKATOR 66
BANKE KAO SUBJEKTI KREIRANJA NOVCA 70
MIKROMULTIPLIKACIJA 70
MAKROMULTIPLIKACIJA 71
MULTIPLIKACIJA NOVCA I MONETARNA POLITIKA 74

5. MONETARNA RAVNOTEŽA 78
TRAŽNJA NOVCA 79
MONETARNA RAVNOTEŽA 81
INFLACIJA 83
INFLATORNI PROCES I MEHANIZAM 87
INDEKSACIJA 91
INFLACIJA, PLATNI BILANS I DEVIZNI KURS 92
STABILNOST CENA - CILJ MONETARNE POLITIKE 95

II DEO - MONETARNA POLITIKA 99

6. OPERATIVNI I INTERMEDIJARNI CILJEVI MONETARNE POLITIKE 101
OPERATVNI CILJEVI (TARGETI) I INTERMEDIJARNI CILJEVI (INDIKATORI) 102
PROBLEMI U VOĐENJU MONETARNE POLITIKE 104
IZBOR OPERATIVNOG I INTERMEDIJARNOG CILJA 107
MONETARNI AGREGATI KAO INTERMEDIJARNI CILJEVI 109
KAMATNE STOPE KAO TARGETI I INDIKATORI MONETARNE POLITIKE 112
DRUGI INTERMEDIJARNI CILJEVI MONETARNE POLITIKE 115

7. KAŠNJENJE MERA MONETARNE POLITIKE 120
POJAM KAŠNJENJA 121

KOMPONENTE (VRSTE) KAŠNJENJA 123
KAŠNJENJE MONETARNE I FISKALNE POLITIKE 126
PROBLEMI MERENJA DUŽINE KAŠNJENJA 127
EMPIRIJSKI NALAZI KAŠNJENJA 132
8. TRANSMISIONI MEHANIZAM MONETARNIH PROCESA 135
KLASIČNI EKONOMISTI 136
KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZAM 138
MONETARISTI 141
PORTFOLIO TEORIJA MONETARNE POLITIKE 142
9. KONCEPCIJE MONETARNE POLITIKE 151
ANTICIKLIČNA MONETARNA POLITIKA 152
TARGETIRANJE MONETARNIH AGREGATA 154
TARGETIRANJE KAMATNE STOPE 160
TARGETIRANJE DEVIZNOG KURSA 161
TARGETIRANJE NOMINALNOG BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA (BDP) 167
TARGETIRANJE INFLACIJE 169
10. MONETARNA POLITIKA 174
OKVIR SPROVOĐENJA MONETARNE POLITIKE 175
VREMENSKA DOSLEDNOST MONETARNE POLITIKE 176
KREDIBILITET MONETARNE POLITIKE 179
MONETARNI MENADŽMENT I MONETARNA POLITIKA 181
OKVIR MONETARNE POLITIKE 182
EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA 186
RESTRIKTIVNA MONETARNA POLITIKA 191
11. MONETARNI INSTRUMENTI 195
INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE 196
ESKONTNA (DISKONTNA) STOPA 198
OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU 200
OBAVEZNA REZERVA BANAKA 203
KREDITI CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA 206
REESKONTNI KREDITI BANKAMA 207
SELEKTIVNA KREDITNA POLITIKA 208
OGRANIČAVANJE RASTA KREDITIRANJA 209
MINIMALNA STOPA LIKVIDNOSTI 211
OBAVEZNI KOEFICIJENT LIKVIDNOSTI BANAKA 212
OBAVEZNI KREDITNI PLASMAN 214

III DEO - CENTRALNA BANKA **217**

12. CENTRALNA BANKA I MONETARNO REGULISANJE **219**

MESTO I ULOGA CENTRALNE BANKE (CB) 220

VLASNIČKA STRUKTURA CENTRALNE BANKE 222

ORGANIZACIJA CENTRALNIH BANAKA 223

STEPEN NEZAVISNOSTI CENTRALNE BANKE 224

MONETARNI SUVERENITET I CENTRALNA BANKA 227

NARODNA BANKA SRBIJE (NBS) 229

13. STRATEGIJA EFIKASNE MONETARNE POLITIKE **238**

EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE 239

OPTIMALNA MONETARNA POLITIKA 241

KOORDINACIJA MONETARNE I FISKALNE POLITIKE 244

BUDŽETSKI DEFICIT 249

EFEKAT ISTISKIVANJA 251

FINANSIJSKI MEHANIZAM JAVNOG DUGA 253

14. MONETARNA POLITIKA EVROPSKE UNIJE **257**

ISTORIJAT EVROPSKOG MONETARNOG SISTEMA (EMS) 258

MONETARNA POLITIKA EVROPSKE UNIJE (EU) 267

EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB) 269

FINANSIJSKE INSTITUCIJE EVROPSKE UNIJE 271

PLATNI SISTEM EVROPSKE MONETARNE UNIJE (EMU) 273

FISKALNA POLITIKA EVROPSKE MONETARNE UNIJE 274

15. STUDIJA SLUČAJA **276**

STANDARDNA MONETARNA POLITIKA RAZVIJENIH 277

NESTANDARDNE MERE MONETARNE POLITIKE 278

EFEKTI NESTANDRADNIH MERA I IZLAZNA STRATEGIJA 281

STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE U MALIM, OTVORENIM PRIVREDAMA 282

STRATEGIJA NOMINALNOG SIDRA DEVIZNOG KURSA 283

STRATEGIJA CILJANJA INFLACIJE 285

STRATEGIJA CILJANJA INFLACIJE U SRBIJI 287

REČNIK 291

INDEKS POJMOVA 295

LITERATURA 297

Spisak
slika, grafikona, tabela i boksova

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

SPISAK SLIKA

1.1. Finansijski tokovi u finansijskom sistemu 5
1.2. Nastanak novca 9
1.3. Funkcije novca 13
1.4. Vrste novca 15
4.1. Monetarni multiplikator 61
5.1. Tražnja za novcem 79
5.2. Ravnoteža na tržištu novca 82
5.3. Novčana ravnoteža ISLM model 82
6.1. Instrumenti, targeti i indikatori monetarne politike NBS 108
7.1. Proces donošenja odluka NBS 125
7.2. Kašnjenje monetarne politike i privredni ciklus 130
7.3. Kašnjenje i uticaj instrumenata monetarne politike 131
8.1. Novac u klasičnoj ekonomskoj doktrini 137
8.2. Ravnoteža na robnom i novčanom tržištu 139
8.3. Transmisioni kanali monetarne politike NBS 145
9.1. Privredni ciklus i monetarna politika 153
12.1. Organi upravljanja NBS 231
12.2. Organizacija NBS 232
12.3. Mehanizam regulisanja količine novca NBS 233
13.1. Faze privrednog ciklusa i profil monetarne politike 242

SPISAK GRAFIKONA

2.1. Srbija, monetarni agregati 27
2.2. Srbija BDP, M3, brzina novčanog opticaja 31
2.3. SAD i EMU, Brzina novčanog opticaja 32
5.1. Srbija, inflacija 84
6.1. Srbija, Referentna kamatna stopa NBS 105
6.2. Srbija, Depoziti stanovništva 106
7.1. Srbija, Inflacija i ostvarenje ciljane inflacije 126
9.1. Evro zona, Kamatna stopa i inflacija 155
9.2. SAD, Inflacija i kamatna stopa 157
9.3. Srbija, Inflacija i referentna kamatna stopa 159
9.4. SAD i Evro zona, M2 161
9.5. Kursevi valuta u odnosu na evro 166
10.1. Ekspanzivna monetarna politika 187
10.2. Ekspanzivna monetarna politika ISLM, ASAD model 188
10.3. Ekspanzivna monetarna politika ISLM, ASAD model 189
10.4. Restriktivna monetarna politika 191
11.1. Kamatne stope NBS 199
11.2. Srbija, Krediti NBS bankama 207
11.3. Srbija, Likvidnost banaka 211
11.4. Srbija, Pokazatelj likvidnosti 213
12.1. Vlasnička struktura centralnih banaka 222
12.2. Stepen nezavisnosti centralnih banaka 224
12.3. Srbija, Monetarni agregati, rast M0 – M3 236
13.1. Srbija, Kamatne stope i inflacija 248
13.2. Srbija, Javni prihodi / rashodi, budžetski deficit 250
13.3. Srbija, Javni dug 255
14.1. Evro zona, Ostvarenje cilja – Inflacija 270
14.2. EBRD i Srbija 272
15.1. Kamatne stope FED, BoE, ECB 278
15.2. Rast suma bilansa stanja centralnih banaka 280
15.3. Hrvatska, Indeks potrošačkih cena 284
15.4. Hrvatska kuna / evro 285
15.5. Srbija, Inflacija 288
15.6. Referentne kamatne stope NBS 289

SPISAK TABELA

2.1. Teorijski pristup definisanju novčane mase 23
3.1. Bilans centralne banke – kreiranje M0 41
3.2. Bilans stanja NBS 42
3.3. Bilans stanja CB 43
3.4. Primarni novac NBS 44
3.5. Konsolidovani bilans monetarnog sistema 56
4.1. Sumarni pregled makromultiplikacije 73
5.4. Promene unutrašnje i spoljašnje vrednosti novca 94

6.1. Indikatorsko operacioni ciljevi CB 103
6.2. Instrumenti, targeti i indikatori CB 103
7.1. Komponente (vrste) kašnjenja monetarne politike 124
7.2. Kašnjenje monetarne i fiskalne politike 127
7.3. Kašnjenje mera monetarne politike, komparativno 133
11.1. Instrumenti monetarne politike 196
11.2. Stope obavezne rezerve NBS 205
11.3. Izdvajanje obavezne rezerve banaka 205
13.1. Sinhronizacija monetarne i fiskalne politike 247
14.1. Faze kreiranja EMU 263
14.2. Odnos nacionalnih valuta i evra 264
14.3. Kriterijumi konvergencije 265
14.4. Prednosti i nedostaci jedinstvene valute 266
14.5. Monetarna politika EMU 268
15.1. Monetarna politika – (ne) standardne mere 279
15.2. Karakter monetarne politike NBS 288

SPISAK BOKSOVA

1.1. Novac na ostrvu Jap 7
1.2. Zlatna era 9
1.3. Za one koji veruju u monetarno čudo 14
1.4. Novčana masa i velika depresija 18
2.1. Čovek koji je najavio ekonomsku krizu ponovo optužuje FED 25
2.2. Da li monetarna politika funkcioniše? 28
3.1. Banka Japana je probila plan rasta monetarne baze 38
3.2. Igra brojevima ECB 45
3.3. Da li novac raste na drvetu? 54
3.4. Bankarske panike i ponuda novca 55
4.1. Umnožavanje novca 62
4.2. Hrvatska narodna banka je obična menjačnica 66
4.3. Da li su bankarski krediti važni? 69
4.4. Novčana multiplikacija 74
5.1. G-din indeks ide u Holivud 86
5.2. Inflacija se na žalost može vratiti 87
5.3. Mislili ste da je naša inflacija najveća na svetu 89
5.4. Hiperinflacija u Srbiji 90
5.5. Investirajte u stvari 93
5.6. Argument u prilog ciljane inflacije 96
6.1. Kocherlacota unosi kontroverzu u monetarnu politiku 109
6.2. Monetarna iluzija 111
6.3. Primena racionalnih očekivanja na tržištu HOV 114
6.4. Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim privredama 117
7.1. Gde se krije sav taj novac? 122
7.2. Pogledi ekonomista o kašnjenju monetarne politike 128
7.3. Fenomen kašnjenja u primeni mera monetarne politike 129
8.1. Pitanje za kejnzijance 140
8.2. Monetarni transmisioni mehanizam i strategija monetarne politike 141

8.3. Monetarna politika – kanali transmisije na cene 143
9.1. Ciljevi monetarne politike regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju 152
9.2. Tužno za našu budućnost, jeftin novac ostaje do daljeg 156
9.3. Efekti monetarne politike NBS pod lupom domaćih i stranih ekonomista 158
9.4. Režimi monetarne politike zemalja regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju 159
9.5. Režim kursa dinara i politika privrednog rasta 163
9.6. Režim deviznog kursa zemalja regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju 165
9.7. Valutni odbor i kriza u Argentini 167
9.8. Targetiranje inflacije 171
10.1. Ozdravljenje ekonomije je lako 177
10.2. Monetarna politika ruši pravila 180
10.3. Deset principa ekonomije 182
10.4. Tokovi ekonomije 185
10.5. ISLM analiza još živi 190
10.6. Čitanje indikatora 192
10.7. Zašto se ekonomisti ne slažu? 193
11.1. Instrumenti monetarne politike zemalja regiona s posebnim osvrtom na Srbiju 197
11.2. Akcije drže vrednost postignutu u velikom rastu 202
11.3. Komparativna analiza bankarskog sektora Srbije i jugoistočne Evrope 210
11.4. FED rezerve banaka i strah od Y2K 214
12.1. Rast kurseva i kredibilitet CB 221
12.2. Plan Evropske banke 225
12.3. Nezavisnost CB i inflacija 226
12.4. Efikasnost stope obavezne rezerve 234
13.1. Dr Propast: uzalud vam trud bankari 245
13.2. Kejnzijanci u Beloj kući 249
13.3. Epohalni potez: zašto je ECB odlučila da štampa novac? 253
13.4. Rusija pribegla inflatornom porezu 254
14.1. Evropski monetarni institut 263
14.2. Budućnost EMU 266

MONETARNI SISTEM

I





UVOD U MONETARNU EKONOMIJU

1

Pojam monetarne ekonomije se upotrebljava da označi ulogu i uticaj novca u determinisanju privrednih kretanja. Predmet izučavanja monetarne ekonomije je monetarno-kreditni sistem i monetarno-kreditna politika.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje šta je predmet izučavanja monetarne ekonomije;
- Znate šta je monetarni sistem i monetarna politika;
- Odgovorite šta je novac;
- Znate osnovne funkcije novca;
- Navedete pojavne oblike novca
- Da sagledate osnovne monetarne teorije.

ZAŠTO PROUČAVAMO MONETARNU EKONOMIJU?

Novac se danas pojavljuje kao neodvojivi deo života i rada pojedinaca i kompanija, bez obzira da li je reč o njegovom papirnom, metalnom ili elektronskom vidu. On zaokuplja pažnju onih koji ga proučavaju u naučne svrhe, procenjujući na primer mogućnost da novac opstane jedino u elektronskom vidu, a da se banke pretvore u elektronske, odnosno virtuelne. Novac takođe predstavlja predmet interesovanja ljudi koji se na međunarodnim berzama bave kupovinom i prodajom deviza, pa dobijaju ili gube, zavisno od toga da li su pravilno prognozirali međusobne odnose valuta u budućnosti. Države se suočavaju sa problemom usklađivanja prihoda i rashoda naročito u vreme globalne ekonomske krize i nastoje da iznađu rešenja, tj. da pronađu izvore novca za prevazilaženje problema zaostalih javnih dugova iz prošlosti.

Studenti koji se budu bavili monetarnom ekonomijom steći će znanja iz osnova monetarnog i kreditnog sistema, zatim znanja o najvažnijoj makroekonomskoj politici – monetarnoj politici, koja kao složena politika uključuje monetarnu, kreditnu, kamatnu i deviznu politiku i na kraju, upoznaće instrumente monetarne politike, kojima nacionalne centralne banke regulišu ponudu novca na tržištu.

Sticanjem znanja i veština iz monetarne ekonomije studenti će biti osposobljeni da se nakon završenih studija uključe u rad poslovnih banaka, drugih finansijskih institucija, centralne banke, regulatornih tela, državne uprave i naučnoistraživačkih organizacija.

Koliko je novac u žiži svakodnevnog interesovanja pojedinaca, kompanija i države najbolje ilustruje situacija bez presedana iz septembra 2008. godine, kada je došlo do kulminacije finansijske krize zbog bankrota investicione banke *Lehman brothers* i kada su centralne banke intervenisale plasiranjem enormno velike količine novca, kako bi spasle finansijski sistem od nelikvidnosti. U tom trenutku do izražaja je došla uloga centralne banke „kao poslednje odstupnice likvidnosti" i niko nije postavljao pitanje da li to uopšte treba raditi i kakve su posledice takvog koraka. Preispitivanje uloge banaka i centralne banke kao odgovornih za pojavu aktuelne finansijske i ekonomke krize opet stavlja u fokus novac. Ne retko se banke i centralna banka optužuju da su neposredno izazvale krizu „štampajući novac bez pokrića", ne razumevajući u potpunosti mehanizam novčane emisije i regulisanja ponude novca. U žiži je diskusija o dometima monetarne politike da podstakne oporavak ekonomije u Evropi, prvenstveno članica Evropske monetarne unije, jer su SAD upravo na taj način uspele da obezbede izlazak iz krize i da privredu vrate na nivo aktivnosti pre pojave krize. Ima ekonomista koji tvrde da će odluka Evropske centralne banke (ECB) da u periodu mart 2015. – septembar 2016. godine, a po potrebi i duže, izvrši monetarnu ekspanziju, iako dobrodošla i pravog smera, zbog kasnog reagovanja biti nedovoljna da privredu izvuče iz recesije.

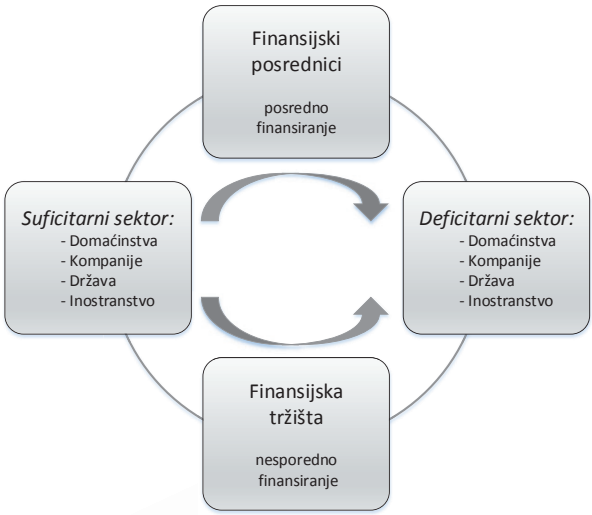
POJAM MONETARNE EKONOMIJE

Predmet izučavanja monetarne ekonomije je monetarno-kreditni sistem i monetarno-kreditna politika. Monetarno-kreditni sistem je skup načela, metoda, mera instrumenata i institucija kojima se kreira i povlači novac, odnosno kredit i regulišu monetarno – kreditni tokovi. Monetarno-kreditna politika je skup pravila, propisa, mera i instrumenata, kojima se reguliše nivo, struktura i dinamika novčane mase, novčana cirkulacija u prometnim kanalima, nivo, struktura i dinamika kreditnih plasmana, likvidnost ekonomskih subjekata i privrede, dužničko - poverilački odnosi ekonomskih subjekata.

Finansijski sistem ili finansijski sektor, čiji su sastavni delovi **monetarni i fiskalni sistem**, je skup institucija i instrumenata preko kojih se vrši prikupljanje, koncentracija, transfer i alokacija finansijskih resursa[1]. Polazeći od ovako definisanog finansijskog sektora treba imati u vidu da postoji visoka pozitivna povezanost (korelacija) između stepena razvijenosti finansijskog sistema i stepena razvijenosti realnog sektora privrede, kao i povratno delovanje privrede na finansijski sistem. Naime, ne može se očekivati da u nacio-

1 Dušanić J. – *Poslovno bankarstvo*, Consecco institut, Srpsko Sarajevo – Beograd, 2003. str. 15

nalnoj ekonomiji finansijska sfera umnogome po razvijenosti odstupa od realne sfere. Pošto postoji međusobna povezanost i uslovljenost mogu se očekivati međusobna podsticajna delovanja ili ograničavajuća dejstva. Tako je na primer tokom procesa tranzicije u Srbiji u prvoj fazi došlo do nešto brže transformacije i tržišnog prilagođavanja finansijskog sektora nego sektora kompanija i to je delovalo podsticajno na ubrzanje rasta realnog sektora. Tokom ekonomske krize produženog trajanja, međutim, dalji razvoj i rast finansijskog sektora usporen je upravo problemima realnog sektora, koji sada deluje ograničavajuće.



Slika 1.1. Finansijski tokovi u finansijskom sistemu

Monetarni sistem se definiše kao skup institucionalnih i organizacionih rešenja koja opredeljuju:

- Koji instrumenti koji se koriste kao prometno i platežno sredstvo predstavljaju novac;
- Položaj privrednih subjekata, nadležnost u odlučivanju o finansijskim pitanjima i motive njihovog ponašanja;
- Mehanizam regulisanja emisije, cirkulacije i povlačenja novca;
- Okvire za korišćenje monetarne politike i
- Ulogu tržišnog mehanizma u monetarnoj oblasti.

Struktura monetarnih institucija i struktura instrumenata koji mogu funkcionisati kao novac se posmatraju kao bitna obeležja monetarnih sistema u savremenim uslovima. Ove dve strukture su uzajamno zavisne, jer se monetarne institucije definišu kao institucije koje u svojoj pasivi, u vidu svojih obaveza imaju instrumente koji se smatraju novcem. Otuda i njihova posebna uloga u procesu kreiranja i povlačenja novca.[2]

Pojam monetarne ekonomije se upotrebljava da označi ulogu i uticaj novca na privredna kretanja. Predmet monetarne politike je regulisanje količine novca, obima i strukture kredita, u cilju obezbeđenja potrebne količine novca i delovanja na privredna kretanja.

Razlike koje postoje među ekonomistima u poimanju (shvatanju) monetarne ekonomije se odnose na pitanja načina, pravca i obima uticaja novca na privredne aktivnosti. Drugim rečima, ekonomisti različito tumače uticaj novca na cene, investicije, potrošnju, proizvodnju

2 Teslić-Nadlački, Lj, *Monetarni sistem*, Z. Pjanić, *Ekonomska enciklopedija*, Beograd, 1989, str. 857, na osnovu: Živković, A., Ristić, Ž., *Upravljanje finansijskim i deviznim poslovanjem*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000., str. 35-36.

i zaposlenost. Tako oni koje nazivamo monetaristima (monetaristička škola) novcu pridaju ključnu važnost, dok je za kejnzijance (kejnzijansku školu) novac od sekundarnog značaja, stavljajući ga u funkciju razvoja i postizanja pune zaposlenosti.

Trebalo bi imati u vidu da novac utiče na realne tokove (privrednu aktivnost) prvenstveno kada je poremećena monetarna ravnoteža, odnosno kada ponuda novca - postojeća količina novca, nije jednaka tražnji novca. Podsećanja radi, tražnja novca se može definisati „kao želja ekonomskih subjekata da drže određenu količinu novca, što treba jasno razlikovati od želje da se dobiju određena finansijska sredstva, na primer, tražnja kredita“[3].Tražnja novca, dakle, pripada istoj kategoriji kao i tražnja drugih finansijskih i nefinansijskih oblika imovine, pri čemu je specifičnost monetarnog aspekta tražnje novca u tome da tražnja određuje koliko bi trebalo da se poveća/smanji količina novca u opticaju.

U slučaju odstupanja ponude i tražnje novca (poremećene monetarne ravnoteže) dešavaju se dva procesa koji teže ponovnom izjednačavanju ponude (količine) novca i tražnje novca. S jedne strane, dešava se proces povećanja količine novca - kreiranja novca, koji je pod kontrolom centralne banke. S druge strane, dešava se proces smanjenja (povlačenja) novčane mase, koji nije pod neposrednom kontrolom centralne banke, već je rezultat aktivnosti mnoštva ekonomskih subjekata, pojedinaca i kompanija. Rezultat pomenutih procesa je uspostavljanje poremećene monetarne ravnoteže. Količina (ponuda) novca koja odstupa od ravnoteže utiče na tržište roba i usluga i na finansijsko tržište u formi viška ili manjka tražnje. Nova ravnoteža ponude i tražnje novca se postiže kroz složen mehanizam uticaja na tržištu roba i usluga i finansijskom tržištu i odražava se na obim proizvodnje, nivo cena i ekonomskih odnosa sa inostranstvom.

U savremenim uslovima se karakteristike nacionalne privrede u osnovi svode na pitanje **stepena njene monetarnosti**. „Može se ostati pri tvrdnji da je svaka privreda u kojoj postoji novac u savremenom obliku (kao skup određenih finansijskih instrumenata) monetarna, ali da je stepen monetarnosti (tj. uloge novca) mnogo veći u zemljama sa razvijenim tržišnim privrednim modelom, nego u privredama zemalja u razvoju i tranziciji.”[4] Dakle, postoji povezanost realne i finansijske sfere, pa se može tvrditi da razvijene tržišne privrede imaju razvijen finansijski sistem, što znači da je kod njih uticaj novca i finansijske sfere veći nego kod manje razvijenih privreda i privreda u tranziciji.

Makroekonomska politika predstavlja složen mehanizam instrumenata kojima država (vlada) utiče na privredna kretanja kratkoročno i treba je razlikovati od razvojne politike, koja ima više strateški, dugoročni karakter. Među makroekonomskim (ekonomskim) politikama najvažnije su monetarna i fiskalna politika. **Predmet monetarne politike** je regulisanje količine novca sa svrhom da se obezbedi potrebna količina novca i deluje u određenom pravcu na realna privredna kretanja. Monetarna politika, koja je u nadležnosti centralne banke (CB), je takođe složena i sastoji se od monetarne politike u užem smislu, kreditne, kamatne i devizne (valutne) politike.

Monetarna politika je sinteza (spoj) monetarne teorije i monetarne prakse. S jedne strane, teorijski aspekt monetarne politike obezbeđuje osnovu za definiciju monetarnih

3 Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 5
4 Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 7

agregata, ocenu tražnje novca i ocenu ciljeva monetarne politike u pogledu kretanja količine novca i kretanja kamatnih stopa, koji odgovaraju ciljevima ekonomske politike. S druge strane, praktični aspekt monetarne politike podrazumeva konkretnu primenu monetarnih instrumenata u određenim uslovima: u uslovima određenog ekonomskog sistema, na određenom nivou privredne razvijenosti.

Monetarna politika je skup načela, metoda, mera, instrumenata i institucija kojima se kreira i povlači novac, odnosno kredit i regulišu monetarno – kreditni tokovi. Šire posmatrano, monetarna politika je skup pravila, propisa, mera i instrumenata, kojima se u monetarnoj sferi reguliše nivo, struktura i dinamika novčane mase, novčana cirkulacija, nivo, struktura i dinamika kreditnih plasmana, likvidnost ekonomskih subjekata i privrede, dužničko - poverilački odnosi ekonomskih subjekata.

Možemo uočiti da se monetarna politika svodi na konkretno monetarno usmerenje privrednih tokova posredstvom odgovarajućih instrumenata monetarnog sektora. Pri tome, ciljevi monetarne politike se tiču proizvodnje, zaposlenosti, stabilnosti cena i stanja platnog bilansa, tj. predstavljaju krajnje tačke njenog uticaja.

POJAM NOVCA

Novac se obično definiše po svojoj osnovnoj funkciji kao opšte sredstvo razmene dobara[5]. Neophodno je pri tom novac vezati za **robno novčanu privredu ili tržišnu privredu**, koja predstavlja oblik društvene organizacije proizvodnje u kojoj se materijalna dobra ne proizvode za neposrednu potrošnju vlasnika, već se proizvode radi razmene na tržištu. Da bi se olakšao i ubrzao proces razmene nastao je novac kao sredstvo razmene, a robno promet je dobio oblik ROBA – NOVAC – ROBA. U uslovima primitivne razmene robe su se neposredno razmenjivale jedna za drugu ROBA – ROBA i ovaj oblik razmene se naziva trampom, a oblik organizacije proizvodnje naziva **naturalna privreda**.

Boks 1.1. **Novac na ostrvu Jap**

(Pajn, A., Fiksna sredstva, ili zašto je na Japu teško odložiti plaćanje duga, *Wall Stree Journal*/032984, pg. A1)[6]

Jap, Mikronezija – Na ovom ostrvcetu na Južnom Pacifiku život je lak, a valuta čvrsta. Na svim drugim mestima na svetu, škripi poljuljani svetski monetarni sistem; plivajući devizni kursevi izazivaju haos na valutnim tržištima, a devalvacije su postale opšte mesto. Ali, na Japu je valuta čvrsta kao kamen. U stvari, ona i jeste kamen. Krečnjak, da budemo precizni.

Skoro 2.000 godina, ljudi na Japu koriste velike točkove od kamena za plaćanje velikih kupovina, recimo, zemlje, kanua ili dozvola za brak. Jap je teritorija pod starateljstvom SAD-a, a dolar se koristi u prehrambenim prodavnicama i na benzinskim pumpama. Međutim, na ostrvu se i dalje koristi kameni novac, baš kao što i dalje postoji drevni kastinski sistem i tradicionalna odeća u vidu tkanine oko bokova i suknje od trave.

5 Ekonomski leksikon, str. 821

6 Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 634-635.

Kupovina imovine kamenjem „mnogo je lakša nego kupovina američkim dolarima", kaže Džon Čodad, koji je nedavno kupio građevinsko zemljište kamenim točkom prečnika 70 cm. „Mi ne znamo vrednost američkog dolara."….

Kameni točkovi nisu dobri za sitne transakcije, pa stanovnici Japa za sitne transakcije koriste druge oblike valute, recimo, pivo. Pivo se nudi kao naplata za sve vrste sitnih poslova, uključujući i one građevinske. Deset hiljada stanovnika na Japu godišnje troši 40.000 do 50.000 sanduka, uglavnom Badvajzera…

Stanovnici Japa koriste kameni novac još otkad je japski ratnik po imenu Anagumang prvi doneo ogromne stene iz krečnjačkih pećina sa susednog Palaua, pre oko 1.500 do 2.000 godina. Inspirisan mesecom, oblikovao je stene u velike krugove. Ostalo je već poznato.

Stanovnici Japa naslanjaju kamene točkove na svoje kuće ili ih ređaju u seoskim „bankama". Većina kamenja je prečnika između 75 i 150 cm, ali neki dostižu širinu i od tri i po metra. Svaki u sredini ima rupu, pa se može navući na stablo oborenog drveta betelovog oraha i tako nositi. Potrebno je 20 muškaraca da bi se podigao poneki kamen.

Kako nalaže običaj, polomljeno kamenje je bezvredno. Na Japu nikad nećete čuti ljude kako kažu da žele parče kamena. Umesto da rizikuju da polome kamen – ili kičmu – stanovnici Japa ogromno kamenje obično ostavljaju tamo gde jeste i mentalnim računovodstvom beleže da je kamenje promenilo vlasnika – kao što zlatne poluge u međunarodnim transakcijama menjaju vlasnika, a da pri tom ne napuštaju trezore Federalnih rezervi u Njujorku…

Postoji nekoliko definitivnih prednosti korišćenja masivnog kamenja kao novca. Kao prvo, oni su otporni na trgovinu na crnom tržištu i predstavljaju nesavladivu prepreku za lopove. Osim toga, nema uzaludnih debata o tome kako stabilizovati monetarni sistem na Japu. Sa samo 6.600 kamenih točkova koliko ih je preostalo na ostrvu, ponuda novca ostaje nepromenjena…

U međuvremenu se može desiti da kameni novac sa Japa stekne međunarodni značaj. Vašington je obavešten da Tosiho Nakajama, predsednik Mikronezije, planira da ponese jedan kameni disk kada sledećeg meseca bude posetio SAD. Kamen će biti prebačen mlaznim avionom američke avijacije.

Zvaničnici kažu da g. Nakajama namerava da uruči kamen kao simbolični doprinos Mikronezije smanjenju američkog budžetskog deficita.

U **istoriji robno – novčane (tržišne) privrede i novca** mnoge su robe služile kao sredstvo razmene: školjke, biseri, duvan, kože, žito, stoka, bakarni, srebrni i zlatni novac.

Novac od plemenitih metala počeo je da se kuje u antičkoj Grčkoj tokom VII veka p.n.e. (Lidija – *creseides* od belog zlata i Egija - srebrna *drahma*). Tokom srednjeg veka kovao se novac od plemenitih i drugih metala. U kasnijim fazama kovanice, novac od metala, se koristio sve više kao ostatak (rezidual), koji se upotrebljava za mala gotovinska plaćanja.

Papirni novac je nastao iz bankarskih menica u XVII veku, koje su predstavljale potvrdu o tezaurisanju određene količine novca, davanju novca na čuvanje. Novčanice su se odomaćile kao najčešće korišćena vrsta novca za veća plaćanja, ali i one danas gube trku sa savremenijim oblicima novca depozitnim, odnosno elektronskim novcem.



Slika 1.2. Nastanak novca

Kada govorimo o pojavnim oblicima novca onda je u današnje vreme **depozitni novac** najrasprostranjeniji, kao novac na računima banaka, čiji su vlasnici kompanije, pojedinci i same banke. Dakle, ovo je novac na računima klijenata u bankama i računima samih banaka.

Ovaj novac možemo istovremeno nazvati i **elektronskim novcem**, kao novac koji je zapisan u vidu elektronskog zapisa na nekom od elektronskih medijuma, računaru, bazi podataka.

Boks 1.2. Zlatna era

(New York Times, Feuer A., decembar 2014.)

Možda ste mislili da je 43 godine nakon što je Ričard Nikson ukinuo zlatno važenje dolara, uloga zlata kao ekonomskog instrumenta završena. Međutim, tokom poslednjih nedelja zlato doživljava renesansu zahvaljujući nizu inicijativa u Evropi i Aziji.

Početkom decembra Švajcarci su glasali i rekli ne inicijativi da njihova centralna banka počne kupovanje zlata u nameri da 20% rezervi bude u zlatu, želeći da tako stabilizuju valutu. Kina i Rusija istovremeno kupuju velike količine zlata na berzama. Francuska političarka Mari Lepen je predložila vladi da kupuje zlato, a Holandija je istovremeno otkupila 5 milijardi USD u zlatu koje je držala kod FED-a.

Šta se zapravo dešava? Otvorena je debata bez pravog odgovora. Neki eksperti objašnjavaju da je povratak zlatu najbolji indikator nailazeće pošasti inflacije. Drugi u isto vreme objašnjavaju da vlade i centralne banke nastoje da ojačaju svoju poziciju u nestabilna vremena.

Držanje zlata kod ljudi i vlada predstavlja znak nesigurne budućnosti, kaže Mišel Bordo, profesor Rutgers Univerziteta. U vreme kad centralne banke agresivno pokušavaju da oporave privrede štampajući novac- što u teorijskom smislu znači obezvređivanje novca – povratak zlatu može da znači kreiranje kulture stabilnosti, dodaje on. Preostaje pitanje zašto se zlato tradicionalno posmatra kao ekvivalent za robu. U svakom slučaju to je, po ovom autoru,

njegova laka zamenjivost za novac. Dodatno, dok se koristio zlatni standard je ograničavao centralne banke da štampaju novac bez pokrića i monetizuju državni deficit.

Kupujući zlato Kina i Rusija ukazuju da su svesne kako su stvari vezane za dolar osetljive, kaže Džejms Ričard, autor knjige „Smrt novca: nadolozeći kolaps međunarodnog monetarnog sistema". Istovremeno, Džošua Ajzman, profesor na Univerzitetu Južna Kalifornija, kaže da sumnja da Kina i Rusija smatraju ulaganje u zlato isplativim, ali da oni u stvari sugerišu da nisu srećni sa dolarom ili da žele da postanu svetski igrači, što je uz zlato veoma korisno.

Ukoliko govorimo o mestu i ulozi novca za normalno odvijanje tokova privredne aktivnosti i povezanosti monetarnih kretanja sa ostalim privrednim kretanjima, savremeni ekonomisti prihvataju srednji pravac između dva ekstremna teorijska gledišta – „novac nije važan" (neokenzijanci, kenzijanci) i „samo je novac važan" (monetaristi). Takođe je prisutno neslaganje među ekonomistima u pogledu mehanizama kojima novac deluje na privrednu aktivnost, intenzitet delovanja i neophodnog vremena da se ispolje krajnji efekti delovanja monetarnih faktora. Prema ekonomisti *Goodhart*-u razlike u mišljenjima među ekonomistima su više empirijske nego teorijske prirode. [7]

Monetaristi smatraju da je novac varijabla (veličina) od koje presudno zavisi pravilno funkcionisanje privrednog mehanizma. Razlozi za ovakvo stanovište su: [8]

- Promene količine novca mogu da proizvedu snažne oscilacije u privrednoj aktivnosti;
- Odnos novca prema ostaloj aktivi privrednih subjekata je relativno stabilan i pouzdan, tako da promene novčane mase mogu imati relativno predvidljive efekte na privredne tokove;
- Količina novca je monetarni agregat koji može da se kontroliše sa zadovoljavajućom tačnošću merama monetarne politike centralne banke.

Neokejnzijanci, postkejnzijanci, (kejnzijanska škola mišljenja) nasuprot tome, smatraju da je novac samo jedan od mnogih faktora koji utiču na pravac i karakter privrednih kretanja. Razlozi za ovakvo stanovište su:[9]

- Količina novca se sama prilagođava „potrebama razmene dobara", tako da se ova varijabla pojavljuje kao pasivan element u ekonomskom sistemu. Pošto je količina novca pasivan element, neka druga varijabla mora biti izvor privrednih poremećaja;
- Ako i dopustimo da su moguće nezavisne promene količine novca i u stvarnosti do toga dođe, ekonomski efekti takvih promena su nepredvidljivi, jer je odnos novca prema ostaloj aktivi privrednih subjekata krajnje promenljiv. U stvari, ponašanje dohodne brzine opticaja novca je potpuno neizvesno.

7 C.A.E.Goodhart, *Money Information and Uncertainty,* London, Mc Millan, 1975., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 9.

8 Milton Friedman, Karl Brunner i Allan Meltzer se obično smatraju vodećim predstavnicima monetarističke škole u okviru savremene monetarne teorije.
Opširnije o monetarističkom gledištu pogledati sledeći izvor: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 13-19

9 James Tobin, Franco Modigliani, Sidney Weintraub i Robert Clower su istaknuti ekonomisti neokejnzijanske škole.
Opširnije o neokejnzijanskom gledištu pogledati sledeći izvor: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 10-13.

Pažnja ekonomske teorije usmerena je prvenstveno na istraživanje suštine vrednosti novca i funkcija novca u privredi. Rezultat razmatranja pitanja osnove (suštine) novca kao sredstva razmene su **teorije vrednosti novca**:[10]

- **Metalistička teorija novca**, čiji je osnovni stav da novac mora imati svoju unutrašnju, materijalnu vrednost. Vrednost novca potiče od vrednosti supstance od koje je izrađen. Svi metali mogu služiti kao novčane robe, a ne samo zlato i srebro, odnosno metali su „novac od prirode". Osnova prometne vrednosti novca je sama prometna vrednost metala kao robe sadržane u novcu. Vrednost papirnog novca temelji se, prema ovoj teoriji, na vrednosti metalnog novca, preko mogućnosti njegove potpune zamene za metalni. Ova teorija je danas napuštena.
- **Nominalistička teorija novca** polazi od toga da vrednost novca potiče od njegove nominalne sadržine - vrednosti određene od strane države. Novac je društvena konvencija, tvorevina zakona, odnosno, novac ima državnim aktom određenu vrednost - nominalnu vrednost. Novac je u prometu samo zato što iza njega stoji autoritet države.
- **Bankarska teorija novca,** bliska nominalističkoj teoriji, polazi od toga da povećanje ili smanjenje opticaja banknota (novčanica) ne zavisi od centralne, emisione banke, već od stvarnih potreba privrede za sredstvima plaćanja. Ukoliko se poveća promet roba, treba da se poveća novčani opticaj, i obrnuto.

FUNKCIJE NOVCA

Osnovni privredni subjekti su pojedinci, odnosno porodice i kompanije, odnosno preduzeća. **Mikroekonomija** se bavi ponašanjem pojedinaca kao potrošača i kompanija kao osnovnih privrednih subjekata. U ovom slučaju se vrši parcijalna analiza ponašanja osnovnih ekonomskih subjekata, izolovano od ponašanja ostalih učesnika na tržištu. Kružno kretanje robe i novca objašnjava kako se u procesu reprodukcije vrši povezivanje domaćinstava kao vlasnika faktora proizvodnje i kompanija kao robnih proizvođača. Sa stanovišta monetarne ekonomije najvažnije je da paralelno sa kružnim tokom realnih resursa, roba i faktora proizvodnje, postoji kružno kretanje novca, dohodaka faktora proizvodnje i izdataka za potrošnju. Pri tom je važno razlikovati **novac kao tok vrednosti**, što su dohoci i prihodi i **novac kao stok**, novac kao fond vrednosti, imovina, štednja, blago. Tokovi se obračunavaju u jedinici vremena, prihodi kompanije u toku meseca, kvartala ili godine. Fondovi predstavljaju stanje u određenom trenutku, stanje imovine porodice na kraju godine.

Dobar deo ekonomske literature novac definiše sa stanovišta mikroekonomije,tj. šta novac predstavlja za pojedinca ili kompaniju i šta je motivacija za tražnju[11]. Neki ekonomisti (neokejnzijanci, postkejnzijanci) ističu ulogu novca kao „suptilno lukavstvo za

10 Opširnije o analitičkim osnovama savremenog novca i vrstama novca, uključujući tri teorije o novcu, pogledati sledeći izvor: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 20-21, 22-24 i 24-35.

11 *Mankiw* i *Taylor* novac definišu kao „skup imovina u privredi koje ljudi redovno koriste da bi kupovali dobra i usluge od drugih ljudi (*Ekonomij*a, Data status, Beograd, 2008., str. 588)."
Babić M. kaže da „pod novcem se podrazumeva sve ono što je opšte prihvaćeno kao sredstvo plaćanja (*Makroekonomski modeli*, Narodne novine, Zagreb, 1977, str. 145)".

povezivanje sadašnjosti sa budućnošću". Naše sadašnje radnje su rezultat naših očekivanja u budućnosti. Elemenat neizvesnosti oko budućih kretanja nas navodi da držimo novac kao „čuvar vrednosti".[12]

Makroekonomija proučava funkcionisanje celokupne privrede. Za izučavanje procesa reprodukcije na nivou nacionalne privrede koriste se društveni računi, koji predstavljaju statistički obračun privredne aktivnosti nacionalne privrede. Bruto domaći proizvod (BDP) je najvažniji makroekonomski agregat i on predstavlja ono što je nacionalna privreda proizvela i ponudila u vidu roba i usluga u toku određenog perioda vremena, a obično se kao konvencija uzima period od godinu dana. Novostvorena vrednost – povećanje vrednosti roba i usluga kao rezultat proizvodnje i obračunava se kao razlika između proizvedene vrednosti roba i usluga i vrednosti međufazne potrošnje. Sa stanovišta novčanih tokova važan agregat su investicije koje predstavljaju kupovinu kapitalnih dobara od strane kompanija, dok štednja predstavlja deo dohotka potrošača koji nije potrošen za kupovinu roba i usluga.

Monetarna teorija definiciju novca saopštava implicitno - „novac je ono što se ponaša onako kako to kaže monetarna teorija i utiče na stvari kako se to zahteva. U tom slučaju, novac se pokazuje kao jedna teorijska konstrukcija i traganje za njegovom empirijskom kopijom predstavlja testiranje teorije. (Živković, A., Kožetinac, G.)"[13]

Prema *J.G.Gurley* i *Edward S.Shaw*, potrošnja nije ograničena količinom novca u opticaju, već „likvidnošću".[14] Argument, koji koriste ekonomisti ovog pravca, je da raspoloživa količina gotovog novca nipošto ne uspeva da ograniči potrošnju na agregatnom nivou. Zbog toga, monetarna politika mora da se fokusira na ceo niz likvidnih oblika finansijske aktive i kreditnih aranžmana kojima raspolažu privredni subjekti, a ne samo na količinu gotovog novca.

Novac ima više funkcija i to: sredstvo razmene, platežno sredstvo, obračunsko sredstvo, novac kao blago i svetski novac[15].

- **Novac kao sredstvo razmene** – novac je sredstvo razmene koje je prihvaćeno od strane svih ekonomskih subjekata, a propisima je nametnuto kao zakonsko sredstvo razmene u nacionalnoj privredi;
- **Novac kao platežno sredstvo** – u funkciji platežnog sredstva novac se koristi u kreditnim transakcijama, kada se određena suma novca daje na zajam (kredit) uz obavezu zajmotražioca da glavnicu i kamatu vrati u ugovorenom roku – odloženo plati;
- **Novac kao obračunsko sredstvo** - novac obično glasi na neku apstraktnu jedinicu prometne vrednosti, koja je osnov za obračunske jedinice novčane privrede. U slučaju visoke stope opšteg rasta cena – inflacije, nacionalna valuta se samo delom koristi za ove svrhe, a njenu ulogu obračunskog sredstva preuzima neka stabilna valuta;
- **Novac kao čuvar vrednosti –** u ovom slučaju novac se razume kao blago. tj. kao jedan oblik likvidne imovine koji održava svoju vrednost u vremenskom horizontu

12 Cit. stav *Keynes*-a na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 40.

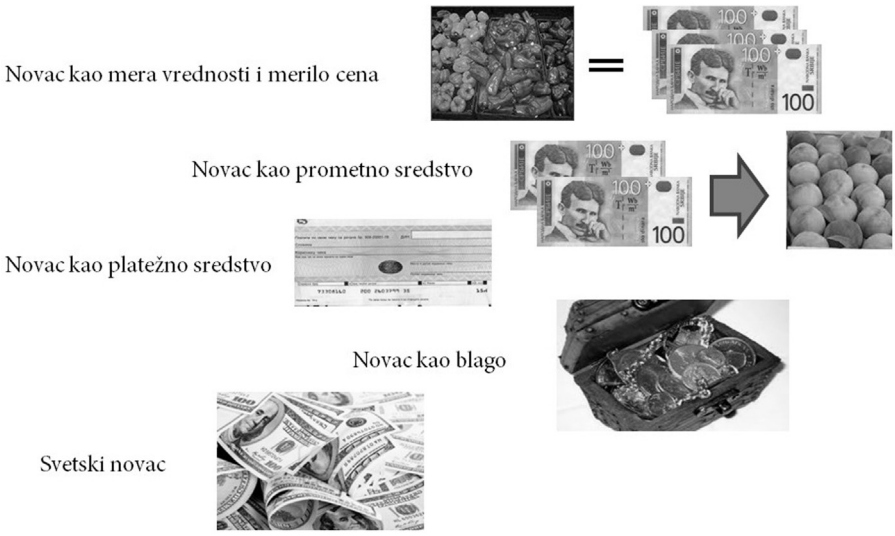
13 Cit. definicija na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 41.

14 Gurley J.G and ShowE.S., *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1960., na osnovu: Živković, A., Kožetinac,G., cit. delo, str. 43.

15 Labus M, *Osnovi ekonomije*, Jugoslovenska knjiga, 1997., str. 146-148.

(vremenu), pri čemu je to svojstvo vezano za relativno stabilno stanje ekonomije u pogledu inflacije, jer u suprotnom dolazi do obezvređivanja;

- **Svetski novac** – ulogu svetske valute decenijama ima američki dolar, a sa pojavom evra kao zajedničke valute većeg broja zemalja Evropske monetarne unije (EMU), jedan deo deviznih rezervi u svetu se čuva upravo u evrima.



Slika 1.3. Funkcije novca

ODNOSI NOVCA I CENA

Sva složenost (kompleksnost) problema novca je rezultat toga što se on često posmatra izdvojeno za sebe, bez povezanosti sa celinom finansijskog i privrednog sistema. Novac nastaje kao rezultat robne razmene, odnosno evoluira od oblika prometne vrednosti: od jednostavnog preko opšteg do novčanog. Istorijski gledano, novac se izdvaja kao posebna roba iz ostalog robnog sveta (rado se primao i nalazio u razmeni), gubi svojstva svakodnevne upotrebne vrednosti i postaje opšti ekvivalent koji se sve više upotrebljava isključivo u procesu razmene, ostalih proizvoda. Time se stvara osnova za nastanak i razvoj novčanog oblika vrednosti. Ovaj opšti ekvivalent u procesu razmene dobija posebnu funkciju, te svojim „predmetnim sadržajem" (odnosno upotrebnom vrednošću) izražava vrednost drugih roba. Ona postaje novac kada je stekla status opšteg ekvivalenta. Time se razvija novčani oblik vrednosti. Pored svoje upotrebne vrednosti (koju ima zbog prirodnih svojstava), ova roba dobija i novu, širu, posebnu društvenu vrednost, svojstvo da se njome mere vrednosti svih ostalih roba.[16]

16 Prirodne prednosti plemenitih metala, u odnosu na druge robe, u vršenju funkcije opšteg ekvivalenta, su sledeće: velika vrednost, velika specifična težina, lakoća prenošenja, kovljivost, lako raspoznavanje, zamenjivost, deljivost, korisnost i dr.

Među ekonomistima još uvek nije prihvaćena izričita definicija pojma novca, tj. šta se podrazumeva pod pojmom novca. Makroekonomska misao je bila pod uticajem traganja za varijablom zvanom „novac" koja se može definisati, kvantifikovati, kontrolisati povezati na stabilan i predvidljiv način sa drugim ekonomskim varijablama, kao što su nominalni dohodak ili nivo cena.

Makroekonomija se bavi agregatnim veličinama, kao što su ukupna zaposlenost, ukupna proizvodnja, ukupna razmena, inflacija, platni bilans. Jedno od najvažnijih pitanja makroekonomije je pitanje inflacije, njenih pojavnih oblika, uzroka i načina da se ona stavi pod kontrolu. U pravilu makroekonomija stavlja u odnos količinu novca u opticaju i opšti nivo cena, odnosno stopu opšteg rasta cena, koja se naziva inflacijom, povlačeći između njih uzročno - posledičnu vezu. Naime, smatra se da je jedan od osnovnih uzroka porasta opšteg nivoa cena veći obim novca od potrebnog na nivou nacionalne ekonomije, koji utiče na ponašanje banaka, kompanija i pojedinaca. Veća količina novca od neophodnog za nesmetano obavljanje kupoprodaja narušava ravnotežu ponude i tražnje za novcem i utiče na njegovo obezvređivanje, snižavanje njegove vrednosti.

Boks 1.3. Za one koji veruju u monetarno čudo

(Telegraph, Warner J., novembar 2014.)

Igramo se sa monetarnom politikom. U četvrtak su britanski poslanici počeli debatu u Parlamentu o monetarnoj emisiji, uključujući pitanje tzv. helikopterskog novca.

Mnogo diskusije, a malo razumevanja – novčana emisija je jedno od takvih pitanja o kojima se gotovo nije razmišljalo do aktuelne krize. Od tada se pojavila armija eksperata koja je sklona da od toga pravi veliki problem. Za monetarne ekonomiste to je staro pitanje, ali njihova višegodišnja upozorenja da se vodi nekonvencionalna monetarna politika, koja vodi u propast, niko nije čuo. Zašto se poslednjih šest godina dozvoljava bankama da uništavaju novac pre nego da ga kreiraju i da li država radi to isto pokrivajući svoje gubitke stvarajući uslove za novi balon u budućnosti?

Debata nazvana „Novčana emisija i društvo" nije se vodila u Britanskom parlamentu ravno 170 godina, od vremena kada je donet zakon koji je bankama zabranio da štampaju svoje sopstvene obveznice. Od tada, međutim, centralne banke nisu prestajale sa povremenim eksperimentom štampanja novca bez pokrića, kao što su to obilato činile FED i Banka Engleske (BoE, *Bank of England)*. Istovremeno, Evropska centralna banka (ECB) nije spremna da se upusti u ono što se naziva monetarnim olakšicama (*quantitative easing*), što je naziv za nekonvencionalnu monetarnu politiku, kada centralna banaka kupuje aktivu banaka, čime se povećava cena ove aktive i spušta njen prinos, istovremeno povećavajući količinu novca u opticaju. Uostalom, kakva je razlika između ovog i sadašnjeg vođenja politike realno negativne eskontne stope ECB.

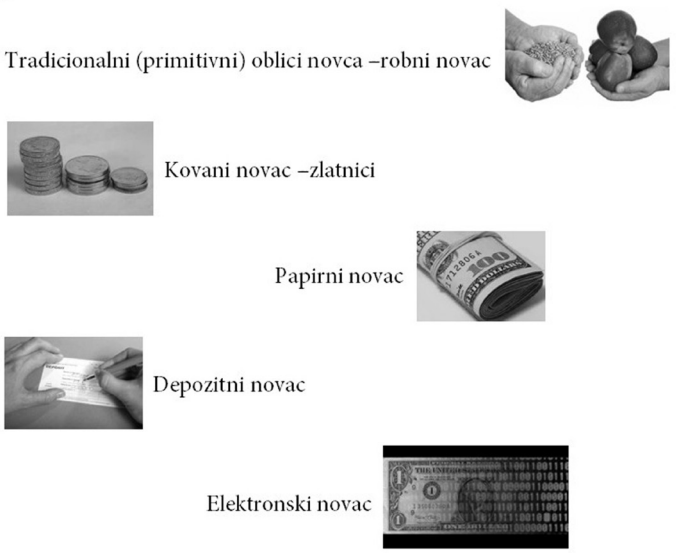
U takvim okolnostima počinje debata u Parlamentu. Na poslednjoj pres konferenciji prilikom objavljivanja Izveštaja o inflaciji pitao sam Guvernera Banke Engleske, Marka Karneja (*Mark Carney*) da li bi i u kakvim okolnostima odobrio štampanje novca za pokrivanje javnog deficita, što se naziva helikop-

terskim novcem. Odgovor je bio negativan, jer je objasnio da bi to direktno vodilo nekontrolisanoj novčanoj emisiji i svakako hiperinflaciji.
Dalja evolucija novca zavisi od sledećih pojava: osamostaljivanje određenih funkcija novca, državni intervencionizam na monetarnom planu, dinamičan razvoj pojedinih oblika novca, koji su u ranijoj fazi bili samo u rudimentarnom obliku (depozitni novac, međunarodni novac, elektronski novac), nestanak ili smanjivanje značaja nekih, već klasičnih funkcija novca (novac kao blago, novac kao mera vrednosti).

POJAVNI OBLICI NOVCA

Novčanica predstavlja svaki oblik novca (surogat novca), koji se pojavljuje u obliku papirne cedulje, bez obzira na nastanak, ekonomsko značenje i pravnu normu. Surogati novca su zamenici novca koji, kao vrednosni papiri (menice, čekovi i sl.), sadrže pravo koje imalac tog papira ima na određenu količinu punovrednog novca (zlata).

Novčanica je nastala tokom razvoja novčanog sistema, kao posledica spontanog saznanja da nominalna vrednost novca u prometu ne mora odgovarati stvarnoj vrednosti i da od nje može odstupati. Novčanica postaje surogat pravog novca, a razvija se zbog potreba prometa. Novčanica se sve više približava funkciji isključivog novca, jedinog zakonskog sredstva plaćanja i prometa. Time ona istovremeno dobija karakteristike definitivnog sredstva plaćanja – pretvarajući se sve više u papirnu valutu.[17]



Slika 1.4. Vrste novca

17 Cit. definicija novčanica na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 27 (za prva dva pasusa), str. 29 (za treći pasus).

Papirni novac je zamenio metalni, kao rezultat potreba prometa i u svrhu olakšanja prometa, i to kao njegov predstavnik, odnosno uz pretpostavku da se svakodnevno može konvertovati u određenu količinu plemenitog metala. Papirni novac je u potpunosti prihvaćen zahvaljujući dugotrajnom funkcionisanju mogućnosti zamene papirnog novca za plemenite metale.

Pojava inflacije (opšteg rasta cena) se često vezuje za razvoj papirnog novca i „zloupotrebu" novca u privrednom razvoju. U cilju kontrolisanja inflacije, u svim zemljama se donose posebni propisi, a pravo emisije novca se prenosi na centralnu banku, tako da ona dobija ulogu isključivo emisione banke pod kontrolom države.

Danas papirni novac ima posrednu vrednost, i to samo toliku, koliko taj novac predstavlja zlato i druge robe. Njegova vrednost proizilazi iz toga što funkcioniše u opticaju. Količina papirnog novca u opticaju je određena količinom stvarnog (zlatnog) novca koja bi bila potrebna za nesmetano odvijanje privredne aktivnosti. Znači, osnovni element za određivanje vrednosti papirnog novca u savremenoj privredi je vrednost potrebne količine zlata, odnosno stvarnog novca, koju papirni novac reprezentuje.

Depozitni ili žiralni novac je nastao iz funkcije novca kao platežnog sredstva, a u osnovi je kreditni novac. Savremeni novac je potraživanje. Slobodna novčana sredstva su depoziti klijenata (pravnih i fizičkih lica) za banku, odnosno, predstavljaju njenu pasivu (tj. obavezu). Banka ih oplođuje (uvećava vrednost) tako što ih plasira drugim klijentima u formi kredita, koji se nalaze u aktivi banke (tj. predstavljaju potraživanje banke). Klijenti dobijena sredstva po kreditu koriste za servisiranje obaveza ka drugim dobavljačima ili za investicije. Depozitnim novcem se stvara mogućnost proširenja novčanog obima (volumena). Svojom kreditnom aktivnošću, banke stvaraju nova platežna sredstva (stvaraoci novca).

Depozitni novac ima veliki značaj u privredi, jer pokreće potrošnju i investicije.

U savremenoj privredi funkcioniše depozitni novac (ili bezgotovinski) i gotovinski novac (keš ili efektiva**). Efektivni novac, gotovina ili keš,** kreiran od strane centralne banke, je i dalje osnova depozitnog novca. Konverzija jednog oblika novca u drugi (gotovine u depozite i obrnuto) je neograničena i gotovo automatska. Jedan od najtežih zadataka monetarno-kreditne politike je određivanje optimalne količine novca prema potrebama proizvodnje i prometa.

PREGLED MONETARNIH TEORIJA

U razvoju monetarne teorije istorijski se mogu razgraničiti sledeće faze:[18]

- Period **klasične i neoklasične kvantitativne teorije novca**, koja je vladala sve do sredine 1930-ih godina;
- Period kejnzijanske revolucije - **kejnzijanske dohodne monetarne teorije**, a potom tendencija stvaranja neoklasične sinteze i pojave monetarne teorije imovinskog pristupa, koje su dobile na značaju od sredine 1950-ih godina;

18 Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 357-390.

- Period **monetarističke kontrarevolucije** - kvantitativne teorije novca, koja potiskuje kejnzijansku teoriju i monetarnu teoriju imovinskog pristupa od 1960-ih godina;
- Period suprotstavljanja (polarizacije) monetarista i nemonetarista (kejnzijanaca, postkejnzijanaca, neokejnzijanaca i fiskalista) od sredine 1950-ih do sredine 1970-ih godina;
- Period nove kontrarevolucije kejnzijanaca i vraćanja originalnim *Keynes*-ovim postavkama, od sredine 1970-ih i
- Monetarizam, udružen sa strukturalizmom (ekonomija ponude) je ugrozio kejnzijanizam u kreiranju monetarne (i ekonomske) politike većine razvijenih zemalja, početkom 1980-ih godina.

Prema M. Babiću u osnovi postoje dve teorije tražnje za novcem:[19]

- **Klasična ili kvantitativna teorija novca**, prema kojoj privredni subjekti drže novac isključivo zbog njegove funkcije sredstva razmene. [20]
- ***Keynes*-ova novčana teorija**, prema kojoj postoje tri vrste tražnje za novcem u zavisnosti od svrhe za koje je novac namenjen, odnosno motiva držanja novca:
    - Poslovna ili transakciona tražnja tj. tražnja za svakodnevnim plaćanjem poslovnih transakcija (*transaction demand*), čiji je osnovni uzrok vremenska nepodudarnost primanja novca i potrebe za njegovim izdavanjem (trošenjem);[21]
    - Potražnja za novcem radi nepredviđenih ili neizvesnih plaćanja (*precautionary demand*);
    - Potražnja za novcem radi špekulativnih mera (*speculative demand*), koja se često zove i davanje prednosti likvidnosti *(liquidity preference*). Treba imati u vidu da promene kamatnih stopa rezultiraju promenama u zaradama na kamatonosnim vrednosnim papirima.

Na sličan način su i *L.Ritter, S.William* i *G.Udell* klasifikovali monetarne teorije:[22]

- Klasični osnovi,
- Kejnzijanski okvir.

Klasični osnovi - Novac nema nikakvu ulogu u okviru klasičnog sistema, odnosno, prema ovom pristupu novac ne igra nikakvu ulogu u realnom sektoru ekonomije. Dva osnovna koncepta klasičnog mišljenja o novcu i ekonomskoj aktivnosti su *Say-ov zakon*[23] i kvantititativna teorija. ***Say*-ov zakon** naglašava da je ekonomija u osnovi (inherentno) stabilna kod pune zaposlenosti. Bilo kakvo odstupanje od tog nivoa ekonomske stabilnosti je samo privremena. Glavni mehanizam koji unapređuje stabilnost je fleksibilnost kamatnih stopa. Štednja i investicije se izjednačavaju putem varijacija kamatne stope, odnosno, štednja i investicije su funkcija kamatne stope.

19 Babić, M., *Makroekonomski modeli*, Narodne novine, Zagreb, 1977., str. 135-158.

20 Postoje četiri verzije kvantitativne teorije: *I.Fisher*-ova teorija, teorija dohotka, kembridžčka teorija i *Friedman*-ova teorija.

21 Prema *Baumol*-u i *Tobin*-u poslovna potražnja je funkcija dohotka i kamatne stope.

22 *Ritter, L., Silber, W., Udell, G*., Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 451-579.

23 *Say*-ov zakon glasi: „Ponuda stvara sopstvenu tražnju (*Ritter, Silber,Udell*, cit. delo, str. 451.)."

Kvantitativna teorija novca tvrdi da je uticaj novca u ekonomiji ograničen na nivo cena. Povećanja novčane mase povećavaju cene, a smanjenja novca smanjuju opšti nivo cena. Novac je, dakle, neutralan u odnosu ne realni sektor ekonomije. Postoji jasna razlika između realnih i nominalnih veličina. U središtu kvantitativne teorije je stabilna tražnja za novcem. Tražnja za realnim novčanim saldima je predvidiv deo realnog BDP[24]. Kvantitativna teorija može da se posmatra i kao stav o tome šta određuje ukupnu tražnju za robom i uslugama. Ona kaže da povećanje novčane mase povećava ukupnu tražnju. Sa ukupnom ponudom, fiksnom kod pune zaposlenosti, uticaj povećanja novčane mase je povećanje cena.

Moderni monetaristi tretiraju kvantitativnu teoriju mnogo fleksibilnije. Po njihovom mišljenju novac utiče na trošenje na predvidiv način, a ne na rigidan numerički način. Ako je ekonomija ispod nivoa pune zaposlenosti, čak i realni BDP može da reaguje na promene novčane mase, ali prirodna težnja prema punoj zaposlenosti eliminiše svaki sistematičan uticaj promena novčane mase na realni BDP.

Kajnzijanska teorija tvrdi da nivo proizvodnje određuje agregatna tražnja roba i usluga.[25] *Keynes* nije smatrao da će fluktuirajuće cene i kamatne stope usmeravati nivo ekonomske aktivnosti ka punoj zaposlenosti, naročito na kratak rok. Kejnzijanski model se fokusira na determinante agregatne tražnje da bi se odredio nivo proizvodnje. Tražnja se deli na ličnu potrošnju, investicije i državne troškove. Za kejnzijance funkcija lične potrošnje je ključni odnos zato što im omogućava da objasne kako potrošačko trošenje varira prema prihodu. Državni troškovi i oporezivanje igraju važnu ulogu uticajem na nivo agregatne tražnje. Promene poreza i državnih troškova imaju višestruki efekat na prihod i mogu se koristiti da se neutrališu efekti autonomnih promena investicija na BDP. Ponuda i tražnja za novcem određuju nivo kamatnih stopa. Ovaj zaključak proizilazi iz pretpostavke da je tražnja za novcem osetljiva na kamatu, uz pretpostavku da se nivo cena ne menja. U kejnzijanskom svetu promene novčane mase menjaju nivo kamatnih stopa. Uticaj na ekonomsku aktivnost se onda određuje reakcijom investicione potrošnje i kasnijim multiplikatorskim efektima na BDP.[26]

Boks 1.4. Novčana masa i Velika depresija

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 465-466)

Većina ljudi veruje da je Velika depresija iz 1930-ih, započela slomom tržišta akcija 1929. godine. Iako je, zapravo, krah tržišta akcija započeo depresiju, prema mnogim ekonomistima, dubina i trajanje depresije se u velikoj meri mora pripisati velikoj kontrakciji novčane mase koja je usledila početkom kolapsa tržišta akcija.

24 Kvantitativna teorija je izvor popularnog mišljenja da inflacija dolazi kada „previše novca juri premalo robe". U skladu sa tim inflacija je monetarni fenomen.

25 Agregatna tražnja predstavlja količinu dobara i usluga koje domaćinstva, preduzeća i vlada žele da kupe pri bilo kom nivou cena. Agregatna ponuda predstavlja količinu dobara i usluga koju preduzeća proizvode i prodaju pri bilo kom nivou cena.

26 Postoje tri transmisiona mehanizma koja povezuju monetarnu politiku sa BDP: trošak kanalisanja kapitala putem investicione potrošnje, kanalisanje bogatstva putem lične potrošnje i kanalisanje deviznog kursa putem neto izvoza.

Prvo o dimenziji depresije – BDP u SAD-u je bio 104 milijarde dolara, 1929. godine. U 1930. godini, opao je za 13% na 90 milijardi dolara, a u tri naredne godine BDP je nastavio da se smanjuje do niske tačke od svega 56 milijardi dolara, 1933. godine. Nezaposlenost je skočila sa 3% civilne radne snage 1929. godine, na neprihvatljivih 25% 1933. godine!

Godine 1939. deceniju posle sloma tržišta kapitala, bruto domaći proizvod je još uvek bio ispod svog nivoa iz 1929. godine, a nezaposlenost je još uvek bila 17% kada je u pitanju civilna radna snaga.

U velikoj meri, dubina i trajanje depresije bili su posledica onoga što se dogodilo sa novcem i povezanim uticajem na trošenje. M1 je, 1929. godine iznosi 26 milijardi dolara. Do 1933. međutim, M1 je pao za 23%, na samo 19 milijardi dolara. Drugim rečima, skoro četvrtina novčane mase je jednostavno nestala.

Ova kontrakcija novčane mase nastala je sa kolapsom bankarskog sistema. Od 1930. do 1933. godine, više od 9.000 komercijalnih banaka je bankrotiralo, odnoseći milijarde dolara depozita (tada još uvek nije postojalo federalno osiguranje depozita, pošto FDIC nije počeo da posluje do 1934. godine).

Tek je 1936. godine došlo do vraćanja novčane mase na njen nivo iz 1929. godine. Nije čudo što je kriza bila toliko duboka i dugotrajna.

REZIME POGLAVLJA:

Monetarna ekonomija se bavi izučavanjem uloge novca u privrednim kretanjima. Između monetarne sfere i realne ekonomije postoji uska povezanost i međusobni uticaj. Stepen razvijenosti nacionalne privrede od uticaja je na ulogu novca u privrednim kretanjima, što znači da je uticaj monetarne ekonomije veći u razvijenijim privredama. Novac je karakterističan za tržišnu, robno novčanu, privredu. Razlikuju se tri vrednosne teorije novca metalistička, nominalistička i bankarska. Funkcije novca su: sredstvo razmene, merilo vrednosti, prometno sredstvo, platežno sredstvo, novac kao blago i svetski novac. U monetarnoj teoriji shvatanje uloge novca evoluiralo je od klasične teorije, preko kejnzijanske, do monetarističke teorije.

KLJUČNE REČI:

monetarna ekonomija, novac, funkcije novca, monetarna politika.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

1.1. Kako se definiše monetarna ekonomija?

1.2. Šta je predmet izučavanja monetarne ekonomije?

1.3. Da li postoji povezanost monetarne i realne ekonomije?

1.4. Kakva je veza stepena razvijenosti privrede i stepena monetarnosti?

1.5. Šta čini monetarni sistem jedne zemlje?

1.6. Kako se definiše novac?

1.7. Kako monetaristi objašnjavaju funkciju novca?

1.8. Kako Kejnzijanci objašnjavaju ulogu novca?
1.9. Koje su funkcije novca?
1.10. Koji su pojavni oblici novca?
1.11. Šta je novčanica?
1.12. Šta je depozitni, žiralni novac?
1.13. Šta je papirni novac?
1.14. Kako metalisitička teorija objašnjava novac?
1.15. Kako nominalistička teorija objašnjava novac?
1.16. Kako bankarska teorija objašnjava novac?
1.17. Koji su elementi monetarne politike?
1.18. Šta spada u elemente ekonomske politike?
1.19. Koje su najvažnije (makro)ekonomske politike?
1.20. Koji su delovi finansijskog sistema?
1.21. Šta je monetarna politika?
1.22. Koji su ciljevi monetarne politike?

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

NOVČANA MASA I BRZINA NOVCA U OPTICAJU

2

Novac kao sredstvo razmene je u funkciji obezbeđivanja nesmetane razmene proizvoda i usluga u nacionalnoj privredi. Centralna banka (CB) na koju je država prenela svoja ovlašćenja za emitovanje novca i regulisanje njegove količine u opticaju merama monetarne politike nastoji da održi optimalnu količinu novca.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje šta je novčana masa;
- Znate koji su teorijski pristupi definisanju novčane mase;
- Saznate koji su monetarni agregati u praksi centralnih banaka, posebno Republike Srbije;
- Da definiše šta je endogenost i egzogenosti novčane mase;
- Da odgovorite na pitanje šta je brzina novca u opticaju;
- Odgovorite na pitanje koje su koncepcije brzine novca u opticaju;
- Znate šta su parcijalne brzine novca u opticaju;
- Odgovorite na pitanje koji faktori determinišu brzinu novca u opticaju.

UVOD

U savremenim uslovima novac predstavlja isprave o dugu banaka ili države, koji su zakonom proglašeni sredstvom plaćanja[27]. Država je pri tom svoja ovlašćenja u emisiji novca prenela na centralnu banku, koja emituje novac i upravlja količinom novca u opticaju. Složeni mehanizam regulisanja količine novca u opticaju se naziva monetarnom politikom. Njen cilj je da se odredi i uspostavi optimalna količina novca u privredi. Ukoliko je previše novca u opticaju u nacionalnoj privredi onda dolazi do njegovog obezvređivanja koji je praćen inflacijom, a ukoliko je količina novca manja od potrebne za nesmetano prometovanje (kupoprodaje) roba i usluga, dolazi do nedostatka novca (nelikvidnosti) i zastoja u prometu.

27 Labus M., *Osnovi ekonomije*, Jugoslovenska knjiga, 1997., str. 149

Količina novca u opticaju, ili kako se drugačije naziva novčana masa ili ponuda novca, mora biti tačno definisana da bi se njome moglo upravljati. U novije vreme se pojavljuju finansijski instrumenti koji imaju veoma slična svojstva kao i novac i lako se pretvaraju u novac, te se nazivaju kvazi novcem. Otuda je od najveće važnosti odrediti tačno šta centralna banka uključuje u novčanu masu.

KONCEPCIJE NOVČANE MASE

Novčana masa ili ponuda novca treba da bude na optimalnom nivou da bi nacionalna privreda normalno funkcionisala. Pošto je novac sredstvo razmene, koliko treba da ga bude opredeljeno je veličinom onoga što je potrebno razmeniti u toku godine, a to je bruto domaći proizvod, BDP. U suštini ova veličina je određena cenama proizvoda i usluga koje treba razmeniti u toku godine i njihovom količinom. Ukoliko centralna banka obezbedi nedovoljno novca biće teškoća u razmeni, što može da dovede do deflacije, snižavanja opšteg nivoa cena. Ukoliko centralna banka obezbedi previše novca to će delovati nepovoljno kroz inflaciju, opšti rast cena, sa posledicama po obezvređivanje nacionalne valute. U praksi, utvrđivanje koja je to optimalna količina novca i kako do nje doći veoma je složeno pitanje.

Novčana masa označava novac, odnosno klasične oblike novca i druge likvidne finansijske oblike. U savremenim uslovima poslovanja, termin novčana masa označava zbir svih finansijskih oblika koji se smatraju novcem u privredi jedne zemlje. S obzirom na složenost odnosa između finansijskih i realnih privrednih kretanja, stvorila se potreba za selekcijom i diferenciranjem različitih oblika finansijskih instrumenata u pojedine grupe prema stepenu njihove likvidnosti. Termin **monetarni agregati** je počeo da se koristi kao zajednički pojam za različite grupe finansijskih instrumenata, odnosno novac i druga finansijska sredstva.

Predmet diskusije među ekonomistima je šta su monetarni agregati i mesto monetarnih agregata u široj koncepciji likvidnosti (ukupne privredne likvidnosti), kao i veza monetarnih agregata sa monetarnim indikatorima, kao važnim elementima formulisanja i sprovođenja monetarne politike. **Monetarni indikatori** su veličine (parametri) na koje centralna banka ima uticaja i koji služe za merenje delovanja monetarne politike. Monetarni indikatori su važni za praćenje delovanja monetarne politike i razumevanje transmisionog mehanizma monetarnih procesa, tj. razumevanje efekata koji izaziva poremećaj monetarne ravnoteže.

Novčana masa predstavlja najlikvidniji (puni stepen likvidnosti) deo finansijskih instrumenata. Svi finansijski instrumenti imaju određeni stepen likvidnosti (na skali različitih stepena likvidnosti), u zavisnosti od stvarnih mogućnosti njihovog pretvaranja u novac. U razvijenim tržišnim privredama stepen likvidnosti finansijskih instrumenata zavisi od mogućnosti njihove prodaje na tržištu novca i kapitala. Likvidnost finansijskih instrumenata zavisi od konkretnih institucionalnih uslova, pre svega od stepena privredne razvijenosti, prvenstveno finansijskih tržišta, i od delovanja drugih faktora, istorijskih i društveno-ekonomskih.

Novčana masa je definisana kao zbir finansijskih instrumenata koji obavljaju funkciju novca.[28] Međutim, ekonomisti različito tumače sadržinu novčane mase. Izvor problema je

28 Babić M. definiše novčanu masu kao „iznos novca koji u određenom trenutku postoji u nekoj ekonomiji (*Makroekonomski modeli*, Narodne novine, Zagreb, 1977, str. 145)".

prevođenje jednog apstraktnog, teorijskog koncepta u konkretan izraz. Različite definicije sadržine novčane mase se mogu grupisati u dve osnovne kategorije: teorijski i empirijski pristup.

Teorijski pristup razlikuje četiri gledišta o tome šta treba podrazumevati pod novčanom masom, koji idu od užeg ka širem obuhvatu likvidnih sredstava u strukturi novčane mase:[29]

- *Tradicionalni koncept novca* je najstarija koncepcija novčane mase, koja težište stavlja na funkciju novca kao prometnog i platežnog sredstva, što uslovljava definisanje novčane mase kao zbira gotovog novca u opticaju i depozita po viđenju poslovnih banaka (depozitnog novca);
- *Koncept M. Friedman-a* novac shvata kao „privremeni pojavni oblik kupovne snage". ***Friedman***-ova definicija novčane mase je šira i obuhvata uz gotov novac, depozitni novac i oročene depozite. Nedostatak ovog koncepta je što likvidna aktiva koja služi kao „privremeni pojavni oblik kupovne snage" ne mora istovremeno i da služi kao sredstvo razmene.[30]
- *Koncept Gurley i Shaw-a* smatra da sredstva u pasivi nebankarskih finansijskih institucija, posebno štednih i kreditnih udruženja i osiguravajućih društava, predstavljaju bliske supstitute (zamenu) za novac, što opravdava njihovo uključivanje u novčanu masu. Njihova definicija novčane mase je još šira i obuhvata gotov novac, depozitni novac, oročene depozite i depozite nebankarskih finansijskih institucija. Iz ovog koncepta se izvlači teza o relativnoj nemoći novca kao autonomnog faktora koji može da ima dejstvo na realni sektor ekonomije.[31]
- *Koncept iz Radcliffe-ovog izveštaja o likvidnosti privrede* je najširi koncepti uključuje gotov novac, depozite po viđenju, oročene depozite, depozite nebankarskih finansijskih institucija i kreditne linije. Ovaj koncept novčane mase znači napuštanje kategorije novčane mase i prihvatanje novog znatno šireg koncepta monetarnih agregata. [32]

	Gotov novac	Depoziti poviđenju	Oročeni depoziti	Nebankarski depoziti	Krediti
Tradicionalni	*	*			
Friedman	*	*	*		
Gurley i Shaw	*	*	*	*	
Radcliffe Comitee	*	*	*	*	*

Tabela 2.1 Teorijski pristup definisanju novčane mase

Izvor: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 59-60

29 Johnson H.G., *Monetary Theory and Policy*, American Economic Review, June 1962, pg. 335-384, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 59

30 Friedman M., *Post-War Trends in Monetary Theory and Policy*, National Banking Review, September, 1964, pg.1-9, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 60.

31 Gurley J.G., Edward S. Show, *Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process*, Journal of Finance, May 1956, pg. 257-266, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 60.

32 Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, H.M. Stationary Office, London, 1959 (*Radcliffe Report*), na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 60.

Empirijski pristup polazi od teze da novčane agregate (novčanu masu) treba posmatrati sa gledišta praktičnih potreba sprovođenja monetarne politike. Najbolja definicija novca je, naime, ona koja obezbeđuje najbolju kontrolu monetarne politike nad dohotkom, zaposlenošću i cenama.[33]Izdvojila su se dva pragmatična pristupa definisanju novčane mase:

- *Problemski pristup* - definicija novčane mase bi trebalo da zavisi od konkretnog problema koji se istražuje. Novčana masa se u ovom pristupu posmatra kao deo monetarnog modela, te monetarne agregate treba definisati tako da se postiže najstabilnija funkcionalna povezanost monetarnih sa realnim varijablama;
- *Statistički pristup* koristi statistički metod za identifikaciju prelomne tačke finansijskih oblika poređanih po stepenu likvidnosti, koja odvaja novac od kvazi-novca. Novčana masa je određena mogućnošću zamene različitih oblika finansijske aktive, pa nosioci monetarne politike treba stalno da prate dešavanja u finansijskom sistemu i, u skladu sa tim, vrše stalno prilagođavanje monetarne politike i stav u pogledu optimalne definicije novčane mase.

MONETARNI AGREGATI

Pored činjenice da postoje razlike u shvatanju monetarnih agregata sa teorijskog stanovišta, centralne banke (CB) pod monetarnim agregatima podrazumevaju:

M1 agregat – novčana masa u užem smislu,

M2 agregat – novac u širem smislu, uključuje novac i kvazi novac,

M3 - najširi novčani agregat,

M4 ili NDA – neto domaća aktiva.

Zavisno od stepena razvijenosti nacionalne privrede i posebno razvijenosti finansijskog sistema centralne banke koriste različite monetarne agregate kao kontrolne veličine za praćenje delovanja monetarne politike, idući od užeg ka širem poimanju novčane mase, paralelno sa razvojem privrednog i finansijskog sistema.

U SAD Federalne rezerve, FED, u ulozi centralne banke vremenom su menjale definiciju novčane mase i monetarnih agregata prilagođavajući ih potrebama unapređenja efikasnosti monetarne politike. To je naročito bilo aktuelno u poslednje vreme zbog pojave različite finansijske aktive na osnovu finansijskih inovacija veoma bliskih novcu. Tako je od 1980. godine FED više puta modifikovao mere novca i definiciju novca, koji se drugačije nazivaju monetarnim agregatima. U upotrebi su tri monetarna agregata M1, M2 i M3[34]. Uža definicija novčane mase predstavljena agregatom M1 se sastoji iz perfektno likvidne aktive:

33 Opširnije: Laidler, D., *The Definition of Money: Theoretical and Eprirical Problems*, Journal of Money, Credit and Banking, August 1969, pg. 509-522; Barnett, W., *Economic Monetary Aggregation: An Application of Index Number and Aggregation Theory*, Journal of Econometrics, September 1980, pg. 11-48; Barnett, Q., Offenbacher, E., Spindt., P., *The Divisia Monetary Aggregates*, Journal of Political Economy, December, 1984, pg. 1049-1085; Chetty, K., *On Measuring The Nearness of Near-Money*, American Economic Review, June 1969,pg. 270-281 i Hamburger, M., *The Demand for Money by Households, Money Substitutes, and Monetary Policy*, Journal of Political Economy, December 1966, pg. 600-623. (na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 64-70.)

34 Đurović – Todorović J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet, Niš, 2006., str. 146.

M1 = gotov novac u opticaju + depozitni novac+ drugi depoziti + putni čekovi;

Šira definicija novčane mase M2 je više izraz vrednosti nego sredstvo razmene:

M2 = M1 + štedni depoziti + kratkoročni depoziti + zajednički fondov novčanih tržišta + depozitni računi novčanog tržišta + ugovori o prekonoćnim rekupovinama + noćni evrodolari;

Agregat M3 je najširi monetarni agregat:

M3 = M2 + dugoročni depoziti + terminski ugovori o rekupovini + terminski evrodolarski depoziti + akcije zajedničkih fondova novčanog tržišta.

Boks 2.1. Čovek koji je najavio ekonomsku krizu ponovo optužuje FED za narednu

(Market Watch, Mahmudova A., novembar, 2014.)

Piter Šift, investicioni savetnik,CEO u *Euro Pacific Capital*, koji je predvideo krah 2008. godine ponovo je pritisnuo taster alarma. On naglašava da bi dobra stara recesija bila zdravija umesto nekonvencionalnih mera monetarnih olakšica. On je objavio knjigu „Pravi krah: Amerika će bankrotirati – kako spasti sebe i sopstvenu zemlju".

On nije usamljen u kritikama FED-a. Tako Džeremi Grantam, suosnivač i investicioni savetnik u *Grantham Meyo van Otterloo*, kaže da finansijska tržišta idu pravo prema krahu. Oponenti politike monetarne relaksacije koju vodi FED smatraju da milijarde dolara upumpane u finansijski sistem moraju rezultirati inflacijom, dodajući da će slom biti veoma bolan nakon prestanka realizacije ovog programa.

Moramo upozoriti da je sredinom novembra 2014. godine indeks berzi dostigao 43. put rekord ove godine, završavajući sa vrednošću od 2.051, dok je istovremeno inflacija bila na opasno niskom nivou. Šta ovi pokazatelji govore? Super niske kamatne stope guraju investitore da grozničavo ulažu na tržištu. Gde će investitori drugde zarađivati?

Monetarni agregati u praksi Republike Srbije se mogu svrstati u tri osnovne grupe:

- Primarni novac (monetarna baza) obuhvata novac kreiran od strane centralne banke. Služi kao osnova: za kreiranje potrebnog kvantuma (količine) novca u opticaju i na koju se nadovezuje proces kreditne i monetarne multiplikacije;
- Novac kao instrument plaćanja (novčana masa u užem smislu) obuhvata instrumente plaćanja kreirane od strane monetarnih institucija (centralne banke i sistema poslovnih banaka);
- Novac kao deo imovine, obuhvata instrumente plaćanja i ostale finansijske instrumente koji se ne koriste kao instrumenti plaćanja.

Depoziti, kod sistema poslovnih banaka i centralne banke (ukoliko pripadaju nebankarskim privrednim subjektima), se obuhvataju u svim agregatima druge i treće grupe.

Suštinsko pitanje je kako odrediti koji oblici finansijske aktive predstavljaju novac. Glavni kriterijum je finansijska aktiva koja treba da služi kao sredstvo razmene. Pomenuti kriterijum predstavlja „užu" definiciju novca. „Šira" definicija novca se zasniva na kriterijumu likvidnosti pojedinih oblika finansijske aktive. Narodna banka Srbije (NBS) uzima u obzir sledeće osnovne oblike finansijske aktive privrednih subjekata: gotov novac, depoziti po viđenju banaka, štedni depoziti banaka i oročeni depoziti banaka. Prva dva oblika finansijske aktive se univerzalno smatraju novcem.

Prema metodologiji **Narodne banke Srbije** postoje šest monetarnih agregata:[35]

Standardni monetarni agregati

M1 – novčana masa = gotov novac u opticaju+ depozitni novac+ sredstva tekućih i žiro računa+ sredstva namenjena investicijama+ sredstva za zajedničku potrošnju+ sredstva za stambenu izgradnju + ostala novčana sredstva;

M2 – likvidna sredstva = M1 + kvazi-novac = štedni i oročeni ulozi + depoziti za stambenu izgradnju + kratkoročni devizni depoziti;

M3 – ukupna likvidna sredstva = M2 + sredstva rezervi + doznake + akreditivi + kupovina deviza + udružena sredstva;

Dodatni monetarni agregati

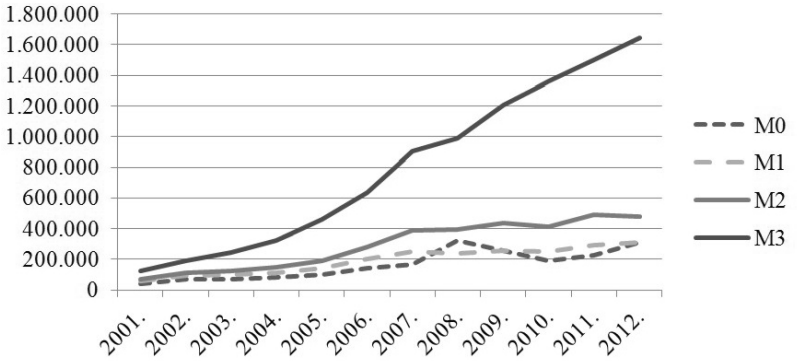
M0 – dinarski primarni novac= gotov novac+ žiro računi banaka+ blagajna+ depoziti države+ obavezna rezerva banaka+ rezervni fondovi+ devizne obaveze prema bankama+ blagajnički zapisi NBS;

M4 – ukupni depoziti = M3 + dugoročna sredstva i depoziti;

M5 – monetarni potencijal = M4 + instrumenti tržišta novca.

Nekoliko decenija osnovni monetarni agregat NBS je bila novčana masa - M1. Praksa je pokazala da pomenuti koncept nije sasvim adekvatan. Naime, promene M1 se nisu mogle dovesti u perfektnu funkcionalnu vezu sa promenama obima i strukture primarnog novca (kojim direktno upravlja NBS) u određenom vremenskom periodu. Od 2000. godine Narodna banka Srbije je zbog toga prihvatila širi koncept novčane mase M2 kao kontrolnu veličinu.

35 Uputstvo o dostavljanju podataka radi praćenja određenih monetarnih kretanja i Uputstvo o izmenama i dopunama Uputstva o dostavljanju podataka banka radi praćenja određenih monetarnih kretanja: www.nbs.rs.



Grafikon 2.1. Srbija, Monetarni agregati (mil RSD)

ENDOGENOST I EGZOGENOST NOVČANE MASE

Dugo vremena su se monetarna teorija i prateća empirijska istraživanja bavila efektima koje količina novca izaziva kod ekonomski pokazatelja, kao što su: cene, investicije, zaposlenost ili nivo privredne aktivnosti. Međutim, sve se više povećava interes za istraživanjem onih faktora koji svojim promenama određuju (determinišu) stvarnu količinu novca u opticaju, odnosno utvrđivanje uzroka koji u tržišnim privredama izazivaju ciklične oscilacije u kretanju novčane mase.

Predstavnici monetarističkog shvatanja ciklično kretanje novčane mase tumače efektima vođenja monetarne politike. Istovremeno, neokejnzijanci osporavaju monetarističko gledište i tvrde da su ciklusi u kretanju stope rasta novčane mase egzogeno determinisani ponašanjem nefinansijskih privrednih subjekata i poslovnih banaka. Dakle, aktuelna pitanja ekonomske teorije i monetarne prakse su:

- Stepen u kome monetarni faktori dominiraju nad drugim faktorima koji utiču na kretanje nominalnog dohotka;
- Promene u bilansu ekonomskih odnosa sa inostranstvom menjaju obim primarnog novca putem variranja iznosa deviznih rezervi kod bankarskog sistema;
- Uticaj na ponudu novca ima takođe ponašanje sektora stanovništva, koje se ispoljava u težnji da drži veći iznos gotovine kod sebe, umesto da novac ulaže na štednju kod banaka ili da ga pretvori u druge oblike imovine;
- Nosiocima monetarne politike stoje na raspolaganju različiti instrumenti regulisanja količine novca u opticaju, kao odgovor na efekte koje pojedine veličine (varijable) u okviru ekonomskog sistema izazivaju na kretanje novčane mase.

Ekonomski modeli sadrže dva tipa varijabli – egzogene i endogene. U statističkoj teoriji **endogena promenljiva** je veličina čije kretanje je rezultat zajedničkog delovanja ostalih varijabli u modelu. **Egzogena varijabla** je varijabla za čiju vrednost se pretpostavlja da je određena faktorima koji se nalaze van posmatranog modela.

Boks 2.2. Da li monetarna politika funkcioniše?

(bdnews24.com, Taslim M., septembar 2014.)

Nedavno je jedan istraživački institut organizovao raspravu o Izveštaju o monetarnoj politici Centralne banke Bangladeša. Ekonomisti nisu mogli da se slože oko pitanja monetarne politike i njenog karaktera – da li je bila ekspanzivnog ili restriktivnog karaktera.

Termini restriktivna, neutralna ili ekspanzivna monetarna politika imaju elemenata subjektivnosti, koji daju povoda analitičarima slobodu tumačenja karaktera monetarne politike. Čini se da oni koji tvrde da je monetarna politika bila restriktivna to argumentuju na osnovu tvrdnje da je program kreditiranja bio po njihovom mišljenju nedovoljan da podstakne snažan ekonomski rast. Naprotiv, oni koji tumače monetarnu politiku kao ekspanzivnu naglašavaju da je program rasta kredita bio iznad stope rasta u neposrednoj prošlosti i da može podržati snažan privredni rast.

Do pre nekoliko decenija monetarni agregati, kao što je šire posmatrano novčana masa, su uzimani kao targeti za vođenje monetarne politike u najvećem broju zemalja u razvoju. Međutim, velike promene u strukturi finansijskog sistema i tehnologije i nestabilnost novčane tražnje su učinile monetarne agregate neuhvatljivim pojmovima. Najveći broj centralnih banaka nije bio uspešan u vođenju monetarne politike, pošto su monetarni okviri najčešće bili probijeni. Centralne banke razvijenih zemlja Zapada su napustile monetarne agregate kao monetarne targete. Kao što su to guverneri mudro zaključili: nismo mi napustili monetarne agregate, oni su napustili nas. Od tada su neposredni monetarni targeti postali kratkoročne kamatne stope, kao što su kamatne stope na prekonoćne pozajmice ili tržišne kamatne stope, koje centralne banke mogu lakše kontrolisati.

Uobičajena je praksa centralnih banaka u novije vreme da tumače monetarnu politiku kao ekspanzivnu onda kada padaju kamatne stope i obratno, kada kamatne stope rastu da tvrde da je monetarna politika restriktivna. Samo kada se kamatne stope približavaju nuli centralne banke tada mogu da budu naterane da koriste monetarne agregate kao indikatore monetarne politike. Pošto snižavanje kamatnih stopa ne može biti postignuto bez monetarne ekspanzije rast novčane mase ostaje važan indikator karaktera monetarne politike.

Ekonomisti novčanu masu obično smatraju endogenom promenljivom, veličinom na koju utiču ostale veličine u modelu nacionalne ekonomije, pri tom ne definišući stepen endogenosti. U osnovi ovakvog stava ekonomista je polazište da novčana masa, kao endogena varijabla, sadrži „povratni efekat", što znači da se inicijalno dejstvo promene novčane mase najpre kreće od novca prema realnim privrednim tokovima i da se taj uticaj vraća natrag ka novcu – prema finansijskom sektoru. Neki ekonomisti zastupaju stanovište da se bez adekvatnih (preventivnih) akcija centralne banke i brojnih institucionalnih faktora, ne može očekivati da autonomni faktori izazovu očekivane promene na novčanom tržištu. U zavisnosti od toga da li je novčana masa endogena ili egzogena varijabla zavisi kakve će odluke donositi centralna banka u okviru sprovođenja određene monetarne politike.

Ukoliko je novčana masa endogena veličina, onda centralna banka mora voditi računa o „povratnom efektu" kod kreiranja i sprovođenja monetarne politike.

Predstavnici neokejnzijanskog pristupa objašnjavaju „povratni efekat" kod novčane mase na različit način: kada se povećava količina novčane mase akcijama monetarne vlasti u svrhu stimulisanja privredne aktivnosti, doći će do povećanja privredne aktivnosti koja će uzrokovati porast tražnje novca i na osnovu toga porast kamatnih stopa. To će rezultirati povećanim oportunitetnim troškom za banke, vezanim za držanje rezervi novca iznad iznosa obaveznih rezervi. Samim tim banke će težiti da smanje svoje rezerve likvidnosti na najmanju moguću meru, plasirajući što više novčanih sredstava, kreirajući novac. Posledica toga je dalje uvećanje obima novčane mase.[36]

Predstavnici monetarističkog pristupa novčanu masu vide kao egzogenu varijablu, uvažavajući „povratni efekat" na sledeći način: preovlađujući efekat koji ide od novca prema realnim privrednim tokovima i monetarne vlasti mogu da kontrolišu oscilacije (volatilnost) novčane mase u opticaju i u mogućnosti su da utiču na privrednu aktivnost, uz postojanje povratnih efekata iz realnog prema monetarnom sektoru.[37]

Može se zaključiti da ekonomisti ne raspolažu pouzdanim ekonometrijskim nalazom kojim bi se moglo definitivno utvrditi da li je novčana masa endogena ili egzogena veličina. Ono što je izvesno jeste da je stvarni obim novčane mase određen (determinisan) ponašanjem monetarnih vlasti i tzv. privatnog sektora privrede, koji obuhvata nebankarske ekonomske subjekte, poslovne banke i druge finansijske institucije. Preferencije privrednih subjekata u smislu kreiranja i upravljanja sopstvenim portfoliom u okviru razvijene tržišne privrede su odlučujuće u posredovanju između pozicije akcija monetarne vlasti i efekata u vidu obima novčane mase kojom raspolažu ekonomski subjekti u okviru konkretnog privrednog sistema.[38]

36 Opširnije: Kaldor, N., *The New Monetarism*, Lloyd's Bank Review, July 1970, pg. 1-18; Kaldor, N., Trevithick, J., *A Keynesian Perspecitve on Money*, Lloyd's Bank Review, January 1981, pg.1-9; Kaldor, N., *The Scourage of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press, 1982; Cramp, A.B., *Does Money Matter?,* Lloyd's bank Review, October, 1970, pg. 23-37; Moore, B., *The Endogenous Money Stock*, Journal fo Post Keyneisan Economics, Vol.2, No 1/1979, pg. 49-70; Moore, B., *Unpackin the Post Keyneisian Black Box: Bank Lending and the Money Supply,* Journal of Post Keynesian Econmiics, Vol. 5, No 4/1983, pg. 537-556; Tobin, J., *Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc?,* Quarterly Journal of Economics, May, 1970, pg. 201-317 i Laidler, D., *Monetarism: An Interpretation and an Assessment*, Economic Journal, March 1981, pg. 1-28. (sumarni pregled prezentovan u sledećem izvoru: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 82-86.)

37 Opširnije: Friedman, M., Schwartz, A., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963; Friedman, M., Schwartz, A., *Monetary and Business Cycles*, Review of Economics and Statistics 45 (Suppl.), February 1963, pg. 32-64; Friedman, M., Meiselman, D.I., *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1897-1958*, in Commission on Money and Credit, Stabilization Policies, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1963; Kaldor, N., Trenvithic, *A Keynesian Perspective on Money*, Lloyd's Bank Review, Januray 1981, pg. 1-19; Struthers, J., Speight, H., *Money: Institutions, Theory and Policy*, Longman, London, 1986; Friedman, M., *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago Aldine, 1969; Laidler, D., *Monetarist Perspecives*, Harvard University Press, Camridge Mss, 1982 i Kaldor, N., *The New Monetarism*, Lloyd's Bank Review, July 1970, pg. 1-18. (sumarni stavovi prikazani u sledećem izvoru: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 79-82).

38 Termin privatni sektor privrede se koristi u zapadnoj monetarnoj literaturi.

BRZINA NOVCA U OTPICAJU

U tržišnoj, tj. robno - novčanoj privredi ekonomski subjekt (pojedinci i kompanije) koriste novac radi razmene roba. Što je više robe koje se razmenjuju ekonomskim subjektima treba više novca za razmenu i otuda su spremni da više novca drže u posedu. Količina novca koja je zapravo potrebna da bi se razmenilo sve što je proizvedeno i ponuđeno u vidu usluga u nacionalnoj ekonomiji određena je brojem transakcija (razmene) i njihovom vrednošću (cenama) robe u usluga. **Kvantitativna jednačina novca**[39] izražava vezu između količine novca u opticaju i tržišnih transakcija.

$$Novac \times Brzina\ opticaja = Cene \times Transakcije$$

$$M \times V = P \times T$$

M je količina novca u opticaju, V je brzina novčanog opticaju, T je broj razmena roba i usluga između ekonomskih subjekata u nacionalnoj privredi u određenom periodu vremena, obično jednoj kalendarskoj godini, a P je prosečna tržišna cena u nacionalnoj valuti (RSD - dinar). Izraz $P \times T$ je sve ono što je nacionalna privreda proizvela i ponudila u vidu proizvoda i usluga u jednoj kalendarskoj godini i predstavlja bruto domaći proizvod, BDP. Dakle, M - brzina novčanog opticaja predstavlja koliko je puta jedan dinar učestvovao u razmeni roba i usluga u toku godine dana.

$$Novac \times Brzina\ opticaja = Cene \times Transakcije$$

$$M \times V = Y\ (BDP)$$

Na primer u 2013. godini BDP Srbije je iznosio 3.876,4 mlrd RSD, a novčana masa mereno novčanim agregatom M2 547,6 mlrd RSD, što znači da je obrt, odnosno brzina novčanog opticaja bila 7,07. Drugim rečima, svaki dinar je u toku 2013. godine obavio u proseku 7,07 transakcija tj. obrnut je 7,07 puta.

Na ovaj način uz definisanje brzine obrta novca dolazimo do problema koji se postavlja pred monetarnu politiku koju vodi centralna banka. Narodna banka Srbije kontroliše novčanu masu, ali ne i tok trošenja novca, jer ne utiče na brzinu novčanog opticaja, već ona zavisi od ponašanja ekonomskih subjekata.

Brzina novca u opticaju je, u najširem smislu, mera vremena koja razdvaja čin prodaje od čina kupovine. Brzina novca u opticaju i novac predstavljaju dva aspekta jedne iste pojave, odnosno, dinamički i statički aspekt novca. Postoje različiti koncepti brzine novca u opticaju, na koje utiču različiti faktori.

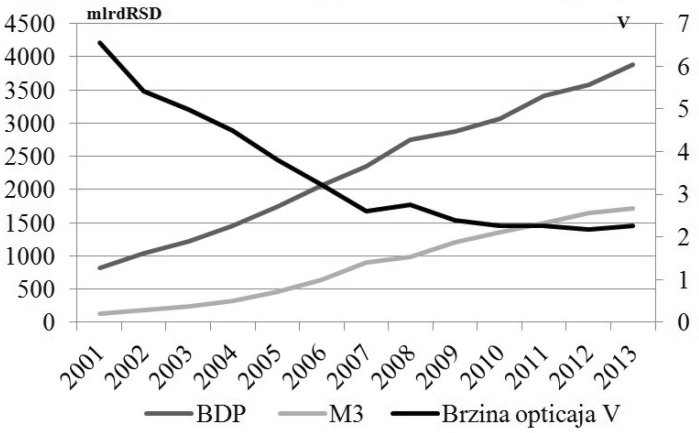
Pojam brzine novca u opticaju je vezan za efekat uvođena novca u proces razmene, odnosno razdvajanje čina prodaje od čina kupovine robe, odnosno usluge. U savremenoj privredi prodaja je mnogo šira od robne razmene, jer obuhvata bilo koji dvostrani sporazum

39 Labus M. isto, str. 151

između dve strane u kome se nešto daje i prima za određeni iznos novca. Brzina novca u opticaju (V) je mera vremena koja razdvaja čin prodaje od čina kupovine, a matematički bi mogla da se izrazi kao odnos obima transakcija (T) i potrebne količine novca (M).

$$V = \frac{T}{M}$$

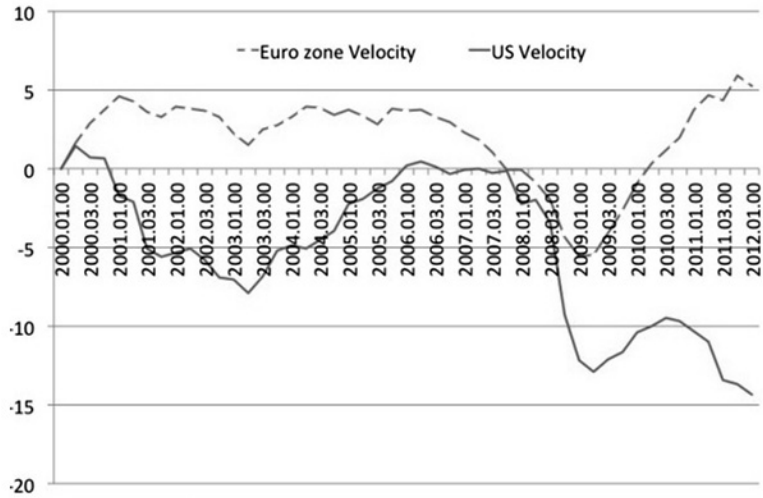
Moglo bi se zaključiti da brzina novca u opticaju mora da ima konačnu vrednost, odnosno da kupovina sledi prodaju posle nekog vremenskog perioda.



Grafikon 2.2. Srbija, BDP, M3 i Brzina opticaja

Prirodna veza između novca i brzine novca u opticaju se ogleda u sledećem:

- Ukoliko je vremenski razmak između prodaje i kupovine manji, utoliko je brzina opticaja veća;
- Ukoliko brzina novca u opticaju teži da bude beskonačno velika (vremenski razmak između prodaje i kupovine nestaje) ili teži da bude jednaka nuli (u posmatranom periodu uopšte ne dolazi do kupovine od strane prodavca) onda govorimo o ekstremnim tačkama. Ovi ekstremi znače negaciju novca kao prometnog i platežnog sredstva;
- U stvarnosti brzina opticaja novca se nalazi između ekstremnih tačaka (0 i beskonačnosti);
- U praksi se može skraćivati ili produžavati period između prodaje i kupovine, odnosno brzina novca se može povećavati ili smanjivati;
- U uslovima nerobnog novca značaj brzine opticaja postaje još veći, odnosno, determiniše monetarnu i privrednu ravnotežu.



Grafikon 2.3. - SAD i Evropska monetarna unija(EMU),
Brzina novčanog opticaja (V)

KONCEPCIJE BRZINE NOVCA U OPTICAJU

Monetarna teorija i praksa su razvile tri koncepcije brzine novca u opticaju, u kvantitativno određenoj formi, a koje se razlikuju u varijacijama tri osnovna elementa: odnos količine novca prema novčanim tokovima (ili obrnuto), definicija novčanog toka i definicija novčane mase.

1. **Transakciona brzina novca u opticaju** predstavlja odnos između ukupnog iznosa novčanih transakcija i količine novca, tj. broj koji pokazuje koliko jedinica novčanih transakcija se obavlja jedinicom količine novca u opticaju. Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$V = \frac{T}{M}$$

   Na ovaj način definisana brzina novca u opticaju pokazuje (prosečno) koliko puta u određenom vremenskom periodu jedna novčana jedinica pređe od jednog vlasnika do drugog;

2. **Dohodovna brzina novca u opticaju** predstavlja odnos između nominalnog bruto domaćeg proizvoda (ili nacionalnog dohotka/NDP po tekućim cenama) i količine novca, tj. broj koji pokazuje koliko jedinica bruto domaćeg proizvoda opslužuje jedinicu količine novca u opticaju. Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$V = \frac{NDP}{M}$$

Ova varjanta brzine novca u opticaju se razlikuje od transakcione brzine novca u opticaju u tome što ne obuhvata međufazne transakcije prometnog procesa niti finansijske transakcije;

3. **Odnos između količine novca u opticaju i iznosa nominalnog bruto domaćeg proizvoda** (recipročna vrednost dohodovne brzine novca u opticaju). Praktično predstavlja recipročnu vrednost dohodovne brzine novca u opticaju. Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$V = \frac{M}{NDP}$$

Na ovaj način definisana brzina novca u opticaju predstavlja najpovoljniju varijantu povezivanja novca sa prometnim procesom, jer pokazuje koji deo BDP (ili nacionalnog dohotka) se drži u novcu.

PARCIJALNE BRZINE NOVCA U OPTICAJU

Na osnovu navedene tri koncepcije brzine novca u opticaju, može se uočiti da samo jedna obuhvata sve transakcije i celu novčanu masu, dok druge dve koncepcije predstavljaju parcijalna rešenja za utvrđivanje brzine novca u opticaju, s obzirom na to da obuhvataju samo deo transakcija ili samo deo novčane mase. Na strani transakcija pojavljuju se sledeće kategorije: ukupne novčane transakcije, transakcije prometnog procesa, finansijske transakcije i transakcije finalne tražnje (potrošnja i investicije).

Posebno važne su brzine opticaja pojedinih novčanih kategorija, kao što su:

Mp – novac u funkciji prometnog i platežnog sredstva, odnosno potrebna količina novca, koja bi imala svoju posebnu brzinu opticaja;

Mb – **neaktivni novac** bi imao brzinu opticaja jednaku nuli;

Mn – **neuravnoteženi novac** bi imao svoju posebnu brzinu opticaja.

Pomenute kategorije novca se ne mogu statistički utvrditi, jer se stalno prelivaju jedna u drugu. Stoga, njihova brzina opticaja ima samo analitički karakter, odnosno pokazuje da je brzina novca u opticaju kategorija koja se sastoji od više brzina opticaja. Praktično, brzina novčanog opticaja predstavlja ponderisani prosek navedenih parcijalnih brzina opticaja. Dakle, može se zaključiti da brzina novca u opticaju zavisi od strukture novčane mase i karakteristika pojedinih brzina opticaja.

FAKTORI BRZINE NOVCA U OPTICAJU

Faktori koji određuju (determinišu) brzinu potrebne količine novčane mase u opticaju su:[40]

1. **Sistem plaćanja**, koji određuje maksimalnu brzinu opticaja. „Maksimalna brzina opticaja je u stvari brzina opticaja koja odgovara mogućnostima izvršenja operacija plaćanja."[41] Praktično, pomenuta brzina je vremenski period potreban da se realizuju operacije plaćanja. U slučaju depozitnog novca to bi bio vremenski period od momenta izdavanja naloga od strane dužnika /platioca/ preko svoje poslovne banke do momenta kada kupac /primalac/ dobije obaveštenje od svoje banke da su novčana sredstva odobrena na njegov račun i da njima može slobodno raspolagati. Stoga se maksimalna brzina opticaja može nazvati i tehničkom brzinom opticaja. Takođe se može uočiti da pomenuta brzina opticaja najviše zavisi od institucionalnih faktora sistema plaćanja. Naime, efikasnija tehnika platnog prometa smanjuje količinu novca u platnom prometu i ubrzava novčani opticaj;
2. **Ostale determinante**, koji rezultiraju manjom brzinom opticaja od maksimalne, su:
   - *Decentralizacija ili centralizacija novčanih sredstava* – dovodi do smanjenja ili povećanja brzine novčanog opticaja. Trebalo bi uvažiti i *sektorsko delovanje* (stanovništvo i privreda) na brzinu novca. Do povećanja ukupne brzine novca u opticaju će doći ukoliko dođe do preraspodele novčanih sredstava iz sektora stanovništva u sektor preduzeća;
   - *Stepen sigurnosti* – ukoliko privredni subjekti procenjuju da postoji veliki stepen sigurnosti u prilivu sredstava,to će uticati na ubrzanje novčanog opticaja (naplati potraživanja; ostvarivanju dohotka), čime se omogućava da ekonomski subjekti mogu držati manje novčanih sredstava likvidnosti;
   - *Psihološki faktori* – kao izvedeni faktori utiču na tražnju novčanih sredstava, pa samim tim i na brzinu novca u opticaju. Međutim, ove faktore je teško kvantifikovati i uključiti u *ex-ante* (unapred) usvojenu monetarnu politiku;
   - *Frekvencija* u institucionalno određenim plaćanjima koja nastaju u procesu raspodele i preraspodele nacionalnog dohotka, a tiču se obračuna i isplata dohotka, doprinosa, poreza i drugih oblika davanja. Frekvencija može delovati pozitivno ili negativno na brzinu novčanog opticaja. Ukoliko dođe do skraćivanja intervala isplate dohotka i drugih zahvatanja iz dohotka, doći će do pozitivnog delovanja i obratno;
   - *Stabilnost privrede* –Viša stopa inflacije, tj. veća nestabilnost privrede, vodi bržem trošenju dohotka, odnosno oslobađanja novca, i bržem opticaju novca. Brzina neuravnoteženog novca u opticaju se približava maksimalnoj brzini i veća je od brzine potrebne količine novca u opticaju, što rezultira povećanjem neuravnoteženog novca i brzine opticaja ukupne novčane mase.

40 Praktično pitanje determinisanja potrebne količine novca se svodi na pitanje šta determiniše tražnju novca pri određenom nivou transakcija ili bruto domaćeg proizvoda, odnosno, šta određuje da li će jedna novčana jedinica opslužiti manji ili veći iznos transakcija (nacionalnog dohotka).

41 Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 100

REZIME POGLAVLJA:

Novac kao sredstvo razmene je u funkciji obezbeđivanja nesmetane razmene proizvoda i usluga u nacionalnoj privredi. Centralna banka na koju je država prenela svoja ovlašćenja za emitovanje novca i regulisanje njegove količine u opticaju merama monetarne politike nastoji da održi optimalnu količinu novca. Da bi se opredelila optimalna količina novca najpre treba opredeliti strukturu novca, tj. odrediti šta od likvidnih sredstava ulazi u sastav novčane mase. Ekonomska teorija tu nije jednoznačna i postoje različita viđenja strukture novčane mase od uže ka širim koncepcijama. Centralne banke se prema ovom pitanju opredeljuju zavisno od efikasnosti monetarnog regulisanja tj. efikasnosti monetarne politike. U monetarne agregate koji su kontrolne veličine za proveru efikasnosti vođenja monetarne politike najčešće se ubrajaju gotov novac, kvazi novac i ostala likvidna sredstva. Važno pitanje kod regulisanja optimalne količine novca u opticaju je takođe da li su monetarne veličine endogene ili egzogene, tj. da li su određene u okviru modela ili van modela, a najveći broj ekonomista novčanu masu smatra endogenom veličinom. Brzina novca u opticaju je dinamički apsekt novca i predstavlja meru vremena koja razdvaja čin prodaje od čina kupovine. Brzina novčanog opticaja je ponderisani prosek brzina opticaja novca kao sredstva razmene, neaktivnog novca i neuravnoteženog novca. Na brzinu novčanog opticaj utiču institucionalni faktori, stepen centralizacije sistema, stabilnost privrede i psihološki faktori.

KLJUČNE REČI:

novčana masa, ponuda novca, monetarni agregati, endogenost, egzogenost, brzina novčanog opticaja.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

2.1. Šta je novčana masa?

2.2. Koji su teorijski pristupi novčanoj masi?

2.3. Šta su monetarni agregati?

2.4. Iz kojih komponenti se sastoji M1?

2.5. Koje su koncepcije brzine novca u opticaju?

2.6. Šta su parcijalne brzine novca u opticaju?

2.7. Koji faktori utiču na brzinu novca u opticaju?

2.8. Iz kojih komponenti se sastoji M2 i M3?

2.9. Šta je endogena veličina u ekonomskom modelu?

2.10. Šta je egzogena veličina u ekonomskom modelu?

2.11. Šta je optimalna količina novca?

2.12. Koje su posledice manje količine novca u opticaju od optimalne?

2.13. Kakve su posledice veće količine novca u opticaju od optimalne?

2.14. Kako su finansijske inovacije uticale na definisanje novčane mase?

2.15. Šta je M0 po definiciji NBS?

2.16. Koji od monetarnih agregata predstavalja kontrolnu veličinu za NBS?

2.17. Zašto je NBS napustila M1 monetarni agregat kao kontrolnu veličinu?

2.18. Da li se novčana masa smatra endogenom veličinom?

2.19. Na koji monetarni agregat NBS direktno utiče?

2.20. Da li NBS direktno utiče na M1 i M2?

ZADACI ZA VEŽBU:

2.1. Izračunaj brzinu novca u opticaju ako je obim novčanih transakcija 10 mil RSD, a potrebna količina novca u opticaju 20 mil RSD.

2.2. Izračunaj potrebnu količinu novca u opticaju ako je obim novčanih transakcija 2.000 mil RSD, a brzina novca u opticaju 10.

2.3. Izračunaj brzinu novca u opticaju ako je BNP 100 mlrd € /EUR/, a potrebna količina novca u opticaju 25 mlrd €.

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

PRIMARNI NOVAC 3

Primarni novac odražava ponašanje centralne banke i oblik je „krajnjeg" definitivnog novca. Ekonomisti su izgradili teoriju formiranja i regulisanja količine novca u opticaju, na jednostavnim bilansnim identičnostima zahvaljujući: stabilnosti koeficijenata likvidnih rezervi banaka u odnosu na njihove ukupne depozite i činjenici da monetarna baza predstavlja pasivu centralne banke.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje šta je primarni novac;
- Navedete koje su komponente primarnog novca;
- Odgovorite na pitanje koji su kanali emisije primarnog novca;
- Objasnite prirodu i strukturu kreiranja novca;
- Navedete i objasnite polazišta teorija procesa formiranja novčane mase;
- Navedete osnovne metode analize promene količine novca.

UVOD

Centralna banka ima ovlašćenja države da emituje novac i da reguliše količinu novca u opticaju. Regulišući količinu novca u opticaju ona utiče na finansijske tokove i institucije i na realnu ekonomiju, kompanije i pojedince. Ono što razlikuje centralnu banku od obične poslovne banke je upravo mogućnost emitovanja novca i njegovog povlačenja iz opticaja, a taj novac koji emituje centralna banka je primarni novac, kojim se vrši regulisanje finansijskih tokova.

Naravno, niti je emitovanje novca jednostavno, jer postoji niz mehanizama kojima se to čini, niti je jednostavan mehanizam kojim primarni novac utiče na količinu novca u opticaju i realna i finansijska kretanja. U svakom slučaju, primarni novac je moćan instrument, koji stoji na raspolaganju centralnoj banci, a koji posredno utiče na ekonomske tokove.

POJAM PRIMARNOG NOVCA

Primarni novac odražava ponašanje centralne banke, novac kreiran od strane centralne banke, i oblik je „krajnjeg", definitivnog novca**.** U literaturi i praksi se koriste različiti termini za primarni novac**:** primarni novac (*primary money*), monetarna osnova, baza (*monetary base*), rezervni novac (*reserve money*), jaki (najlikvidniji) novac (*high - powered money*)[42].

Ekonomisti su izgradili teoriju formiranja i regulisanja količine novca u opticaju, baziranu na jednostavnim bilansnim identičnostima, zahvaljujući stabilnosti koeficijenata likvidnih rezervi banaka u odnosu na njihove ukupne depozite i činjenici da monetarna baza (primarni novac) predstavlja pasivu centralne banke. U skladu sa tim, bilans centralne banke omogućava da se primarni novac izrazi po metodi „upotrebe" monetarne baze, i po metodi „kreiranja" ili „iskaz po tokovima kreiranja" monetarne baze.

Količina novca u opticaju se razvija iz procesa razmene, koji karakteriše međusobno delovanje različitih tržišta finansijskih instrumenata.[43] Relevantne grupe subjekata za proces razmene koji utiče na količinu novca u opticaju su:

- nebankarski privredni subjekti (kompanije i pojedinci),
- banke,
- centralna banka (odnosno monetarne vlasti).

Centralna banka (CB) emituje gotov novac (novčanice i kovanice). Početna masa novca koju emituje CB se naziva primarnim novcem, koji se pretežno sastoji iz gotovog novca. Primarni novac pokreće umnožavanje (multiplikaciju) novčane mase kroz depozitno - kreditne operacije poslovnih banaka. Naime, uvećanje gotovine u poslovnoj banci koja je dobijena od centralne banke nekim od kanala emisije povećava finansijski potencijal banke. Banka ne može sva ova sredstva da plasira. Nakon izdvajanja dela ovih sredstava za obaveznu rezervu i rezervu likvidnosti (manji deo) veći deo poslovna banka može plasirati na tržištu i on predstavlja kreditni potencijal banke. Plasiranjem ovih sredstava klijentima, kompanijama i pojedincima, ova sredstva se u pravili vraćaju uvećana za kamatu, čime se ponovo uvećava kreditni potencijal banke. Na ovaj način, od početnog inicijalnog novca (primarni novac) kroz proces depozitno - kreditnog umnožavanja (multiplikacije) uvećava se količina novca u opticaju.

Boks 3.1. Banka Japana je probila plan godišnjeg rasta monetarne baze od 80. 000 milijardi
(*Joimuiri Shimbun*, novembar 2014.)

Monetarna baza je porasla do rekorda postignutog u novembru 2014. godine nakon relaksacije monetarne politike prethodnog meseca, pokazuju podaci

42 Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 121

43 Proces razmene obuhvata u današnje vreme bilo koji dvostrani sporazum između dve strane u kome se nešto daje i prima za određeni iznos novca. Takođe, taj kupoprodajni proces robe, usluga ili bilo čega što može biti predmet trgovine, se u novčanom delu (ili putem drugih finansijskih instrumenata) obavlja preko banaka, odnosno, finansijskih posrednika.

Centralne banke Japana. Krajem meseca zabeležen je porast monetarne baze od 1,2% u odnosu na prethodni mesec, dostigavši 262.686 hiljada milijardi jena, beležeći rekord četvrti mesec zaredom, saopštila je Banka Japana.

Poredeći sa prethodnom godinom monetarna baza, koja se sastoji od gotovog novca i depozita finansijskih institucija kod Banke Japana, povećana je za 37,1%. Na kraju oktobra ove godine Odbor Banke Japana je izglasao povećanje monetarne baze za iznos od 80 hiljada milijardi jena na godišnjem nivou, probijajući prethodni target od 60 hiljada milijardi. Ovo se tumači nedostatkom likvidnosti koji je uobičajen na tržištima u novembru, zbog manjih vladinih plaćanja i manjih uplata u penzione fondove.

Matematički **količina novca u opticaju** (M), kao rezultat procesa međusobnog delovanja različitih finansijskih tržišta (odnosno ponašanja banaka, centralne banke i nebankarskih privrednih subjekata), se može predstaviti na sledeći način:

$$M = m * B$$

gde je:

m – monetarni multiplikator - povezuje monetarnu bazu sa količinom novca (M) i odražava ponašanje nebankarskih ekonomskih subjekata i banaka, B – monetarna baza, monetarni novac ili primarni novac - odražava ponašanje centralne banke.

Koncept primarnog novca je važan faktor svake analize usmerene na faktore (determinante) količine novca u opticaju jedne privrede u kojoj funkcioniše višebankarski sistem (banke i druge finansijske institucije – finansijski posrednici), sa centralnom bankom kao stožerom tog sistema. Finansijski posrednici mobilišu slobodna novčana sredstva (akumulaciju) iz sektora privrede i stanovništva, ka sektorima koji investiraju više nego što akumuliraju. U zemljama u razvoju ili zemljama u tranziciji se govori o bankocentričnim finansijskim sektorima, jer su banke osnovne institucije koje vrše funkciju posredovanja. U takvim institucionalnim vezama, moguće je razlikovati dva tipa novca:

1. monetarna pasiva finansijskih posrednika, koja se pojavljuje kao potencijalno potraživanje za drugi tip novca,
2. primarni novac, ili novac centralne banke (novac kreiran od strane centralne banke), je oblik „krajnjeg" definitivnog novca i ne nudi prethodno navedeno potencijalno potraživanje.

Dakle, finansijsko posredovanje se umeće između količine novca u opticaju i monetarne baze.

Ukoliko sagledavamo karakteristike komponenti koje ulaze u novčanu masu (M), prvo ćemo krenuti od bankarskih depozita (D), finansijske aktive nebankarskih privrednih subjekata, koji su najlikvidniji finansijski instrument i podrazumevaju mogućnost transformisanja u gotov novac (G), na zahtev ili po isteku ugovorenog roka. Stoga, je neophodno da banka drži rezervu gotovog novca (rezerve likvidnosti) ukoliko želi dugoročno da opstane

na tržištu. Monetarna baza obezbeđuje (likvidnu) osnovu na koju je oslonjena mnogo veća nadogradnja u obliku konvertibilnih depozita.[44]

Ekonomisti su izgradili teoriju formiranja i regulisanja količine novca u opticaju, na jednostavnim bilansnim identičnostima, zahvaljujući:

- stabilnosti koeficijenata likvidnih rezervi banaka u odnosu na njihove ukupne depozite (iskustveno posmatrano, empirijski dokumentovano);
- činjenici da monetarna baza predstavlja pasivu centralne banke.

Količinu novca u opticaju (M) su definisali kao kategoriju koja uključuje dve glavne komponente – gotov novac (G) i bankarske depozite (D), koje se nalazi u rukama nebankarskih privrednih subjekata. Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$M = G + D$$

Primarni novac ili monetarnu bazu (B) su definisali kao zbir gotovog novca (G) i likvidnih rezervi banaka kod centralne banke (R). Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$B = G + R$$

Ukoliko uporedimo ove dve definicije možemo uočiti da je gotov novac (G) zajednički element obe veličine (varijable), dok se razlikuju u komponentama depozita (komponenta količine novca) i likvidnih rezervi (komponenata primarnog novca). Ova razlika je ključna, jer kvalitet likvidnih rezervi kod centralne banke je „velike snage" i obezbeđuje veliku prednost primarnog novca nad količinom novca u opticaju, s obzirom na to da služi kao osnova za kreiranje depozitnog novca u bankarskom sistemu, gde centralna banka ne može neposredno da reguliše novčanu masu i gde je proces kreiranja depozitnog novca vezan za sektor poslovnih banaka. Pomenuta činjenica se nalazi u osnovi teorija: ponude novca koja polazi od procesa monetarne multiplikacije, kreiranja depozita i kredita od strane centralne banke.

Definisanje primarnog novca za bilo koju zemlju polazi od bilansa centralne banke. Monetarna pasiva formiranog (konsolidovanog) bilansa predstavlja novac, odnosno sačinjava monetarnu bazu. Iz aktivne strane bilansa centralne banke se mogu videti svi tokovi kreiranja primarnog novca, dok se informacija o ukupnoj količini primarnog novca nalazi u pasivi bilansa centralne banke (Tabela 3.1.).

44 Gotov novac je nekada imao oblik sitnog metalnog novca – zlatnog, srebrnog ili bronzanog. Danas je gotovinska osnovica oblik pasive centralne banke koji se sastoji od novčanica (efektiva ili keš) i sredstava banaka kod centralne banke. Monetarna baza se uglavnom sastoji od novčanica centralne banke u rukama nebankarskih ekonomskih subjekata i u blagajnama banke, kao i od prethodno pomenutih sredstava banaka kod centralne banke.

Kreiranje (AKTIVA)	Upotreba (PASIVA)
Krediti CB odobreni bankama	Sredstva obavezne rezerve banaka kod CB
Krediti CB odobreni neposrednim klijentima	Sredstva na (žiro) računima poslovnih banaka
Ostali plasmani CB (neto)	Ostali depoziti banaka kod CB
	Gotov novac u opticaju
SVEGA	
Devizne transakcije CB inostranstvom (neto)	
Ukupno kreiranje primarnog novca *	
Minus: Depoziti nebankarskih sektora kod CB	
Ukupno (neto)	Ukupno (neto)

* Bruto koncept primarnog novca.

Tabela 3.1. Bilans centralne banke (CB) – kreiranje i upotreba primarnog novca

Bilans centralne banke omogućava da se primarni novac izrazi na dva različita načina:

1. Metod „upotrebe" monetarne baze je primarni novac predstavljen kao zbir gotovog novca u opticaju i ukupnih rezervi (depozita) banaka kod centralne banke – sredstva na (žiro) računima banaka kod centralne banke, sredstva obavezne rezerve i drugih vidova rezervi banaka kod centralne banke. Ovaj metod pruža uvid u strukturu primarnog novca, koja je određena ponašanjem banaka i nebankarskih privrednih subjekata;
2. Metod „kreiranja" ili „iskaz po tokovima kreiranja" monetarne baze je nadogradnja prethodnog modela. Primarni novac je suma svih oblika aktive minus zbir svih oblika nemonetarne pasive u bilansu centralne banke.[45] Ovim metodom se dobija uvid u uslove ponude primarnog novca.

45 To znači da se iznos ukupne aktive bilansa centralne banke umanjuje za iznos deviznih transakcija sa inostranstvom iz pasive bilansa, iznosom depozita nefinansijskih klijenata centralne banke (uglavnom depoziti države) i iznosom ostalih obaveza centralne banke u pasivi bilansa centralne banke.

AKTIVA	2013.	2012.
Gotovina i tekući računi kod banaka	103.428	187.713
Depoziti kod banaka	237.225	143.044
Zlato i plemeniti metali	52.987	71.605
Finansijska sredstva po fer vrednosti	882.632	830.550
Finansijska sredstva za prodaju	8.289	9.411
Krediti	862	1.376
Kvota u MMF	75.209	85.668
Nekretnine postrojenja i oprema	14.440	15.606
Investicione nekretnine	845	845
Nematerijalna ulaganja	90	361
Ostala sredstva	3.899	4.228
UKUPNA AKTIVA	**1.379.905**	**1.350.406**

PASIVA	2013.	2012.
Obaveze		
Obaveze prema bankama	622.023	566.681
Obaveze prema državi	269.006	178.767
Obaveze prema MMF-u	147.220	227.662
Gotov novac u opticaju	122.440	110.549
Rezervisanja	1.347	1.136
Ostale obaveze	970	1.411
Ukupne obaveze	1.163.007	1.08.207
Kapital		
Državni kapital	119.050	100.803
Posebne rezerve	127.140	90.595
Revalorizacione rezerve	8.652	8.569
Rezerve po osnovu HOV	5.651	6.649
Akum. gubitak/neraspoređena dobit	-43.594	57.764
Ukupno kapital	216.899	264.200
UKUPNO PASIVA	**1.379.905**	**1.350.406**

Tabela 3.2. Bilans stanja NBS

Na osnovu različitih kombinacija stavki aktive i pasive u bilansu centralne banke, može se izvršiti **definisanje primarnog novca**. Izbor adekvatne definicije primarnog novca zavisi od konkretnih ciljeva monetarne politike. Neke od definicija bi bile:[46]

- Najšira definicija primarnog novca pokazuje osnovnu njegovu karakteristiku tj. kreiranje i povlačenje primarnog novca od strane centralne banke. Primarni novac uključuje: kredite centralne banke koji su dati poslovnim bankama, drugim finan-

46 Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 112-113.

sijskim i nefinansijskim subjektima i vrši korekciju (uvećava ili umanjuje) dobijenog iznosa za neto iznos deviznih transakcija centralne banke prema inostranstvu.

- Druga definicija ukazuje koji iznos promena primarnog novca se nalazi pod uticajem faktora koji su izvan uticaja monetarne politike, odnosno autonomni tokovi koji su prisutni u formiranju primarnog novca. Primarni novac uključuje gotov novac u opticaju, depozite monetarnih i nemonetarnih finansijskih institucija (izuzimajući žiro/račune banaka) kod centralne banke, depozite nefinansijskih klijenata centralne banke, obavezne rezerve banaka, neto iznos ostale aktive i pasive centralne banke koji se menja pod dejstvom autonomnih faktora. Ovaj monetarni agregat prikazuje autonomne tokove koji determinišu kreditni potencijal finansijskih institucija.
- Treća definicija primarnog novca predstavlja sposobnost bankarskog sistema za dalju kreditnu aktivnost, odnosno, predstavlja pokazatelj likvidnosti tog sistema. Primarni novac uključuje: sredstva na (žiro) računima banaka kod centralne banke, sredstva obavezne rezerve i novčana sredstva rezervnih fondova poslovnih banaka kod centralne banke.

KREIRANJE PRIMARNOG NOVCA

Koncept primarnog novca zasnovan na metodi „kreiranja" je pogodan za analizu faktora promene novčane mase, koja polazi od primarnog novca i monetarnog multiplikatora (matematički definicija količine novca u opticaju: $M=m\times B$. Konkretno, jedan korak u procesu analize jeste pokušaj da se objasni deo promene novčane mase faktorima koji izazivaju promenu primarnog novca. Potrebno je,dakle, znati faktore koji izazivaju oscilaciju primarnog novca, relativni značaj tih faktora, njihovu prirodu i međusobno delovanje. Praktično, faktori promene primarnog novca predstavljaju tokove kreiranja i povlačenja monetarne baze, kao se drugačije ovaj novac naziva.

AKTIVA		**PASIVA**	
Finansijska aktiva	Krediti odobreni bankama (Kb) + Krediti odobreni neposrednim klijentima (Knk) + Devizne transakcije sa inostranstvom (FA)	**Monetarna pasiva**	Gotov novac u opticaju (G) + Depoziti (rezerve) banaka (R) + Devizne transakcije sa inostranstvom (FP)
Ostala aktiva	Ostali plasmani (OP)	**Nemonetarna pasiva**	Depoziti nebankarskih sektora (KD) + Ostala nemomenetarna pasiva (ONP)

Tabela 3.3. Bilans centralne banke

Uvažavajući osnovno računovodstveno pravilo po kome je leva strana bilansa (aktiva, odnosno, imovina) jednaka desnoj strani bilansa (pasiva, odnosno, izvori imovine), bilans centralne banke možemo iskazati na sledeći način:

$$G+R+FP+KD+ONP=K_b+K_{nk}+FA+OP.$$

S obzirom na to da su predmet naše analize mehanizmi i tokovi kreiranja primarnog novca, u sledećoj iteraciji primarni novac iskazujemo na sledeći način: [47]

$$B= K_b+K_{nk}+FA+(OP-ONP)-KD.$$

Dalje, prethodnu jednakost možemo skratiti tako što ćemo sa Fn označiti neto iznos deviznih transakcija centralne banke, a sa Op neto iznos ostalih plasmana. Matematički se to može iskazati na sledeći način:

$$F_n=FA-FP \;\; i \; O_p=OP-ONP.$$

Tako da dobijamo sledeću jednakost primarnog novca:

$$B= K_b+K_{nk}+F_n+O_p-KD.$$

Ova jednakost obezbeđuje analitički okvir u kome je moguće istraživati delovanje različitih faktora koji utiču na promenu primarnog novca. Takođe, možemo uočiti da centralna banka menja iznos primarnog novca putem svojih akcija i sistemom transakcija koje centralna banka obavlja sa ostalim sektorima privrede u zemlji i sa inostranstvom. [48]

Možemo zaključiti da u tržišnim privredama postoje sledeći **kanali emisije primarnog novca**:

- Operacije centralne banke na otvorenom tržištu;
- Devizne transakcije centralne banke sa inostranstvom;
- Centralna banka kao direktni zajmodavac – koristi se izuzetno kada je ugrožena likvidnost, odnosno normalno funkcionisanje finansijskog sistema zemlje.

U praksi se najčešće koriste prva dva kanala emisije primarnog novca.

AKTIVA		PASIVA	
Krediti bankama	120	Gotov novac u opticaju	122.440
Krediti fin. institucijama	5.245	Depozitni novac	45.542
Krediti državi	1.166	Žiro računi banaka	9.350
Ostala potraživanja	2.125	Obavezna rezerva	144.989
SVEGA	8.656	HOV	297.249
Neto devizne transakcije	993.548		
Bruto kreiranje M0	1.002.204		
-Depoziti kod NBS	360.496		
Neto M0	**641.708**	**UKUPNO**	**641.708**

Tabela 3.4. Primarni novac NBS 2013. (miliona RSD)

47 Osnov je definicija primarnog novca: $B=G+R$.

48 Svi transaktori koji imaju odnose sa centralnom bankom mogu se podeliti na sledeće sektore: banke, različite državne, odnosno monetarne finansijske institucije i inostranstvo.

OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Operacije na otvorenom tržištu (OOT) centralne banke su poslovi prodaje i kupovine državnih hartija od vrednosti (HOV). One predstavljaju značajan, tipičan tržišni instrument regulisanja količine primarnog novca, novca u opticaju i kamatnih stopa. Uslov za obavljanje OOT je razvijeno finansijsko tržište, u pogledu instrumenata za trgovanje i sa stanovišta likvidnosti tj. obima trgovanja. U zavisnosti od razvijenosti finansijskog tržišta određene zemlje, zavisi koje hartije od vrednosti će se koristiti. To su najčešće: državne obveznice, kratkoročne hartije od vrednosti emitovane od strane same centralne banke (blagajnički zapisi centralne banke), i u razvijenim privredama dužničke HOV emitovane od strane kompanija. Zakonskom regulativom se omogućava centralnoj banci da emituje vlastite hartije od vrednosti na tržištu i da realizuje neposrednu kupovinu i prodaju takvih obveznica zajedno sa državnim obveznicama.

Centralna banka preduzima operacije na otvorenom tržištu da bi izazvala željene promene u kreditnim tokovima na makroplanu (glavni efekti operacija) i strukturi kamatnih stopa (propratni dodatni efekti operacija), što kao krajnji rezultat ima uticaj na opšti nivo privredne aktivnosti, jer se na ovaj način direktno utiče na nivo likvidnosti poslovnih banaka.

Prodaja HOV od strane centralne banke znači istovremeno povlačenje novca kojim ekonomski subjekti plaćaju ove HOV i smanjuje količinu primarnog novca za iznos koji odgovara vrednosti obavljene prodaje. Obrnuto, **kupovina HOV od strane centralne banke** ima za posledicu povećanje primarnog novca i posredno količine novca u opticaju, jer CB novcem plaća kupljene HOV. Poslovima kupoprodaje HOV CB neposredno ili posredno smanjuje ili povećava likvidnost banaka. Monetarna multiplikacija dalje preuzima prenošenje inicijalnih efekata na planu likvidnosti banaka, delujući na ponudu novca u opticaju preko plasiranja slobodnih novčanih sredstava banaka, odnosno redukcije njihovih kreditnih plasmana.

Boks 3.2. Igra brojevima Evropske centralne banke

(*Reuters*, Peacock M., novembar 2014.)

Predsednik Evropske centralne banke, Mario Dragi, je najavio da pitanje štampanja para za potrebe otkupa državnih obveznica ostaje otvoreno pitanje za narednu godinu. Pri tom je napomenuo da za to nije neophodna jednoglasna odluka guvernera zemalja članica EMU.

ECB je sebi postavila cilj povećanja stavki bilansa stanja na osnovu otkupa aktive banaka u zamenu za keš koji bi se upumpao u posustalu privredu Evro zone – do 1 hiljade milijardi u poređenju sa nivoom iz 2012. Uz kamatnu stopu na nultom nivou, to bi bili targeti monetarne politike.

Nedavno je održana druga runda ponude HOV iz programa ECB četvorogodišnjih jeftinih zajmova bankama, nakon prve runde koja je realizovana ranije ove godine u vrednosti od 83 milijarde evra. Očekuje se da u drugoj tranši bude realizovano najmanje 130 milijardi, ali će ipak to ukupno biti daleko manje od očekivanja ECB, koja je računala da će biti realizovano oko 4.000 milijardi evra kredita bankama.

Na taj način ECB će, po svoj prilici, završiti godinu uspevši da poveća monetarnu bazu Evro zone za oko 250 milijardi evra. Sa povraćajem sredstava na osnovu ranije odobrenih kredita tokom naredne godine, neto rezultat bi bio čak sužavanje aktive ECB.

Treba imati u vidu da Mario Dragi ima snažnu opoziciju od strane 7 guvernera centralnih banaka članica EU za ideju da se bilans stanja ECB (aktiva) učini ekspanzivnom, što dovodi u pitanje Dragijeve namere.

Prodaja HOV od strane centralne banke se može okarakterisati kao izraz sprovođenja restriktivne monetarne politike, jer se utiče na smanjenje obima primarnog novca, kreditnog potencijala i plasmana banaka i istovremeno je praćeno porastom tržišnih kamatnih stopa. Obratno, kupovina HOV od strane CB ima karakter ekspanzivne monetarne politike, jer se njome povećava monetarna baza, kreditni potencijal banaka i količina novca u opticaju i posredno snižavaju kamatne stope.

DEVIZNE TRANSAKCIJE SA INOSTRANSTVOM

Devizne transakcija centralne banke sa inostranstvom su operacije kupovine i prodaje deviza, koje se u bilansu banke reflektuju kroz promene potraživanja i obaveza prema inostranstvu, a imaju dvostruki karakter:

- Istovremeno predstavljaju kreiranje ili povlačenje primarnog novca;
- Kreiranjem ili povlačenjem primarnog novca povećava se ili smanjuje kreditni potencijal poslovnih banaka i vrši dalje multiplikovano kreiranje novca u opticaju putem porasta kredita.

Kada CB kupuje devize dolazi do rasta primarnog novca, za iznos kupljenih deviza, što utiče na dalji rast količine novca u opticaju. Obratno, **kada CB prodaje devize** dolazi do smanjenja primarnog novca i količine novca u opticaju. Centralna banka direktno kupuje/ prodaje devize od poslovnih banaka na deviznom tržištu, koje na taj način dolaze do dinarskih sredstava na svojim žiro-računima kod centralne banke i porasta kreditnog potencijala poslovnih banaka. Povećani kreditni potencijal je jednak umanjenom iznosu primljenih sredstava za iznos obaveznih rezervi. Promena kreditnog potencijala banaka je osnova za dalji rast kreditnih plasmana kroz proces multiplikacije.

Bitno je naglasiti da je za monetarni efekat važna neto promena finansijskih transakcija sa inostranstvom, što rezultira porastom (smanjenjem) neto potraživanja (neto inostranih obaveza) centralne banke i deluje u pravcu kreiranja primarnog (povlačenja) novca.

KREDITIRANJE POSLOVNIH BANAKA

Centralna banka kreditira poslovne banke iz sledećih razloga:

- **Krediti za likvidnost** – CB vrši funkciju „krajnjeg kreditora" i obezbeđuje likvidnost bankama u sezonskim intervalima u toku godine, kada dolazi do sezonske ekspanzije

u tražnji novčanih sredstava od strane privrednih subjekata, kao rezultat sezonske ekspanzije u realnim tokovima privredne aktivnosti;

- **Krediti za selektivne namene** – podsticanje razvoja pojedinih privrednih delatnosti, gde se može uključiti i refinansiranje poslovnih banaka u visini plasiranih sredstava iz sopstvenih kreditnih potencijala.

Kreiranje primarnog novca centralne banke u svrhu selektivnog kreditiranja, znači participaciju primarnog novca u kreditima banaka koji se odobravaju za definisane selektivne namene, u skladu sa usvojenim ciljevima ekonomske politike zemlje i/ili beneficiranu kreditnu podršku određenim privrednim aktivnostima, po osnovu mogućnosti dobijanja sredstava iz novokreiranog novca centralne banke, kamate, stope reeskonta i rokova vraćanja kredita.

Centralna banka kreira dodatnu količinu primarnog novca putem odobravanja svojih kredita poslovnim bankama, kako bi održala i regulisala likvidnost bankarskog sistema na potrebnom nivou i da bi se kompenzovao odliv novca sa računa poslovnih banaka po osnovu tzv. autonomnih tokova, na primer smanjenje likvidnosti bankarskog sistema zbog visokog porasta gotovog novca u rukama stanovništva ili pod uticajem visokog deficita platnog bilansa ili visok odliv likvidnih sredstava prema drugim bankama u okviru sistema. Poslovne banke bi svoje probleme za likvidnošću trebalo da rešavaju prvenstveno na (međubankarskom) tržištu novca, a centralnu banku da koriste kao „poslednje utočište" za rešavanje problema likvidnosti.

KREIRANJE I POVLAČENJE NOVČANE MASE

Tokovi kreiranja novca predstavljaju rezultat aktivnosti centralne banke i deo su finansijskih tokova u koje su uključeni različiti ekonomski subjekti. Na promenu količine novca u opticaju utiču faktori primarnog novca, koji su pretežno pod kontrolom centralne banke, i faktori monetarnog multiplikatora. Proces kreiranja i povlačenja novčane mase određen je, dakle, egzogenim i endogenim faktorima. Najznačajniji instrumenti regulisanja količine novca u opticaju su bankarski krediti, nemonetarni depoziti i devizne transakcije banaka.

Razvijeni finansijski sistemi čine složen skup različitih finansijskih institucija (štedionice, investicioni i penzioni fondovi), uključujući centralnu banku i poslovne banke. Međusobno delovanje različitih finansijskih institucija sa sektorom stanovništva i kompanija kao klijentima, determiniše veliki broj finansijskih oblika aktive i pasive finansijskih institucija. Tokovi kreiranja novca su rezultat aktivnosti monetarnih vlasti i deo su finansijskih tokova u koje su uključeni različiti ekonomski subjekti.

Ponuda novca (M^p) je veoma stabilna i rastuća funkcija primarnog novca (B). Pri tom[49]

- Ako se menja B menja se i M^p u istom pravcu;
- Većina promena varijable M^p uslovljena je promenama varijable B.

49 Podrazumeva kompenzaciju međusobnih obaveza i potraživanja kako između centralne banke i ostalih monetarnih institucija, tako i između ostalih monetarnih institucija.

Matematički se teorija izražava na sledeći način:

$$M^P = F(B), \frac{\Delta M^P}{\Delta B} \succ 0$$

U savremenim novčanim tokovima i bankarskim sistemima količina novca u opticaju se izražava kao proizvod monetarnog multiplikatora i primarnog novca. Ovu relaciju možemo izraziti kroz formu sledećih jednakosti, koje su više prihvaćene od strane ekonomista:

$$M^P = m * B$$

gde je m - monetarni mulitiplikator, a B - primarni novac.

$$M^P = a + b * B$$

b je marginalni (granični) multiplikator (pozitivna konstanta), a je parametar (koji može uzimati i negativne i pozitivne vrednosti), a B je primarni novac.

Monetaristički oblik teorije ponude novca se može prikazati sledećom matematičkom jednakošću:

$$M^p = m * (\ ) * B$$

Možemo konstatovati da dve grupe faktora utiču na promenu količine novca u opticaju:

- Determinante koje utiču na primarni novac – u velikom stepenu su pod kontrolom centralne banke.
- Determinante koje utiču na monetarni multiplikator – pod relativno malim uticajem mera monetarne politike.

Ovim je pojednostavljena teorija ponude novca u cilju monetarnog planiranja i sprovođenja monetarne politike. Takođe ukazuje da će monetarne vlasti pravilno postupiti ukoliko ponašanje monetarnog multiplikatora prihvate kao autonomno,van njihove kontrole. Otuda, nosioci monetarne politike bi trebalo da se fokusiraju na regulisanje promene primarnog novca ukoliko žele da kontrolišu oscilacije količine novca u opticaju.

Učesnici savremenog novčanog tržišta su:

- Centralna banka,
- Sistem poslovnih banaka,
- Sektor nebankarskih ekonomskih subjekata (kompanija).

Tokovi kreiranja novca predstavljaju finansijske transakcije između centralne banke, sistema poslovnih banaka i ostalih nebankarskih subjekata. Davaoci i primaoci sredstava su banke i ostali nebankarski subjekti. U slučaju kreiranja novca, banke se pojavljuju kao davaoci sredstava, dok se u slučaju povlačenja novca banke pojavljuju kao primaoci sredstava. Kod kompanija se dešava suprotan tok sredstava. Procesi davanja i primanja sredstava od strane banaka i kompanija su međusobno zavisne pojave. Ukoliko banke vrše davanje sredstava (plasman) kompanijama (kreiranje novca), to znači da su prethodno formirale sredstva (potencijal) od nebankarskih privrednih subjekata ili centralne banke (primarni novac). Stoga, transakcije kreiranja novca od strane banaka i centralne banke predstavljaju i posredovanje i kreiranje novca.

Ponašanje učesnika na tržištu je rezultat motivacije i različitih interesa kojima se rukovode u svojim aktivnostima. Različito ponašanje i interakcija učesnika na tržištu određuje transmisioni mehanizam monetarne politike, čijim posredstvom se izazivaju promene tržišnih kamatnih stopa i tokova privredne aktivnosti.

Nivo primarnog novca kontroliše centralna banka kroz: operacije na otvorenom tržištu, svoju direktnu kreditnu aktivnost, promenama u stopi obavezne rezerve banaka ili promenama u diskontnoj stopi. Neposrednu kontrolu novčane mase (gotov novac + depozitni novac) ne obezbeđuju promene u količini primarnog novca. Raspored primarnog novca u okviru finansijskog sistema determiniše količinu novca u opticaju, odnosno zavisi od procesa interakcije između banaka i nebankarskih ekonomskih subjekata. Znači, centralna banka vrši indirektnu kontrolu novčane mase, koja je uspešnija ukoliko centralna banka raspolaže adekvatnim informacijama o ponašanju kompanija i banaka.

Osnovne komponente primarnog novca determinišu nebankarski privredni subjekti i poslovne banke. Obim gotovog novca u opticaju je uslovljen transakcijama nebankarskih privrednih subjekata, odnosno njihovom tražnjom za ovim oblikom novca, koja varira u odnosu na promene u dohotku i tržišnim kamatnim stopama (pre svega na štedne depozite i kredite). Obim depozitnog novca je determinisan ponašanjem kompanija i banaka. Tražnja ekonomskih subjekata za depozitima po viđenju je pozitivna funkcija dohotka, a negativna funkcija kamatnih stopa na finansijskim tržištima (pre svega na sopstvene štedne uloge kod banaka). Ukoliko je kamatna stopa na depozite niža od prinosa na drugim finansijskim instrumentima, to će uticati da dođe do smanjenja tražnje za depozitima po viđenju i povećanja tražnje za drugim finansijskim oblicima aktive. Banke utiču na visinu depozitnog novca kroz svoju politiku kamatnih stopa na štedne depozite i proces portfolio prilagođavanja. Možemo zaključiti da ponašanje učesnika na tržištu određuje količinu novca u opticaju preko složene mreže finansijskih transakcija.

TEORIJA PROCESA FORMIRANJA NOVČANE MASE

U vreme dominacije ortodoksne **kejnzijanske monetarne teorije**, do početka 1960-tih godina, naglašavala se funkcija tražnje novca, dok je proces kreiranja novca posmatran kao proces koji je egzogeno kontrolisan od strane monetarnih vlasti. Polazište ove teorije je u teoriji mehaničkog monetarnog multiplikatora odnosno shvatanju procesa kreiranja novca kao jednog tehničkog mehanizma, odnosno postoji jednostavan mehanički odnos između primarnog novca i količine novca u opticaju. Ovakav zaključak nije prihvatljiv, s obzirom na to da se zanemaruje činjenica da je proces kreiranja primarnog novca rezultat složenog delovanja transakcija bankarskog sistema i nebankarskih privrednih subjekata.

Radovima predstavnika **biheviorističkog pristupa** obezbeđeni su osnovi modernog shvatanja faktora promene količine u novcu. Razvijena je složena analiza monetarnog sistema i mehanizma kreiranja novčane mase u uslovima razvijene tržišne privrede, na osnovu kojih se došlo do zaključka da je količina novca u opticaju determinisana i egzogenim i endogenim faktorima.[50] Kreditna ekspanzija banaka presudno zavisi od prinosa koji

50 Predstavnici biheviorističkog pristupa pripadaju i monetaristima i neokejnzijancima. To su: *M.Friedman*, *A.Schwarty, Cagan, Brunner, Tobin, Teigen, Goldfeld, Modigliani, Rasche* i *Cooper*.

donose različiti oblici finansijske aktive. Znači, jednim delom količina novca u opticaju je endogeno određena i rezultat je interakcije u okviru ekonomskog sistema između aktivnosti centralne banke, poslovnih banaka i kompanija u zavisnosti od strukture njihove finansijske imovine. Centralna banka narušava ravnotežu koja postoji između pojedinih oblika finansijske aktive u portfeljima banaka i kompanija, jer izaziva promenu postojećih uslova pod kojima ekonomski subjekti žele da drže zatečeni iznos i strukturu svoje finansijske imovine. Reakcija dela ekonomskih subjekata će biti otklanjanje odstupanja postojećeg obima i strukture finansijske imovine od svojih želja, a procesom prilagođavanja dolazi i do promene količine novca. *Karl Brunner* je izložio ovo gledište sledećim rečima: „banke i nebankarski privredni subjekti kroz međusobno delovanje određuju obim kredita, visinu kamatnih stopa i volumen novčane mase, zavisno od ponašanja monetarnih vlasti."[51]

TOKOVI STVARANJA NOVČANE MASE

Preovlađujući je stav ekonomske teorije da je količina novca u opticaju istovremeno determinisana i endogenim i egzogenim varijablama. Pomenuti modeli su uvažili složenost karakteristika samih učesnika u ovom procesu, složenost strukture finansijskih instrumenata i funkcionalnih odnosa koji su prisutni u ovoj oblasti.

Teorijski i empirijski **metodi tumačenja faktora monetarnog rasta formulisanih u obliku određenih jednačina** se mogu podeliti na sledeće osnovne podgrupe: metod zasnovan na konsolidovanom bilansu monetarnih institucija i metod zasnovan na računima novčanih tokova.

Metod zasnovan na konsolidovanom bilansu monetarnih institucija, centralne banke i poslovnih banaka. Promena novčane mase u određenom vremenskom periodu se dobija kao neto rezultat promene svih ostalih pozicija konsolidovanog bilansa monetarnih institucija. Osnovna pravila koja važe u ovom modelu su: 1) *količina novca* može se promeniti samo u odnosima između monetarnih institucija i nebankarskih privrednih subjekata, 2) *kreiranje primarnog novca* od strane centralne banke predodređuje maksimalni iznos kreiranja novca u opticaju od strane ostalih monetarnih institucija (poslovnih banaka), 3) *novac u opticaju*, kreiran na osnovu primarnog novca, nalazi se u pasivi monetarnih finansijskih institucija, a u aktivi kod nemonetarnih finansijskih institucija i nefinansijskih privrednih subjekata.

Ova metoda daje odgovor na pitanje koji su skupovi osnovnih faktora (ali ne i zašto) izazvali promenu novčane mase u određenom vremenskom periodu, na taj način što vrši

Opširnije o biheviorističkom pristupu: Friedman, M., Schwartz, *Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963; Cagan, P., *Determinants and Effects of Changes in the Stock Money, 1875-1960*, New York, 1965; Brunner, K., *ASchema for the Supply Theory of Money*, International Economic, Review, January 1961, pg. 79-109; Tobin, J., *Commercial Bank as „Creators" of Money*, in the book: Carson, D. (ed.), Banking and Monetary Studies, Homewood, Illinois, Richard Irwin, 1966; Teigen, R., *Demand and Supply Functions for Money in the United States: Some Structural Estimates,* Econometrica, October 1964, pg. 476-509; Goldfield, S., *Commercial Bank Behavior and Economic Activity*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1966 i Modigliani, F., Rasche, R., Cooper, J., *Central Bank Policy, the Money Supply and the Short-Term rate of Interest*, Journal of Money, Credit and Banking, May 1970, pg. 166-218., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G.,*isto*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005.

51 Prema Brunner, K., *A Schema for the Supply Theory of Money*, International Economic, Review, January 1961, pg. 79-109 na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 133.

klasifikaciju stavki konsolidovanog bilansa monetarnih institucija u određene homogene podgrupe. [52] Takođe, obezbeđuje konzistentne definicije pojedinih elemenata mehanizama promene novčane mase (kao što su: kredit, devizne rezerve, nemonetarni depoziti, itd.), i povezivanje pojedinih elemenata mehanizama promene novčane mase u određene odnose i povezivanje ovih odnosa u jednu usaglašenu celinu, koja obezbeđuje celovito objašnjenje promena novčane mase (i izračunavanje efekata raznih kombinacija elemenata od kojih zavisi promena obima novčane mase i planiranje njenog kretanja u budućnosti). Ovde, dakle postoje *identičnosti* koje se moraju poštovati, odnosno ne postoje funkcionalni odnosi koji povezuju uzročne veze.

Metod zasnovan na računima novčanih tokova jeste osnova za postavljanje analize bilansa monetarnih institucija u okviru računa novčanih tokova. Ovi računi predstavljaju oblik društvenih računa koji obuhvataju sve transakcije privrednih subjekata u zemlji. Privredni subjekti su grupisani u određeni broj sektora, za koje je formiran bilans stanja (izvora i upotrebe) finansijskih sredstava. Transakcije u računima novčanih tokova se klasifikuju po dva osnovna kriterijuma: po institucionalnim sektorima i po vrstama transakcija. Istovremeno ovim metodom obezbeđeno je uključivanje mikroaspekta (posmatrano pojedinačno po sektorima) i makroaspekta (posmatrajući sve sektore kao celinu). U skladu sa tim, računi novčanih tokova sadrže mikro i makro identičnosti.

Za ovu analizu su značajne četiri vrste transakcija: 1) transakcije između monetarnih institucija, posebno one koje se odnose na kreiranje i povlačenje novca; 2) transakcije između monetarnih institucija i ostalih finansijskih institucija, koje obuhvataju šire tokove finansiranja; 3) transakcije između monetarnih institucija i nefinansijskih privrednih subjekata, koje se odnose na uticaj monetarnih tokova na realna kretanja i uticaj nefinansijskih privrednih subjekata na monetarne tokove; 4) transakcije (finansijske i nefinansijske) između domaćih i inostranih privrednih subjekata.[53]

Ovaj metod omogućava šire povezivanje tokova kreiranja i povlačenja novca sa transakcijama pojedinih sektora, u odnosu na analizu zasnovanu na bilansu monetarnih institucija. S obzirom na to da uzima u obzir neto-iznose finansijskih transakcija u određenom vremenskom periodu, on zahteva pribavljanje dodatnih informacija da bi se doneli odgovarajući zaključci. Naša zemlja se opredelila za korišćenje ove metode analize promene novčane mase.

Metod zasnovan na jednačini koja definiše monetarnu multiplikaciju - Ovaj metod polazi od odnosa između novčane mase i primarnog novca, za koji je vezan pojam monetarnog multiplikatora i monetarne multiplikacije. Matematički se monetarni multiplikator (m_t) može izraziti na sledeći način:

$$m_t = \frac{M_t}{B_t}$$

gde je:

M_t- novčana masa na kraju perioda t, a; B_t - iznos primarnog novca krajem perioda t.

52 Ovaj konsolidovani bilans monetarnih institucija podrazumeva prebijanje međusobnih obaveza i potraživanja monetarnih institucija.

53 Nefinansijske transakcije koje ulaze u račun novčanih tokova se mogu klasifikovati u sledeće grupe: 1) kupovina i prodaja robe i usluga, 2) raspodela i preraspodela dohotka, 3), potrošnja i 4) investicije.

Znači, monetarni multiplikator pokazuje ukupni efekat kreiranja i povlačenja primarnog novca od strane centralne banke na promenu obima novčane mase.

U osnovi različitih ekonomskih teorija monetarnog multiplikatora, uvek se mogu uočiti tri osnovna elementa: *novčana masa, primarni novac i monetarni multiplikator*. Međutim, razlikuju se definicije ovih elemenata:

- Novčana masa ima različitu obuhvatnost – od najuže definicije (gotov novac + depoziti), do najšire definicije (gotov novac + depoziti + svi ostali oročeni depoziti kod banaka);
- Primarni novac nema uvek istu obuhvatnost, odnosno uslovljen je samom svrhom monetarne analize. Ukoliko se analizom želi obuhvatiti uticaj pojedinih tokova kreiranja primarnog novca na promenu količine novca u opticaju, onda je uobičajeno da se primarni novac definiše kao iznos plasmana centralne banke domaćim privrednim subjektima koji se koriguju za neto obaveze (potraživanja) ove banke prema inostranim privrednim subjektima.

Posle drugog svetskog rata, teorija monetarnog multiplikatora je posebno obogaćena pojavom reformulisane kvantitativne teorije novca. Najveći doprinos razvoju ovog pristupa je pružila Čikaška škola na čelu sa *M.Friedman*-om. **Pristup *M. Friedman*-a *i A. Schwartz*** je baziran na analizi neposrednih determinanti promena nominalne količine novca u opticaju u SAD-u. Oni su razmatrali tri determinante:

1) primarni novac, koji može biti upotrebljavan kao gotov novac ili kao rezerve banaka kod centralne banke;
2) količina novca, koja predstavlja relativni iznos rezervi koje poslovne banke žele da drže u odnosu na svoj ukupni depozitni potencijal;
3) odnos između depozita i gotovog novca koji se nalazi u rukama nebankarskih privrednih subjekata.

Koristeći širi aspekt novčane mase *Friedman* i *Schwartz* su povezali novčanu masu sa pomenute tri determinante, čime su objasnili da su promene novčane mase rezultat aktivnosti i ponašanja tri osnovna sektora nacionalne ekonomije: aktivnosti centralne banke, ponašanje poslovnih banaka u pogledu držanja slobodnih rezervi i ponašanje kompanija u pogledu držanja gotovog novca. Takođe, su ustanovili visok stepen korelacije između monetarnih i realnih kretanja, a u okviru monetarnih kretanja između primarnog novca i novčane mase. Istovremeno, njihovi nalazi pokazali su da su promene novčane mase (širi koncept) bile zavisne prvenstvno od promena primarnog novca.[54]

Rezultati rada *M.Friedman*-a i *A. Schwartz*, su bili osnov za objašnjenje uzroka slanja oscilacija (izvora kovarijacije) između novca i privredne aktivnosti, **za istraživanje ekonomiste *P. Cagan*-a**. Ovde je akcenat bio na istraživanju faktora koji deluju na obim kreirane novčane mase koji leže u osnovi tendencijskih i cikličnih promena monetarnog rasta u privredi SAD-a. Rezultatima analize su potvrđeni rezultati *M. Friedman*-a i *A. Schwartz*-a koji se odnose na dugoročna kretanja novčane mase. *Cagan* je otišao korak dalje zaklju-

54 Opširnije: Friedman, M., Schwartz, A., *Monetary History of the United States, 1897-1960*, Princeton University Press, 1963., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, st. 132.

čujući da su ciklične promene odnosa koji odražava ponašanja kompanija rezultat, pre svega, odgovarajućih promena u privrednoj aktivnosti, tj. faktora tražnje gotovog novca u opticaju. Ni jedno od navedena dva istraživanja nije utvrdilo da li i kamatne stope imaju značajan uticaj na kretanje količine novca u opticaju.[55]

Funkcionalni pristup analizi promene novčane mase upotpunjuje jednačinu procesa kreiranja novca, faktorima i odnosima koji utiču na ponašanje monetarnih i nemonetarnih privrednih subjekata. Osnovne postavke pristupa su:

- Na promenu količine novčane mase mogu uticati centralna banka, monetarne institucije izvan okvira centralne banke i subjekti van monetarnog sistema uopšte;
- Niz ekonomskih faktora utiče na ponašanje ostalih monetarnih institucija (pre svega poslovnih banaka) i nemonetarnih privrednih subjekata. Na primer kamatne stope, rizik naplate kredita, troškovi odobravanja kredita i držanja depozita, očekivanja u vezi bitnih ekonomskih parametara u budućnosti koji će uticati na ponašanje ovih učesnika, definisani cilj poslovanja (banke odnosno privrednog subjekta);
- Putem više vrsta transakcija (promenom iznosa držanja gotovog novca, promenom iznosa depozita kod monetarnih institucija, izmenom strukture depozita po ročnosti, promenom iznosa tražnje kredita od monetarnih institucija i deviznim transakcijama) nemonetarni privredni subjekti mogu uticati na promenu novčane mase.

Funkcionalni pristup analizi promene novčane mase se može posmatrati kao deo ekonomskog, odnosno *ekonometrijskog modela*, koji obuhvata realne i finansijske pojave. Suština ovih istraživanja je da se uspostavi kvantitativni odnos između monetarnih efekata induciranih ekonomskim ponašanjem svih sektora nacionalne ekonomije (može kroz formu određene linearne funkcije). Najčešće se javljaju dva tipa funkcije ponude novca: [56]

1. Polazi od postojanja stabilnog odnosa između novčane mase i monetarne baze, koji se odražava putem kontrole ukupnih likvidnih sredstava bankarskog i monetarnog sistema. Predstavnici ovog pristupa, kao što su *K.Brunner* i *Meltzer,* smatraju da sa datom monetarnom bazom tržišna kamatna stopa može imati vrlo mali uticaj na promene količine novca. [57]
2. Polazi od teorijske osnove koja kao ključne faktore promene količine novca uzima kamatne stope i obim sredstava poslovnih banaka slobodnih za plasman, razmatrajući konkretnu povezanost ovih sredstava, diskontne stope centralne banke i tržišnih kamatnih stopa za različite finansijske instrumente. Prema ovom teorijskom pristupu, težnja banaka da održi određeni nivo svojih likvidnih rezervi sposobnih za plasman utiče na njihovo ponašanje na takav način da stopa promene bankarskih depozita i novčane mase može biti predviđena iz kretanja ove varijable.

55 Opširnije: Cagan, P., *Determinants and Effects in Changes in the Stock of Money, 1875-1960*, New York, 1965., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 132

56 Opširnije: Brunner, K., *A Schema for the Supply Theory of Money,* International Economic Review, Januray 1961, pg. 79-109, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 132

57 Prema Brunner, K., Meltzer, A., *Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money*, Journal of Finance, May 1964, pg. 240-283 u sledećem izvoru: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 155.

Najsofisticiraniju studiju ponude novca pružio je ***R. Teigen***, koja polazi od funkcije ponude i tražnje novca i funkcije dohotka. Od primarnog značaja u procesu determinisanja je po ovom tumačenju sistem poslovnih banaka i nebankarske privredne institucije.[58]

KREDIT I KREIRANJE / POVLAČENJE NOVČANE MASE

Kredit je dužničko-poverilački odnos u kojem poverilac (kreditor, zajmodavac, banka) daje na raspolaganje određenu količinu novca dužniku (korisniku kredita, zajmoprimcu) na određeno vreme i pod određenim uslovima. Bankarski kredit je najznačajniji faktor kretanja novčane mase, a određen je ponudom i tražnjom za kreditima. Faktori ponude i tražnje za kreditom su istovremeno bitni za određivanje (determinisanje) promene količine novčane mase.[59]

Tražnja za kreditom je determinisana:

- tražnjom novca koja je objektivno određena nizom faktora: proces proizvodnje, raspodele i prometa. Ovde ne može doći do kreditno-monetarnih ekscesa;
- tražnjom za finansiranje potrošnje i investicija ekonomskih subjekata, koja zavisi od subjektivnih, psiholoških, administrativnih, socijalnih, političkih i drugih faktora. Zbog toga što nema objektivnu osnovu podložna je velikim ekscesima.

Možemo zaključiti da je tražnja za kreditom veća od tražnje za novcem, s obzirom na to da dolazi do povlačenja novca u nemonetarne depozite i druge kanale povlačenja novca. Bankarski kredit predstavlja autonomnu varijablu koja utiče na kretanje novčane mase, odnosno ne možemo računati na kretanje ukupne tražnje kredita koje bi bilo u skladu sa monetarnom ravnotežom. U praksi je uobičajeno da tražnja bankarskih kredita premašuje iznos koji bi odgovarao monetarnoj ravnoteži potrebama ekonomskih subjekata. U osnovi ponude bankarskih kredita je visina (raspoloživog) kreditnog potencijala banaka, tj. maksimalno mogući iznos kredita koji banke mogu odobriti pod uslovom da ostanu likvidne.

Boks 3.3. **Da li novac raste na drvetu?**

(*Our Kingdom*, Meade D., novembar 2014.)

Debata o moći banaka da kreiraju novac postaje svakodnevna. „Zašto smo prepustili našu najveću društvenu kreaciju novac – privatnim, profitonosnim kompanijama?" Ovo pitanje je postavio Martin Volf, glavni ekonomski komentator *Financial Times*-a, na početku debate „Da li novac raste na drveću?" koja je organizovana od strane Pozitivnog Novca i Instituta ovlašćenih računovođa Engleske i Velsa. Pozitivni novac je društveni pokret za demokratizaciju novca i bankarstva, sa ciljem da novac radi za društvo, a ne protiv njega. Kako je to Ben Dejson, osnivač Pozitivnog novca, ranije argumentovao banke trenutno kreiraju čak 97% novca u opticaju odobravajući kredite. On dalje argumentuje da održavanje takve prakse da se dopušta finansijskim kompanijama da kreiraju novac predstavlja grešku i direktno vodi ekonomskoj krizi.

58 Prema Teigen, R., *Demand and Supply Functions for Money in the United States: Some Structural Estimates*, Econometrica No.4, October 1964, pg. 476-509, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 158-160.

59 Reč kredit potiče od latinske reči *credo*, što znači verovati.

Ove godine Banka Engleske je objavila analizu, potvrđujući stav da banke kreiraju novac kada odobravaju kredite, što je uticalo da se rasplamsa debata o kreiranju novca. Po svoj prilici najvažniji glas bio je upravo Martina Volfa, koji je opisao sposobnost banaka da kreiraju novac kao ogromnu rupu u srcu tržišne ekonomije. To bi moglo da se zaustavi odvajanjem funkcija snabdevanja novcem, kao funkcije države, od funkcije snabdevanja finansija, kao funkcije privatnog bankarskog sektora. On je dalje ustvrdio da se to sve zajedno može uspešno obavljati i u postojećim sistemskim okvirima, te da nije neophodna suštinska reforma sistema.

NEMONETARNI DEPOZITI I KREIRANJE / POVLAČENJE NOVČANE MASE

Depoziti ekonomskih subjekata su raspoloživa novčana sredstva na računu poslovne banke, koja se nalaze u pasivi bilansa banke i predstavljaju bančine obaveze. Ekonomski subjekti ih mogu povući sa računa u svakom trenutku, za servisiranje svojih obaveza ili za investiranje u druge oblike finansijskih instrumenata (aktive), ukoliko su prinosi veći ili prihvatljiviji od kamate koju dobijaju na svoje depozite kod poslovne banke.

Nemonetarnu pasivu bilansa poslovnih banaka čine: 1) depoziti privrednih subjekata, 2) kratkoročni krediti centralne bane, 3) dugoročni, investicioni krediti na bazi oročenih depozita i drugih dugoročnih izvora sredstava. Nemonetarna pasiva bilansa poslovnih banaka dominantno služi za plasman kredita ekonomskim subjektima, što predstavlja aktivu za banku. Uvažavajući strukturu bilansa poslovnih banaka, banke:

- obavljaju funkciju kreiranja, odnosno, poništavanja novca, kada funkcionišu kao poslovne banke;
- transferišu sredstva, kada funkcionišu kao investicioni fondovi ili finansijski posrednici, koji ne kreiraju novac.

Možemo zaključiti da samo deo nemonetarne pasive banaka utiče na kretanje novčane mase, jer deo poslovanja banaka kao finansijskih posrednika ne utiče na kretanje novčane mase, već znači prelivanje postojećih novčanih sredstava.

Boks 3.4. Bankarska panika i ponuda novca

(Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 645-646)

Bankarska panika nastaje kada deponenti posumnjaju da bi banka mogla da bankrotira, pa ih zato hvata panika i odlaze da povuku svoje depozite.

Bankarske panike predstavljaju problem za banke koje funkcionišu u bankarskom sistemu sa delimičnim rezervama. Pošto banka drži samo deo svojih depozita u rezervi, nije u stanju da udovolji zahtevima za povlačenjem depozita svih deponenata. Čak i ako je banka zaista solventna (što znači da joj je imovina veća od obaveza), neće imati dovoljno gotovine da omogući svim deponentima trenutan pristup celokupnom njihovom novcu. Kada dođe do panike, banka je prinuđena da se zatvori dok ne naplati neke svoje dugove, ili dok se

ne pojavi neki zajmodavac kao poslednje utočište likvidnosti, npr. centralna banka i snabde je gotovim novcem koji joj je potreban da zadovolji deponente.

Bankarska panika komplikuje kontrolu ponude novca. Značajan primer ovog problema zabeležen je tokom velike depresije početkom tridesetih godina XX veka. Nakon talasa bankarske panike i zatvaranja banaka, domaćinstva i banke postali su oprezniji. Domaćinstva su povukla svoje depozite iz banaka, preferirajući da svoj novac drže u obliku gotovog novca. Ta odluka izokrenula je proces kreiranja novca, jer su bankari reagovali na opadajuće rezerve smanjenjem bankarskih zajmova. Istovremeno, bankari su povećali svoje udele rezervi da bi imali dovoljno gotovog novca kako bi zadovoljili zahteve deponenata u nekoj budućoj bankarskoj panici. Zbog većeg udela rezervi smanjen je novčani multiplikator, čime je smanjena i ponuda nova. U periodu od 1929. do 1933. godine, ponuda novca smanjila se za 28%, mada FED nije preduzeo nikakvu namernu kontrakciju. Mnogi ekonomisti ističu da ovakav ogroman pad ponude novca može da predstavlja objašnjenje visoke nezaposlenosti i niskih cena u tom periodu.

U današnje vreme, bankarska panika ne predstavlja veliki izazov za bankarski sistem ili FED. Federalna vlada sada garantuje za sigurnost depozita kod većine banka, prvenstveno putem Savezne korporacije za osiguranje depozita (FDIC). Deponente ne hvata bankarska panika, jer su sigurni da će im FDIC isplatiti depozite, čak i ako njihova banka bankrotira. Politika osiguranja depozita od strane države ima svoju cenu: bankari za čije se depozite garantuje nemaju mnogo podsticaja da izbegavaju velike rizike pri davanju kredita. Međutim, jedna od koristi osiguranja depozita jeste stabilniji bankarski sistem. Shodno tome, većina ljudi bankarsku paniku viđa samo u filmovima.

DEVIZNE TRANSAKCIJE I KREIRANJE / POVLAČENJE NOVČANE MASE

Najsloženije je utvrditi monetarne efekte platnog i deviznog bilansa u procesu kreiranja novca, monetarnog planiranja i monetarnog regulisanja. Ovaj problem naročito dolazi do izražaja u uslovima visoke varijabilnosti salda platnog i deviznog bilansa, drastičnih promena u strukturi finansiranja deficita bilansa i nedovoljne efikasnosti monetarne politike. Tada je teško adekvatno predvideti i kontrolisati devizne transakcije i mogućnost njihovog regulisanja i praćenja, što ima za posledicu smanjenje mogućnosti predviđanja monetarnih efekata deviznih transakcija i zadržavanja ovih efekata u planiranim okvirima.

Za potrebe analize kreiranja novca prikazan je Konsolidovani bilans monetarnog sistema, sa osnovnim stavkama u aktivi i pasivi.

AKTIVA	PASIVA
Potraživanja od inostranstva (IA)	Obaveze prema inostranstvu (IP)
Ostala aktiva (domaći plasmani) (OA)	Novčana masa (M)
	Ostale (nemonetarne) obaveze (ONP)

Tabela 3.5. Konsolidovani bilans monetarnog sistema

Novčana masa (M) i promena novčane mase (**Δ** M) se mogu matematički izračunati, tako što će se bilans predstaviti odgovarajućom jednačinom (aktiva = pasiva), čijim sređivanjem po novčanu masu će se dobiti obe željene kategorije.

$$IA+OA = IP+M+ONP$$

$$M = OA-ONP+(IA-IP)$$

$$\Delta M = \Delta OA - \Delta ONP+ (\Delta IA-\Delta IP)$$

Izrazi u zagradi, na desnoj strani jednakosti, definišu uticaj deviznih transakcija monetarnog sistema sa inostranstvom (u okviru transakcija platnog bilansa). Dok znak **Δ** označava promenu stanja krajem perioda u odnosu na prethodni period.[60]

Iz dobijene jednakosti možemo zaključiti **Δ**M da smanjenje potraživanja monetarnih institucija od inostranih subjekata i povećanje obaveza prema ovim subjektima utiču na smanjenje novčane mase i obrnuto. Devizne rezerve zauzimaju najznačajnije mesto u potraživanjima monetarnih institucija od inostranih subjekata, dok inostrani zajmovi predstavljaju najznačajniju kategoriju obaveza prema pomenutim subjektima. Porast deviznih rezervi (predstavlja kreiranje novca), pri čemu se ovaj porast umanjuje za porast inostranih zajmova monetarnih institucija.

Relativno je jednostavan mehanizam putem koga se ovakvi efekti ostvaruju. **Porast deviznih rezervi** institucija monetarnog sistema znači kupovinu deviza od strane ovih institucija, pri čemu prodavci deviza (različiti ekonomski subjekti) dobijaju domaći novac, tj. povećavaju količinu novca kojom raspolažu. **Smanjenje deviznih rezervi** predstavlja obrnuti proces. Ukoliko dođe do promene iznosa deviznih rezervi monetarnih institucija usled povećanja ili smanjenja njihovog inostranog zaduženja, onda ovakvih efekata nema. Možemo zaključiti da smanjenje deviznih rezervi uzrokovano smanjenjem zaduženja institucija monetarnog sistema u inostranstvu, ne znači povlačenje, odnosno kreiranja novca.

Objašnjenje je neophodno dopuniti informacijom šta utiče na navedene promene u bilansu monetarnih institucija, u kojoj meri su ove promene zavisne od tih institucija, a u kojoj meri samo odražavaju kretanja koja zavise od odluka drugih subjekata. Praktično to znači povezivanje navedenih promena u bilansima monetarnih institucija sa transakcijama platnog bilansa i adekvatnu klasifikaciju svih transakcija.Platni bilans se može definisati kao zbir salda platnog bilansa (*PB*), neto inostrane obaveze nemonetarnih subjekata (*Z*) i uticaj deviznih transakcija monetarnog sistema sa inostranstvom (ΔIA-ΔIP), koji se izjednačava sa nulom, odnosno monetarni efekat platnog bilansa (ΔM_l) zavisi od iznosa salda platnog bilansa i od strukture inostranog zaduženja po sektorima. Matematički se može izraziti na sledeći način:

$$PB+\Delta Z+(\Delta IA-\Delta IP)=0$$

$$\Delta M_l=\Delta IA-\Delta IP=PB+\Delta Z$$

60 U okviru ove analize istovremeno se upotrebljavaju sledeći termini sa istim značenjem: devizne transakcije, transakcije platnog i deviznog bilansa, platni bilans i devizni bilans. Misli se na devizne transakcije sa inostranim rezidentima. Takođe, se zanemaruje razlika između platnog i depozitnog bilansa kao nevažna, i po pravilu se upotrebljava izraz platni bilans, kao opštiji i metodološki i praktično šire poznat.

Na osnovu dobijene jednakosti možemo zaključiti sledeće:

- Monetarni efekti deviznih transakcija na platni bilans, zavise od salda platnog bilansa i od promene neto obaveza domaćih nemonetarnih subjekata prema inostranim subjektima;
- Kreiranje novca je rezultat pozitivnog salda tekućih transakcija platnog bilansa (i obrnuto za povlačenje novca). Ovakvom efektu treba dodati iznos promene neto obaveza nemonetarnih subjekata prema inostranstvu, i obrnuto.

Isti saldo tekućih transakcija platnog bilansa može imati različite monetarne efekte, uključujući i suprotne efekte od normalnih. U domaćim uslovima, devizni kurs dinara značajno utiče na intenzitet monetarnih efekata deviznih transakcija.

REZIME POGLAVLJA:

Centralna banka ima monopol na novčanu emisiju i preko primarnog novca utiče na količinu novca u opticaju. Nekoliko je kanala kojima ona to čini: operacije na otvorenom tržištu, krediti bankama i devizne transakcije. Treba imati u vidu da postoje i autonomni tokovi emitovanja i povlačenja novca iz opticaja preko delovanja ekonomskih subjekata, kao što su krediti poslovnih banaka, nemonetarni depoziti i devizne transakcije.

KLJUČNE REČI:

primarni novac, kreditni centralne banke, operacije na otvorenom tržištu, devizne transakcije.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

3.1. Šta je primarni novac?

3.2. Koje su komponente primarnog novca?

3.3. Na kojim pretpostavkama ekonomisti baziraju teorije kreiranja i povlačenja primarnog novca?

3.4. Koji su kanali emisije primarnog novca?

3.5. Šta su operacije na otvorenom tržištu?

3.6. Kako centralna banka putem operacija na otvorenom tržištu reguliše količinu novca u opticaju?

3.7. Šta su devizne transakcije centralne banke sa inostranstvom?

3.8. Kakvi su efekti deviznih transakcija centralne banke sa inostranstvom?

3.9. Koji su razlozi kreditiranja poslovnih banaka od strane centralne banke?

3.10. Koji su efekti kreditiranja poslovnih banaka na primarni novac?

3.11. Kako prodaja HOV od strane CB utiče na primarni novac i novčanu masu?

3.12. Kako kupovina HOV od strane CB utiče na primarni novac i novčanu masu?

3.13. Kako odobravanje kredita bankama utiče na primarni novac i novčanu masu?
3.14. Kako prodaja deviza od strane CB utiče na primarni novac i novčanu masu?
3.15. Kako kupovina deviza od strane CB utiče na primarni novac i novčanu masu?
3.16. Kako bankarski krediti utiču na emisiju i povlačenje novčane mase?
3.17. Kako nemonetarni depoziti utiču na stvaranje i povlačenje novčane mase?
3.18. Kako devizne transakcije banaka utiču na kreiranje i povlačenje novčane mase?
3.19. Objasnite prirodu i strukturu kreiranja novca.
3.20. Navedite i objasnite polazišta teorije procesa formiranja novčane mase.
3.21. Navedite osnovne metode analize promena količine novca.
3.22. Navedite i objasnite pristupe u interpretaciji monetarnih agregata.
3.23. Objasnite pristup *M. Friedman*-a i *A. Schwartz*.
3.24. Objasnite pristup *R. Tiegan*-a.
3.25. Objasnite pristup *R. Cagan*-a.

ZADACI ZA VEŽBU:

3.1. Izračunaj brzinu novca u opticaju ako je obim novčanih transakcija 10 mil RSD, a potrebna količina novca u opticaju 20 mil RSD.
3.2. Izračunaj potrebnu količinu novca u opticaju ako je obim novčanih transakcija 2.000 mil RSD, a brzina novca u opticaju 10.
3.3. Izračunaj količinu novca u opticaju ukoliko gotovina iznosi 100 mil RSD, a bankarski depoziti 500 mil RSD.
3.4. Izračunaj količinu primarnog novca ukoliko je količina novca u opticaju 100 mil RSD, a monetarni multiplikator 5.
3.5. Izračunaj brzinu novca u opticaju ako je BNP 100 mlrd €, a potrebna količina novca u opticaju 25 mlrd €.
3.6. Izračunaj veličinu primarnog novca ukoliko je gotovina 1.000 mil RSD, a likvidne rezerve poslovnih banaka kod CB 700 mil RSD.

4 MONETARNO-KREDITNA MULTIPLIKACIJA

Kreiranje novca je zasnovano na umnožavanju (multiplikaciji) primarnog novca, kojim upravlja centralna banka. Umnožavanje novca se odvija u procesima prikupljanja depozita i plasiranja kredita u bankama. Koliko će ukupna ponuda novca biti veća od početnog primarnog novca zavisi od dve veličine: odnosa rezervi banaka prema njihovim depozitima i odnosa gotovine koju ekonomski subjekti žele da drže prema bankarskim depozitima.

CILJEVI UČENJA:

- Da znate koje su pretpostavke procesa monetarno-kreditne multiplikacije;
- Znate šta je i kako se izražava monetarni multiplikator;
- Saznate koji faktori utiču na monetarni multiplikator;
- Objasnite šta je kreditni multiplikator i od čega zavisi;
- Objasnite vezu između kreditnog potencijala banke i monetarnog multiplikatora;
- Znate da opišete odnos multiplikacije novca i monetarne politike.

UVOD

Centralna banka ima monopol dobijen od države na kreiranje novca. Ukupna masa novca u opticaju delom zavisi od onoga što centralna banka čini kroz proces kreiranja novca putem kreditiranja poslovnih banaka, kupoprodaja državnih hartija od vrednosti i putem deviznih transakcija. Ne treba smetnuti s uma da centralna banka može istim mehanizmima i povlačiti novac, ali uobičajeno je da novca treba sve više u prometu, jer se očekuje stalni rast bruto domaćeg proizvoda (BDP), tj. onoga što nacionalna privreda proizvede i ponudi u toku godine i zbog opšteg rasta cena tj. inflacije.

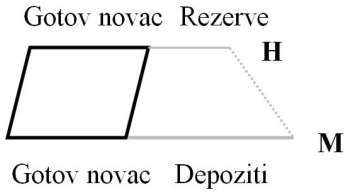
Drugim delom količina novca (monetarna masa) zavisi od aktivnosti banaka. One prikupljaju novac, kroz prikupljanje depozita i pozajmljujući sredstva, stvarajući svoj finansijski i kreditni potencijal. Najveći deo tog potencijala, nakon izdvajanja obavezne rezerve i rezervi likvidnosti, biva plasiran kroz kredite. Ovako plasirani novac se najvećim delom vraća bankama, kroz vraćanje kredita uvećanih za kamatu i kroz druge poslove banaka. Na taj način se od početnog primarnog novca kroz proces umnožavanja novca dolazi do ukupne ponude novca koja je daleko veća od početne.

OKVIR MONETARNO-KREDITNE MULTIPLIKACIJE

Kreiranje novca je zasnovano na umnožavanju (multiplikaciji) primarnog novca, kojim upravlja centralna banka. Umnožavanje novca se odvija u procesima prikupljanja depozita i plasiranja kredita u bankama. Koliko će ukupna ponuda novca biti veća od početnog primarnog novca zavisi od dve veličine: odnosa rezervi banaka prema njihovim depozitima i odnosa gotovine koju ekonomski subjekti žele da drže prema bankarskim depozitima. One određuju veličinu monetarnog multiplikatora, kojim se meri odnos primarnog i ukupnog novca u prometu.

$$\text{Novčana masa} = \text{Monetarni multiplikator} \times \text{Primarni novac}$$
$$M = m \times H$$

Krajem 2013. godine u Srbiji je novčani multiplikator iznosio 2,55 što znači da je 1 dinar primarnog novca stvarao 2 dinara i 55 para ukupne novčane mase. Primarni novac u iznosu od 641.708 miliona RSD (M0=H) je stvorio novčanu masu (M3) u iznosu od 1.641.804 miliona RSD.



Slika 4.1. Monetarni multiplikator

Izvor: Dornbush R., Fisher S., Macroeconomics, McGraw Hill, 1987, str. 373, na osnovu Labus M. isto, str. 165

Iz slike 4.1. se može zaključiti da na proces umnožavanja primarnog novca prvo utiče odnos rezervi banaka prema njihovim depozitima. Što je manji udeo rezervi u depozitima to će više novca biti u bankarskim kanalima tj. biće veća monetarna multiplikacija. Jedan deo rezervi banke izdvajaju po zakonu, što je **obavezna rezerva**, kao sredstva koja ban-

ke drže imobilisana na računima kod CB, bez mogućnosti da ih koriste za plasiranje na tržištu, i to predstavlja jedan od važnih instrumenta monetarne politike. Kada CB povisi obaveznu rezervu ona usporava kreiranje novca i obratno, smanjujući obaveznu rezervu ubrzava se opticaj i umnožavanje novca. Drugi deo rezervi se naziva **rezervama likvidnosti** i njih banke izdvajaju, kao minimalni deo u odnosu na ukupne depozite, kako bi mogle da uredno odgovore svim finansijskim obavezama, tj. da ne budu nelikvidne.

Drugo, monetarni multiplikator zavisi od odnosa gotovog novca prema depozitima banaka. Na ovaj odnos utiču brojni faktori, od poverenja u bankarski sistem, sklonosti sistema inflaciji, stepena elektronizacije plaćanja (bezgotovinski), sive ekonomije. U svakom slučaju, što više gotovine ekonomski subjekti (kompanije i stanovništvo) drže kod sebe u odnosu na depozite to je manja multiplikacija (umnožavanje) novca. Suprotno, što više novca se drži u vidu depozita kod banaka proces umnožavanja novca biće intenzivniji.

Monetarni multiplikator predstavlja odnos između količine novca (M) i primarnog novca (H, B ili M0), koji pokazuje broj jedinica količine novca na jedinicu primarnog novca. Matematički monetarni multiplikator se može iskazati kao zbir tri posebna multiplikatora: kreditnog, prelivanja novca u nemonetarne obaveze monetarnih institucija i deviznih transakcija monetarnih institucija.[61]

Boks 4.1. Umnožavanje novca

(*Cadmus*, Vol 1., Issue 6, *Jacobs J.*, maj 2013.)

Ideja multiplikacije novca zvuči gotovo religiozno. Ona podrazumeva sličnost sa odgovorom koji bi se mogao očekivati od sveštenika kada govori o poligamiji ili indijskog demografa kada govori o više dece kao nacionalnom blagu. Danas je svet prepun novca, gde cirkuliše preko 4,6 hiljada milijardi tražeći profit u špekulacijama na finansijskom tržištu ili 225 hiljada milijardi USD u globalnoj finansijskoj aktivi, sa nekadašnjih 12 hiljada milijardi u 1980. godini.

Istovremeno, zagovaranje daljeg kreiranja novca izaziva pomisao o uključivanju alarma, sumnju u zaveru i nastojanje investitora da spasu imovinu ulažući u zlato, zemlju i druge realne vrednosti. Ne iznenađuje da bogati protestuju protiv kreiranja novca zato što skoro da uživaju u monopolu koji bi mogao biti narušen. Gotovo svi ostali su takođe protiv kreiranja novca.

„Treba strahovati od moguće inflacije i prisetiti se šta se desilo u Vajmarskoj Republici", govori čovek koji je rođen 30 godina nakon te hiperinflacije u Nemačkoj, pošto je studirao monetarnu ekonomiju čitavog života. „Zlato je jedina vrednost", tvrdi njegova žena. Drugi govore: „To je još jedna zavera Vol strita da eksploatišu depozitare i povećaju poreze."

Iako živimo u svetu sa kapacitetom da proizvede sve vrste dobara da zadovolje potrebe svih ljudi mentalitet oskudice još uvek prekriva naše razumevanje i novca i ekonomije i kao zid stoji između ljudskog društva i opšteg prosperiteta.

61 Pomenuti cilj se ostvaruje izražavanjem svih varijabli monetarnog multiplikatora putem njihovog odnosa sa domaćim plasmanima monetarnih institucija (K). Osnova ovakvog razmišljanja je da su domaći plasmani monetarnih institucija osnovni instrument kreiranja monetarne politike. Šire o tome u: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 180.

Učesnici finansijskog tržišta, centralna banka, ostale monetarne institucije, nemonetarni ekonomski subjekti i inostranstvo, svojim ponašanjem koje je motivisano različitim razlozima, utiču na proces monetarne multiplikacije. Detaljnije posmatranje procesa umnožavanja novca otkriva veoma složen proces, koji uključuje složene transakcije brojnih učesnika savremenog finansijskog tržišta, te uključuje kontrolisane i autonomne veličine (varijable).

Banke su najznačajnije finansijske institucije, koje obavljaju širok spektar funkcija i usluga. Najznačajnije osnovne funkcije banaka su: kreatori novca, finansijski posrednici, glavni put za prenošenje efekata monetarne politike kroz privredni sistem. Banke su u većini zemalja glavni posrednici - institucije koje vrše mobilizaciju i alokaciju slobodnih novčanih sredstava. Banke prikupljaju slobodna novčana sredstva ekonomskih subjekata (u formi depozita, koji se nalaze u pasivi bilansa banke) i plasiraju ih drugim ekonomskim subjektima (u formi kredita, koja se nalazi u aktivi bilansa banke), čime služe kao izvor „rezervne likvidnosti" za druge ekonomske subjekte (uključujući i druge finansijske institucije).

U većini zemalja finansijski sistemi su bankocentrični, što znači da likvidnost bankarskog sektora ima bitan uticaj na funkcionisanje čitavog finansijskog sistema. Iz tog razloga, centralna banka je razvijajući instrumente monetarne politike, posebnu pažnju posvećivala instrumentima koji utiču na likvidnost banaka kroz mehanizam obaveznih rezervi.

Težnja ekonomskih subjekata da sve veći iznos raspoloživih novčanih sredstava deponuju u banke (depoziti po viđenju), su konačno prihvaćeni kao ekvivalent gotovom novcu. U savremenim uslovima poslovanja, banke predstavljaju okosnicu sistema platnog prometa.

Sistem banaka je takođe u stanju da kreira vlastitu pasivu kroz proces kreditne ekspanzije, s obzirom na to da može da utiče na povećanje ili smanjenje obima raspoloživog kredita, čime utiče na povećanje ili smanjenje raspoložive novčane mase. Ovo je rezultat ponude slobodnih likvidnih sredstava koja postoje u okviru celokupnog bankarskog sistema.

Ukupna sredstva, koja su banke prikupile kao depozite ili stvorile svojom kreditnom aktivnošću, predstavljaju finansijski potencijal banaka i osnova su za kreditnu aktivnost banaka. Ukupan finansijski potencijal banke ne može se koristiti za kreditiranje, odnosno mora se umanjiti za obavezne rezerve (koje banke drže na računima kod centralne banke) i rezerve likvidnosti. Kreditni potencijal je, dakle, jednak razlici finansijskog potencijala banke i zbira obavezne rezerve i rezerve likvidnosti. Struktura finansijskog potencijala banke se sastoji iz: kapitala banke, depozitnih sredstava banke, nedepozitnih izvora sredstava banke i kreditnog zaduženja. Investicioni potencijal predstavlja raspoloživi deo finansijskog potencijala za sve vrste plasmana koje banka ima. U praksi je investicioni potencijal banke maksimalni iznos plasmana pri kome likvidnost banke nije ugrožena.

MONETARNI MULTIPLIKATOR

Monetarni mulitiplikator (**m**), se obično izražava:

$$m = \frac{M}{B}$$

gde je

M - količina novca u opticaju - instrumenti plaćanja (u užem smislu, M1 – novčana masa), **B** - primarna emisija - ukupni plasmani CB umanjeni za iznos „ostalih obaveza" iz bilansa centralne banke.

Do odgovarajuće jednačine monetarnog multiplikatora ćemo doći korišćenjem:

- **Konsolidovanog bilansa monetarnih institucija** (centralne banke i poslovnih banaka), formulišući osnovne tokove formiranja novčane mase,
- **Identifikacijom neposrednih odrednica (determinanti)** i analizom njihovog dejstva na kretanje monetarnog multiplikatora.

Količinu novca **(M),** možemo definisati kao rezultat tri procesa:

- **K - kreiranje novca putem plasmana monetarnih institucija;**
- **N - prelivanje novca u nemonetarne depozite monetarnih institucija;**
- **F- kreiranje / povlačenje novca putem deviznih transakcija** (+ neto potraživanja monetarnih institucija od inostranstva ili – neto obaveze prema inostranstvu).

$$M = K - N + F$$

Slično ćemo definisati primarnu emisiju **(B),** kao zbir sredstava držalaca primarnog novca, centralne banke, banaka i nemonetarnih subjekata /domaćih i stranih.

$$B = R + G + MC + NC$$

gde je **R**- rezerve banaka kod centralne banke, **G** - gotov novac u opticaju, **MC** - depozitni potencijal ekonomskih subjekata kod CB, **NC** - nemonetarne obaveze kod CB.

Zamenom izraza M i B u početnoj jednačini dobija se izraz koji objašnjava procese monetarne multiplikacije:

$$m = \frac{K - N + F}{R + G + MC + NC}$$

Možemo zaključiti da jednačina uključuje transakcije (7) i subjekte (4) koji učestvuju u procesu umnožavanja novca. Brojilac jednačine monetarnog multiplikatora objašnjava proces kreiranja / povlačenja novčane mase, dok imenilac izražava ponašanje ekonomskih subjekata u pogledu držanja primarnog novca.

Monetarni multiplikator (***m***) se može drugačije iskazati kao **zbir tri posebna multiplikatora**: **kreditnog** (m_k), **prelivanja novca u nemonetarne obaveze monetarnih institucija** (m_n) i **deviznih transakcija monetarnih institucija** (m_f).

$$m = m_k - m_n + m_f$$

Uobičajeno je da monetarni multiplikator ima vrednost veću od jedinice i da ima pozitivan znak, ali može odstupati od ovoga:

- *Pozitivan znak i vrednost veća od jedan:*1) pozitivna vrednost - porast primarnog novca i porast primarne mase i 2) negativna vrednost - smanjenje primarnog novca, praćeno smanjenjem novčane mase;
- *Vrednost manja od jedan*: 1) relativno veće prelivanje novca u nemonetarne obaveze monetarnih institucija i malim efektom kreiranja novca putem deviznih transakcija monetarnih institucija i obrnuto i 2) povećani odliv primarnog novca van monetarnih institucija u slučaju kreiranja i manjim odlivom primarnog novca od strane centralne banke;
- *Negativna vrednost* monetarnog multiplikatora: 1) povlačenje primarnog novca, što je praćeno povećanjem količine novca i 2) kreiranje primarnog novca, što je praćeno smanjenjem količine novca.[62]

FAKTORI PROMENE MONETARNOG MULTIPLIKATORA

Učesnici finansijskog tržišta, CB, banke, nemonetarni domaći subjekti i inostranstvo, svojim ponašanjem koje je motivisano različitim razlozima, utiču na proces monetarne multiplikacije.

Monetarni multiplikator se takođe može izraziti kao funkcija ponašanja ekonomskih subjekata, koje su rezultat funkcije tražnje za gotovim novcem i depozitnim novcem nebankarskih privrednih subjekata, funkcije tražnje za ukupnim rezervama likvidnih sredstava poslovnih banaka i funkcija ponude ukupnih depozita svih nebankarskih subjekata kod banaka.[63]

$$m = \frac{d_m * l + g}{r_0 + r_1 + r_2 + g}$$

U jednačinu su uključena delovanja ekonomskih subjekata koja opredeljuju faktore monetarne multiplikacije:

- Ponašanje poslovnih banaka - r_1 (rezerve likvidnosti poslovnih banaka);
- Ponašanje nebankarskih subjekata - g (gotov novac) i d_m (odnos depozitnog novca i ukupnih depozita);
- Uticaj mera fiskalne politike na ponašanje nebankarskih subjekata l;
- Uticaj CB - r_0 (obavezna rezerva);
- Uticaj CB, a u manjoj meri uticaj monetarnog ponašanja banaka - r_2 (hibridni koeficijent).

Možemo zaključiti da **centralna banka** utiče na monetarni multiplikator i ukupni proces kreiranja novca, na sledeći način:

- Odlučivanjem o emisiji primarnog novca i strukturi instrumenata ove emisije;

62 Opširnije: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 182.
63 Opširnije: Živković, A., Kožetinac, G., isto, str. 183-186.

- Odlučivanjem o stopi obavezne rezerve monetarnih institucija kod centralne banke;
- Odlučivanjem o obaveznim depozitima monetarnih i nemonetarnih subjekata kod centralne banke;
- Deviznim transakcijama.

Boks 4.2. Hrvatska narodna banka (HNB) je u stvari obična menjačnica, koja bankama ne odobrava kredite
(Poslovni.hr, novembar 2012.)

„Mi glumimio monetarni suverenitet, a duboko smo zavisna zemlja u pitanju monetarne politike", kaže Ivan Lovrenović sa Ekonomskog fakulteta u Zagrebu.
Lovrenović je rekao da HNB treba uključiti u proces oporavka i emisiju novca puno više vezati za domaću ekonomiju. Treba smanjiti kamatne stope, ukinuti valutnu klauzulu, snažno se okrenuti drugim tržištima u svetu, a za sve to je potrebno znanje, hrabrost i brže promene loših vlasti, kazao je.
Lovrinović je to naveo ocenivši da su monetarni sistem Evro zone i Hrvatske nekompatibilni. Kazao je takođe da HNB stvara primarni novac isključivo na bazi deviza koje ima ili koje su joj ponuđene za kupovinu ili prodaju, te da naš monetarni sistem ne vodi računa o realnoj ekonomiji.

Uticaj **poslovnih banaka** na promene monetarnog multiplikatora se ogleda u:

- Korišćenju maksimalno mogućeg kreditnog potencijala;
- Držanjem primarnog novca na računima kod CB iznad iznosa koji odgovara stopi obavezne rezerve;
- Korišćenjem instrumenata emisije primarnog novca ispod okvira koji nudi centralna banka.

Domaći nemonetarni subjekti (stanovništvo i privreda) mogu uticati na monetarni multiplikator:

- Korišćenjem plasmana monetarnih institucija ispod okvira koji nude ove institucije;
- Držanjem gotovog novca u opticaju;
- Odlučivanjem o držanju novca u celini (tražnja novca) i odlučivanjem o prelivanju novca u nemonetarne finansijske oblike ili obrnuto.

Nosioci fiskalne politike utiču na visinu budžetskih sredstava države, koja se drže u obliku depozita kod CB.

KREDITNI MULTIPLIKATOR

Kreditni potencijal banke je maksimalni iznos plasmana banke u okvirima racionalne politike likvidnosti. Neto kreditni potencijal je maksimalni iznos plasmana u određenom momentu. Bruto kreditni potencijal je maksimalni iznos novih plasmana u određenom periodu.

Kreditni potencijal banaka zavisi od:

- Obima prikupljenih sredstava – određen je obimom štednje i finansijske štednje ekonomskih subjekata i mogućnošću njihovog plasmana;
- Ročne strukture i stabilnosti prikupljenih sredstava – određen uslovima deponovanja kod banke i poverenjem u bankarski sektor;
- Rezervi likvidnosti banke – određene (determinisane) su: 1) ročnom strukturom sredstava banke i stabilnošću ponašanja ulagača, 2) dodatnim izvorima likvidnih sredstava, za slučaj vanrednih potreba, 3) strukturom plasmana banke i mogućnošću njihovog brzog smanjenja u slučaju potrebe;
- Ročne strukture i naplativosti postojećih plasmana.

Možemo zaključiti da kreditni potencijal banaka zavisi od dve grupe faktora:

- priliva i odliva bankarskih sredstava i od kreditnog multiplikatora,
- od vremenskog rasporeda bankarskih sredstava i kreditnog multiplikatora.

Matematički ovo možemo formulisati:

$$K_j = \sum_{t=1}^{t=j} F_t * k_{j-t+1}$$

gde su:

K_j - kreditni potencijal u određenom periodu od j vremenskih jedinica; F_t - funkcija koja definiše iznos i vremenski raspored inicijalnog priliva ili odliva bankarskih sredstava u određenoj vremenskoj jedinici t; K_{j-t+1} - kreditni multiplikator u vremenskoj jedinici *j-t+1*, računajući do kraja vremenskog perioda *j*.

Kreditni multiplikator podrazumeva uključivanje stope zadržavanja kreditno aktivnih sredstava kod banke (banaka) i brzine multiplikacije (broj ciklusa multiplikacije u jednoj vremenskoj jedinici). Istovremeno dva su nivoa, aspekta posmatranja kreditne multiplikacije – mikro nivo (nivo banke) i makro (nivo nacionalnog bankarskog sistema).

Stopa zadržavanja sredstava kod banke predstavlja odnos između iznosa sredstava odobrenog kredita koja ostaju u okviru banke (mikro aspekt) ili u okviru sistema poslovnih banaka (makro aspekt) kao kreditno aktivna sredstva, s jedne strane, i iznosa odobrenog kredita, s druge strane. Kreditno aktivnim sredstvima se smatraju sredstva koja se zadržavaju na žiro računu banke kod centralne banke, umanjena za rezervu likvidnosti.

Stopa zadržavanja sredstava kod banke se može izraziti kao funkcija obavezne rezerve i rezerve likvidnosti banaka kod centralne banke i faktora koji utiču na zadržavanje sredstava. Matematički se to može izraziti na sledeći način:

$$z=/1-r//1-a-b-c/$$

gde je:

r- obavezna rezerva banaka kod centralne banke i likvidnosti, *a* – stopa prelivanja bankarskih sredstava sa računa banaka u korist gotovog novca, *b* – stopa prelivanja sredstava u korist centralne banke ili u korist drugih banaka, *c* - stopa prelivanja sredstava na račune koji se isključuju iz osnove odobravanja kredita.

Pod vremenom ciklusa kreditne multiplikacije podrazumevamo vremenski period između dve jednake uzastopne kreditne multiplikacije.

Kreditni multiplikator je, dakle, funkcija niza faktora: brzine multiplikacije, vremena trajanja procesa multiplikacije, stope obavezne rezerve i rezerve likvidnosti, stope prelivanja sredstava u gotov novac i u posebne depozite. Pri tome, samo je stopa obavezne rezerve kod CB poznata i delimično poznata stopa rezerve likvidnosti, dok su ostali faktori autonomne kategorije koje zavise od ponašanje ekonomskih subjekata.[64]

Pojam i priroda kreditnog multiplikatora su slični pojmu i prirodi monetarnog multiplikatora:

- **kreditni multiplikator izražava broj jedinica kredita na jedinicu primarnog novca**, dok monetarni multiplikator izražava broj jedinica novca u cirkulaciji na jedinicu primarnog novca;
- **Kreditni multiplikator predstavlja bitan deo monetarnog multiplikatora**, s obzirom na to da iznos plasmana monetarnih institucija predstavlja bitnu veličinu (varijablu) procesa kreiranja novca.

Jednačina kreditnog multiplikatora bi se mogla iskazati na sledeći način:

$$m_k = \frac{K}{B}, \qquad m_k = \frac{K}{R + G + MC + NC}.$$

Možemo zaključiti da je kreditni multiplikator deo monetarnog multiplikatora:

$$m = m_k - m_n + m_f .$$

m – monetarni multiplikator, m_k - kreditni multiplikator, m_n - multiplikator nemonetarnih prelivanja, m_f - multiplikator deviznih transakcija.

Ovom jednakošću je uprošćena uloga kreditnog multiplikatora u procesu monetarne multiplikacije.

Trebalo bi imati u vidu:

- Kreditni multiplikator i multiplikator nemonetarnih prelivanja novca odražavaju međusobne odnose ulaganja novca u nemonetarne instrumente monetarnih institucija i domaćih plasmana monetarnih institucija. Smanjena ulaganja nemonetarnih subjekata u nemonetarne instrumente monetarnih institucija znači smanjenje kreditnog potencijala ovih institucija.
- Proces monetarne multiplikacije se usložnjava uzimanjem u obzir deviznih transakcija. Naime, negativan neto iznos potraživanja monetarnih institucija ima efekat povećanja kreditnog potencijala monetarne institucije: pokazuje da je deo sredstava upotrebljen za smanjenje deviznih rezervi, tj. smanjenje inostranih potraživanja, ili za povećanje inostranih obaveza. Na taj način su povećani kreditni potencijal monetarne institucije, iznos domaćih plasmana monetarne institucije i kreditni multiplikator. Obrnuto deluje pozitivan iznos neto inostranih potraživanja monetarnih institucija.
- Povezanost tri multiplikatora (kreditnog, deviznih transakcija i nemonetarnih prelivanja) u procesu monetarne multiplikacije je evidentna, s obzirom na to da u odnosima domaćih plasmana monetarnih institucija i prelivanja novca u nemonetarne instrumente monetarnih institucija treba pretpostaviti: 1) uticaj ovih prelivanja na domaće plasmane monetarnih institucija, 2) uticaj domaćih plasmana monetarnih institucija

64 Opširnije: Ćirović M., *Monetarno-kreditni sistem*, Savremena administracija, Beograd, 1976., str. 177-185.

u nemonetarne instrumente monetarnih institucija: povećani domaći plasmani utiču na povećanje količine novca, što može uticati na povećano ulaganje novca od strane nemonetarnih subjekata u nemonetarne instrumente monetarnih institucija i obrnuto, u slučaju smanjenja plasmana domaćih monetarnih institucija.

Monetarni multiplikator odražava različite kombinacije kreditnog multiplikatora, multiplikatora nemonetarnog prelivanja i multiplikatora deviznih transakcija. Veličina kreditnog multiplikatora se ipak ne može neposredno dovoditi u vezu sa veličinom monetarnog multiplikatora. U slučaju numeričkih vrednosti kreditnog multiplikatora, važe iste primedbe kao i kod monetarnog multiplikatora. Može se pretpostaviti da će odstupanja (devijacije) kreditnog multiplikatora biti manje od jedan i retko ispod nule.

Boks 4.3. Da li su bankarski krediti važni?

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 566)

Već dugo vremena se vodi debata između nekih monetarista i kejnzijanaca o tome da li su bankarski krediti važni. Većina kejnzijanaca smatra da su bankarski krediti važni, zato što zajmoprimci u bankama često imaju nekoliko alternativnih izvora sredstava. Prema tome, ekspanzija ili kontrakcija novčane mase povezana sa kretanjem bankarskih kredita imaće snažnije uticaje na trošenje u poređenju sa kretanjem novčane mase zasnovano na bankarskim kupovinama ili prodajama HOV. Većina monetarista, međutim, tvrdi da je novac samo novac, bez obzira odakle dolazi. Prodavac hartije od vrednosti koji dobija novac verovatno će trošiti isto kao neko ko je upravo uzeo kredit od banke.

Empirijski dokaz ostavlja malo sumnje da su krediti banaka glavni izvor sredstava za mala i srednja preduzeća. To potvrđuje teorija o asimetričnim informacijama. Prema tome, skup novac koji ograničava banke da odobravaju kredite verovatno će istisnuti ove potrošače sa tržišta; oni ne mogu da se pojave na tržištu novca ili obveznica da bi mobilisali sredstva, kao što bi IBM-ovi širom sveta mogli. Velike firme mogu da odobre i odobravaju kredite manjim firmama, koji se zovu komercijalni krediti i time obezbeđuju indirektan pristup tržištima novca i obveznica. Pored toga, velike firme konkurišu malim firmama tako da, ako ove druge manje posluju, velike firme će to nadoknaditi. Prema tome, ostaje pitanje, da li su krediti banaka važni?

Odgovor: verovatno, bar na kratak rok. Velike firme ne mogu u potpunosti da zamene male firme bez dužeg vremenskog perioda za usklađivanje. Šta više, male firme, od komercijalnih kredita više vole bankarske kredite, jer su oni jeftiniji. Na taj način ekspanzija ili kontrakcija novčane mase u vezi sa kretanjem bankarskih kredita ima jači uticaj na potrošnju od monetarne ekspanzije ili kontrakcije zasnovane bankarskim kupovinama ili prodajama HOV.

Ostali faktori, pored monetarne politike, mogu da utiču na taj „kreditni kanal". Na primer, neki podaci ukazuju na to da su regulatori banaka možda preterano reagovali tokom recesije od 1990. do 1992. godine, bojeći se da će se u bankarskoj industriji ponoviti debakl industrije štednje i kredita iz 1980-ih godina. Preterana kontrola banaka koju obavljaju regulatori mogla je da dovede do nestašice bankarskih kredita, podstičući ih da smanjuju kredite malim i srednjim kompanijama. Mada su za vreme recesije, koja je počela 2001. godine, pooštreni standardi kod bankarskog kreditiranja, nije bilo podataka o tome da je došlo do značajnije nestašice kredita.

MIKROMULTIPLIKACIJA

Ulogu banaka kao subjekata kreiranja novca objasnićemo na jednostavnom primeru. Orange banka je prikupila 1 milijardu dinara novih depozita. Ova promena će se evidentirati u bilansu banke kao 1milijarda dinara depozita u pasivi banke, a na strani aktive kao 800 miliona dinara rezervi likvidnosti i obavezna rezerva od 200 miliona, jer je CB propisala obaveznu rezervu na 20%. Dakle, Orange banka ima na raspolaganju 800 miliona dinara za plasiranje.[65]

1. Orange banka -T račun početno stanje

Aktiva mil RSD	Pasiva mil RSD
Rezerve likvidnosti 800	Transakcioni depoziti 1.000
Obavezna rezerva 200	

Lekaru Marku Markoviću je neophodno 800 miliona dinara da bi završio građevinske radove oko svoje privatne klinike, pri čemu ispunjava uslove za odobrenje kredita i za to podnosi kreditni zahtev. Orange banka proverava dokumentaciju, utvrđuje kreditnu sposobnost klijenta, donosi odluku o odobravanju kredita i ugovor o kreditu se potpisuje. Kredit se realizuje, a sredstva se odobravaju na njegov račun kod Banke.

U ovoj fazi aktiva bilansa je povećana i iznosi 1.800 miliona:

800 mil rezerve likvidnosti +

200 miliona obavezna rezerva +

800 miliona novoodbrenog kredita.

U pasivi bilansa banke se nalazi 1,8 milijardi dinara:

transakcioni depoziti 1.000 miliona +

800 miliona dinara depozit klijenta Marka Markovića.

Znači, posle ovih promena, 800 miliona dinara predstavlja iznos novca koji je u međuvremenu kreiran.

2. Orange banka -T račun nakon odobrenja kredita

Aktiva mil RSD	Pasiva mil RSD
Rezerve likvidnosti 800	Transakcioni depoziti 1.000
Obavezna rezerva 200	Depozit klijenta M.M. 800
Krediti 800	

65 Naš primer je uprošćen, s obzirom na to da u praksi poslovnoj banci stoji mogućnost kupovine različitih hartija od vrednosti ili oročavanje kod drugih poslovnih banaka ili realizacija različitih finansijskih derivata (što nije predmet naše analize).

Lekar će kredit iskoristiti za nabavku građevinskog materijala, medicinske opreme i nameštaja. Nalogom za prenos transferisaće 800 miliona dinara na račune različitih dobavljača, što će njegov depozit kod Orange banke svesti na nulu, što će se odraziti na smanjenje depozita i rezervi. Aktiva bilansa Orange banke nakon ovih promena iznosi 1 milijardu: 200 mil obavezne rezerve + 800 mil kredita. Pasiva iznosi 1 milijardu: Trasakcioni depoziti 1.000 mil. Znači, Orange banka mora da prikupi (kreira) dodatne depozite (koji su jednaki iznosu njenih slobodnih novčanih sredstava) kako bi mogla da plasira nove kredite.

3. Orange banka -T račun nakon transfera

Aktiva mil RSD	Pasiva mil RSD
Obavezna rezerva 200	Transakcioni depoziti 1.000
Krediti 800	

Ovim proces nije završen, s obzirom na to da će dobavljači Marka Markovića raspolagati dobijenim novčanim sredstvima i odlučiti da ih polože na račune kod svojih poslovnih banaka (npr. Apple, Plum, Lemon itd.). Njihove poslovne banke dalje vrše plasman sredstava svojim klijentima.

Možemo zaključiti da je svaka banka sposobna da poveća svoju kamatonosnu aktivu (odobreni krediti) slobodnim rezervama likvidnosti, koje su nastale na osnovu priliva (povećanja) depozita u pasivi. Korišćenjem novčanih sredstava od strane konkretnog ekonomskog subjekta, koja predstavljaju pozajmljena sredstava kod jedne banke, dovodi do priliva depozita kod druge banke. Ono što se dešava u sukcesivnim fazama jeste da dolazi do porasta depozita i do promene strukture ukupnih rezervi likvidnosti u bankarskom sistemu – obavezne rezerve se povećavaju, a slobodne rezerve likvidnosti se smanjuju. Kako depoziti cirkulišu od banke do banke, promena depozita kod pojedinačne banke može biti predstavljena kao promena obaveznih rezervi (20% od priliva depozita), plus promena u slobodnim rezervama likvidnosti (80% od priliva depozita). Promena kredita i kreiranih depozita od strane banke jednaka je 80% priliva svežih novčanih sredstava.

U našem primeru 1milijarda dinara porasta depozita kod Orange banke rezultirala je sa 800 miliona porasta depozita kod druge poslovne banke (Apple banke), odnosno sa 640 miliona porasta depozita kod treće poslovne banke (Lemon banke), itd. Sabiranjem promena u bilansima pojedinačnih banaka, porast ukupnih depozita u bankarskom sistemu je u svakoj fazi 80% novokreiranih depozita u prethodnoj fazi. Novi depoziti koji bi se kreirali u sledećim fazama postepeno bi se približavali nuli.

MAKROMULTPLIKACIJA

Kao što se dešava na nivou pojedinačne banke novčana multiplikacija, umnožavanje se dešava i na nivou nacionalnog bankarskog sistema, sa velikim novčanim efektima na rast novčane mase u odnosu na inicijalni rast primarnog novca od strane centralne banke.

I Faza makromultplikacije

Ako bi banka držala 100% gotovinske rezerve ne bi bilo multiplikacije, ne bi mogla da stvori dodatni novac iz novog depozita. Ulagač bi dao 1.000 RSD u novčanicama za 1.000RSD na čekovnom računu.

1. A banka -T račun početno stanje

Aktiva RSD	Pasiva RSD
Rezerve 1.000	Depoziti 1.000
Ukupno 1.000	Ukupno 1.000

Ako zakon zahteva 20% rezerve, banka ostatak može da plasira:

2. A banka -T račun nakon plasmana

Aktiva RSD	Pasiva RSD
Rezerve 200 Krediti 800	Depoziti 1.000
Ukupno 1.000	Ukupno 1.000

II Faza makromultiplikacije

Prodavci HOV, obveznica, odnosno zajmoprimci će položiti novac u drugu banku ili će platiti nekom drugom koji će novac položiti na depozit. A banka je izgubila 800RSD u korist neke druge banke. Za B banku tih 800RSD predstavlja izvorni depozit - 800RSD gotovine koja ne daje prihod. Zakonske rezerve su 160RSD, ostatak - 640RSD može da iskoristi, kao i A banka za zajmove i investicije.

1. B banka -T račun početno stanje

AktivaRSD	Pasiva RSD
Rezerve 800	Depoziti 800

2. B banka -T račun nakon plasmana

Aktiva RSD	PasivaRSD
Rezerve 160 Krediti 640	Depoziti 800
Ukupno 1.000	Ukupno 800

Prvobitnih 1.000RSD koji su stavljeni u bankarski sistem stvorili su 1.000RSD depozita I generacije i 800RSD depozita II generacije. Dakle, ukupan iznos novca u opticaju se povećao!

III Faza makromultiplikacije

U ovoj fazi 640RSD odlazi bankama III generacije, C banci kojoj se povećavaju njeni depoziti.

1. C banka -T račun početno stanje

Aktiva RSD	Pasiva RSD
Rezerve 640	Depoziti 640
Ukupno 640	Ukupno 640

Pošto su obavezne rezerve 20% = 128RSD, ostatak od 512RSD je višak rezervi koji C banka može utrošitin na zajmove i investicije.

2. C banka -T račun nakon plasmana

Aktiva RSD	Pasiva RSD
Rezerve 128 Krediti 512	Depoziti 640
Ukupno 640	Ukupno 640

Nakon treće faze i C banke i njenih plasmana ukupan iznos depozita je 1.000RSD (A Banka) + 800RSD (B Banka) + 640RSD (C Banka) = 2.440RSD.

IV faza makromultiplikacije

IV generacija banaka (D Banka) će dobiti depozite od 512RSD, V (E Banka) od 409.6RSD, tako da kroz proces multiplikacije bankarski sistem na kraju stvara ukupne depozite koji su petostruko (5 puta) veći od inicijalnog.

Položaj banke	Novi depoziti	Novi krediti	Rezerve
Izvorna banka	1.000	800	200
II generacija	800	640	160
III generacija	640	512	128
IV generacija	512	409,6	102,4
V generacija	409,6	327,7	81,9
VI generacija	327,7	262,1	65,5
VII generacija	262,1	209,	52,4
VIII generacija	209,7	167,8	42
IX generacija	167,8	134,2	33,5
X generacija	134,2	107,4	26,9
……..	.....	.....	.....
UKUPNO	**5.000**	**4.000**	**1.000**

Tabela 4.1. Sumarni pregled makromultplikacije

MULTIPLIKACIJA NOVCA I MONETARNA POLITIKA

U procesu multiplikacije i kreiranja novca važna je uloga centralne banke koja nastoji da efikasno kontroliše ove procese. Monetarni multiplikator povezuje monetarnu bazu (b, M0) sa novčanom masom (M) i pokazuje se u visokom stepenu kao endogena veličina (varijabla). Njenim neposrednim faktorima (determinantama) se ne može lako i brzo upravljati korišćenjem odgovarajućih instrumenata monetarnog regulisanja. Nosiocima monetarne politike (CB) za uspešno regulisanje količine novca u opticaju preostaje kontrola monetarne baze. Neto promene u obimu primarnog novca su u granicama koje su pod kontrolom CB.

Boks 4.4. Novčana multiplikacija

(*The Big Picture*, Mauldin J., februar 2010)

Ekonomija SAD je rasla u četvrtom kvartalu 5,9%, najviše proteklih nekoliko godina. Monetarna baza je eksplodirala. Rezerve banaka istovremeno su prekomerne dotičući tavanicu. FED nastoji da upumpavanjem novih količina novca u sistem natera banke da počnu da pozajmljuju. Normalna reakcija banaka bi bila da povećaju kreditiranje, ali bi posledice bile inflatorne, terajući FED da zakoči štampanje novca. Najavljujući labavljenje monetarne politike ove nedelje Ben Bernake, šef FED-a, je uveravao kongresmene da će kamatne stope zadugo ostati veoma niske. Mnogi su se zapitali kako to neće izazvati inflaciju?

Ove nedelje smo bili svedoci nekih ključnih tokova u ponudi novca i ekonomiji uopšte. Ako to shvatimo nećemo pogrešno usmeravati ljude da se povlače iz investiranja. Ako pogledamo kretanje monetarne baze (primarnog novca M0), a to je monetarni agregat koji FED kontroliše, videćemo da je eksplodirao sredinom 2008. godine kada je FED krenuo sa labavljemenjem monetare politike i snižavanjem kamatnih stopa. Oni su očajničku pokušavali da ožive kreditnu aktivnost koja je bila zamrznuta. To bi pod uobičajenim uslovima uzrokovalo da monetarni agregat M1 (novačana masa) raste. Novčana masa merena agergatom M2, šire shvaćena novčana masa, je povećana 2009. da bi nakon toga došlo do snižavanja. Uobičajeno je da rast primarnog novca preko monetarne multiplikacije izaziva rast novčane mase. Međutim, umesto da povećaju kreditnu aktivnost banke su radije povećale svoje rezerve, što je dovelo do negativnog monetarnog multiplikatora.

Sa gledišta monetarne politike (odnosno monetarne kontrole), ukupne promene primarnog novca se mogu klasifikovati u dve grupe:

- **Egzogene ili diskrecione promene** (ΔB_1) su direktno determinisane odlukama monetarnih vlasti - diskrecionim merama monetarne politike centralne banke;
- **Endogene ili nediskrecione promene** (ΔB_2) su određene odlukama nebankarskih privrednih sektora i sektora banaka, pri datim okvirima i uslovima pod kojima CB nastoji da proizvede promene u količini primarnog novca.

Matematički promene primarnog novca (ΔB) možemo izraziti sledećom jednakošću:

$$\Delta B_1 + \Delta B_2 = \Delta B$$

U skladu sa tim, faktore promene primarnog novca možemo kompromisno klasifikovati na varijable politike i endogene varijable. Ni jedan faktor kreiranja primarnog novca nije moguće usvojiti kao čist, bilo u jednom ili drugom smislu, već sa stanovišta pretežnosti. Krediti centralne banke odobreni poslovnim banakama se pojavljuju kao varijabla politike, dok su ostali faktori kreiranja (povlačenja) primarnog novca pretežno autonomnog karaktera.

Potrebni uslovi za efikasan uticaj mehanizma kreiranja primarnog novca na količinu novca u opticaju se stvaraju samo u situaciji kada centralna banka raspolaže s dovoljno širokim i elastičnim instrumentima za regulisanje obima primarnog novca. Istovremeno, ako promene količine novca u opticaju utiču u određenom stepenu na kretanje proizvodnje, cena, zaposlenosti, izvoza i uvoza, onda ove promene (smer i veličina) zaslužuju da budu pažljivo praćene i kontrolisane.

Možemo razlikovati tri tipa monetrane politika mereno uticajem na količinu novca u opticaju**:** neutralnu, prekomernu (ekspanzivnu) i nedovoljnu (restriktivnu).

- **Neutralna monetarna politika** je ona koja izaziva rast novčane mase dugoročno, pri čemu inflacija - prosečan nivo cena ostaje nepromenjen (ili približno nepromenjen), a privreda funkcioniše na nivou maksimalno moguće proizvodnje;
- **Restriktivna je monetarna politika** koja izaziva nedovoljna dugoročno rast novčane mase, koji utiče na deflaciju (obaranje opšteg nivoa cena) i proizvodnju ispod maksimalne;
- **Ekspanzivna monetarna politika** izaziva dugoročni rast novčane mase, pri čemu dolazi do opšteg rasta cena.

Na dugi rok oscilacije novčane mase su funkcija promene primarnog novca, što znači da će monetarne vlasti morati kontrolisati primarnu emisiju na efikasan način koji će omogućiti formiranje neutralnih trend oscilacija u kretanju novčane mase u vrlo kratkim vremenskim periodima. Proces kreiranja i regulisanja obima primarnog novca podrazumeva određeni stepen elastičnosti, zbog: 1) uticaja sezonskih faktora na kretanja novčane mase u intervalima kraćim od godinu dana i 2) drugih (neočekivanih) promena monetarnog multiplikatora.

Centralna banka koristi promene u obimu primarnog novca kao jedinu instrumentalnu varijablu, sa ciljem da izazove ciljane promene novčane mase. Pretpostavka je da je ponašanje monetarnog multiplikatora poznato ili očekivano. Međutim, može se desiti da se ponašanje monetarnog multiplikatora realizuje na drugačiji način. Ukoliko su promene monetarnog multiplikatora vrlo male, neregularne i kratke po svom trajanju, onda se mogu zanemariti. Ukoliko se desi suprotno, centralna banka mora da reaguje kompenzatornim prilagođavanjem primarnog novca. Možemo zaključiti da se svi uticaji na monetarni multiplikator manifestuju preko promena u njegovim neposrednim determinantama. Iz tog razloga je bitno identifikovati faktore koji prouzrokuju promene u parametrima monetarnog multiplikatora, protumačiti prirodu ovih faktora i na osnovu toga izvršiti neophodne promene u kretanju primarnog novca.

REZIME POGLAVLJA:

Centralna banka instrumentima monetarne politike neposredno utiče na primarni novac i tek posredno na količinu novca u opticaju. Odnos između primarnog novca i količine novca u opticaju meri se monetarnim multiplikatorom, koji govori o složenom procesu umnožavanja novca koji kreira centralna banka. Koliki će ovaj odnos biti tj. koliko će se novčana baza povećati zavisi od ponašanja banaka, stanovništva i kompanijia i sektora inostranstva. Na ovaj proces umnožavanja novca naročito utiču banke kroz proces kreditiranja, doprinoseći kreiranju novca. Centralna banka polazeći od situacije u privredi opredeljuje monetarnu politiku kao neutralnu, ekspanzivnu ili restriktivnu.

KLJUČNE REČI:

primarna emisija, umnožavanje novca, multiplikacija, monetarni multiplikator, kreditna multiplikacija.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

4.1. Koje su pretpostavke procesa monetarno-kreditne multiplikacije?

4.2. Kako se najjednostavnije matematički izražava monetarni multiplikator?

4.3. Kako se matematički izražava monetarni multiplikator metodom koja polazi od konsolidovanog bilansa monetarnih institucija (centralne banke i poslovnih banaka)?

4.4. Kako se izražava monetarni multiplikator metodom koja identifikuje neposredne determinante ukupnog monetarnog multiplikatora?

4.5. Koji faktori uslovljavaju promene monetarnog multiplikatora i na koji način?

4.6. Šta je kreditni potencijal banke?

4.7. Šta je kreditni multiplikator ?

4.8. Koji su faktori kreditnog multiplikatora?

4.9. Da li banka može kreirati novac?

4.10. Da li banka može plasirati čitav finansijski potencijal?

4.11. Šta je kreditni potencijal banke?

4.12. Da li se kreditna mulitplikacija odvija na makro nivou?

4.13. Kako se definiše neutralna monetarna politika?

4.14. Kako neutralna monetarna politika utiče na količinu novca u opticaju?

4.15. Kako neutralna monetarna politika utiče na inflaciju?

4.16. Kako neutralna monetarna politika utiče na proizvodnju?

4.17. Šta je ekspanzivna monetarna politika?

4.18. Kako ekspanzivna monetarna politika utiče na inflaciju?

4.19. Kako restriktivna monetarna politika utiče na inflaciju?

4.20. Šta je restriktivna monetarna politika?

4.21. Kako kreditni potencijal banke utiče na monetarni multiplikator?

4.22. Objasnite na primeru ulogu banke kao subjekta kreiranja novca.

4.23. Objasnite odnos multiplikacije novca i monetarne politike.

ZADATAK ZA VEŽBU:

4.1. Izračunajte vrednost monetarnog multiplikatora (primenom najprostije formule), ukoliko je količine novca u opticaju 1 milijarda dinara, a vrednost primarne emisije 0,5 milijardi dinara.

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

5 MONETARNA RAVNOTEŽA

Monetarna ravnoteža znači jednakost postojeće količine novca (novčane mase) i tražnje novca, čime monetarni faktori deluju neutralno na realne privredne tokove. U slučaju odstupanja količine novca od tražnje novca nastaju procesi koji izjednačavaju ove dve kategorije: 1) procesi približavanja postojeće količine novca tražnji – procesi kreiranja novca, i 2) procesi približavanja tražnje novca postojećoj količini novca.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje šta je tražnja novca;
- Znate faktore tražnje novca;
- Znate šta su finansijski i monetarni procesi;
- Objasnite pojam monetarne ravnoteže;
- Znate šta je inflacija;
- Opišete transmisioni mehanizam inflacije;
- Znate šta je hiperinflacija;
- Objasnite šta je indeksacija;.
- Znate koji su efekti inflacije na platni bilans i devizni kurs.

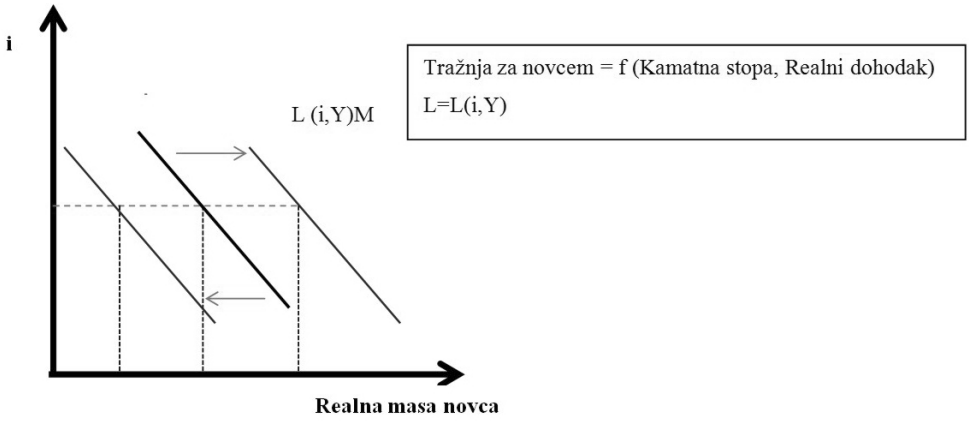
UVOD

Ponuda novca u nacionalnoj privredi opredeljena je ponašanjem centralne banke, koja različitim instrumentima kreira primarni novac, ponašanjem poslovnih banaka, koje takođe mogu kreirati i umnožiti novac, ponašanjem kompanija i stanovništva i ekonomskih odnosa sa inostranstvom. Tražnja za novcem, na drugoj strani, zavisi od veličine domaćeg bruto proizvoda, jer nam novac upravo treba za promet roba i usluga, kao i kamatne stope kao cene novca, koja opredeljuje da li će ekonomski subjekti radije držati novac ili neki drugi (finansijski) oblik imovine. U sučeljavanju ponude i tražnje novca uspostavlja se ravnoteža na novčanom tržištu.

Dakle, tržište novca je veoma važno i specifično tržište, gde se ravnoteža uspostavlja u složenim procesima između CB, banaka, kompanija, stanovništva i inostranstva. Narušavanje ravnoteže na novčanom tržištu dovodi do poremećaja i utiče na finansijsku i realnu sferu. Najdrastičniji primer negativnog delovanja na realnu ekonomiju su epizode hiperinflacije, koju je ne tako davno iskusila i Srbija.

TRAŽNJA NOVCA

Ukoliko se na tržištu pojavi veća količina roba i usluga po stalnim cenama ili ista količina roba i usluga počne da se prodaje po višim cenama, kao i kada se dešava da istovremeno dolazi do porasta količina roba i usluga koje se prodaju i njihovih cena, u svim ovim slučajevima neophodna je veća količina novca za promet ovih roba i usluga. Drugim rečima, postoji povećana tražnja za novcem. Slično je i kod povećanog dohotka ekonomskih subjekata, fizičkih lica i povećanja prihoda kompanija. U oba slučaja povećana je tražnja za novcem ekonomskih subjekata. Ukoliko je reč o čitavoj nacionalnoj privredi u slučaju porasta svih proizvedenih i ponuđenih roba i usluga tj. u slučaju porasta realnog bruto domaćeg proizvoda ili u slučaju opšteg rasta cena tj. u slučaju nominalnog rasta bruto domaćeg proizvoda, biće povećana tražnja za novcem. Povezanost rasta dohotka i rasta tražnje za novcem nesumnjiva je, ali je otvoreno pitanje dohodne elastičnosti tražnje za novcem. Drugim rečima, koliki je rast tražnje za novcem za jedinični porast dohotka. Empirijski pokazatelji govore da je dohodna elastičnost tražnje za novcem manja od jedinice tj. da ukoliko dohodak poraste za jedan procentni poen, rast tražnje za novcem biće manji od jedan procenat. Poznavanje dohodne elastičnosti tražnje za novcem u nacionalnoj privredi veoma je važan podatak za centralnu banku i njeno doziranje količine novca u opticaju[66].



Slika 5.1. Tražnja za novcem

66 Labus M. *Ekonomija*, Jugoslovenska knjiga, str. 165,166

Opadajuća kriva tražnje za novcem L(i,Y) (Slika 5.1.), gde su L – tražnja za novcem, i – kamatna stopa i Y – bruto domaći proizvod (BDP) je kriva tražnje za novčanom masom. Ukoliko je kamatna stopa (i) viša manje se traži novca i obratno, niža kamatna stopa izaziva porast tražnje za novcem, pod pretpostavkom stalnog dohotka, koji se meri bruto domaćim proizvodom (Y). Ukoliko dođe do rasta dohotka, odnosno bruto domaćeg proizvoda, BDP(Y), to se kriva tražnje za novcem pomera udesno, što znači da se sa porastom dohotka povećava tražnja za novcem i obratno, kada opada dohodak to izaziva manju tražnju za novcem.

Tražnja novca je želja (odluka) ekonomskih subjekata da drže određenu količinu novca. Tražnja novca spada u istu kategoriju kao i tražnja drugih finansijskih oblika.[67] Treba imati u vidu da su ekonomska dobra, dohodak i imovina privrednih subjekata ograničeni. Iz tog razloga se privredni subjekti opredeljuju na koji najkorisniji način da upotrebe dohodak, u smislu obima i strukture imovine. Ukoliko se odluče da određeni deo drže u obliku novca, prethodno moraju definisati da li će to održavati manjim ili većim korišćenjem tekućeg dohotka.Razlika između tražnje novca i tražnje finansijskih sredstava za polaganje ili neke druge svrhe je u tome, što se kod prve radi o odluci da se drži određeni iznos novca, dok se kod druge teži dobijanju novca (npr. kredit) koji će se odmah iskoristiti za plaćanja.

Može se uočiti da tražnja novca predstavlja deo šireg procesa odlučivanja privrednih subjekata:

- O upotrebi dohotka za potrošnju ili štednju;
- O upotrebi štednje za realne investicije ili za finansijska ulaganja;
- O strukturi finansijskih ulaganja u novac ili u nemonetarne finansijske instrumente.

Tražnja novca ima monetarni i finansijski aspekt:

- Monetarni - određuje koliko treba da se poveća novčana masa;
- Finansijski - podrazumeva finansijsko prenošenje sredstava između pojedinih ekonomskih subjekata.

Kretanje novca praktično je teško statistički utvrditi, ali je moguće obezbediti približnu ocenu kretanja tražnje novca na osnovu određenih indikatora. Determinante tražnje novca za transakcione svrhe su: [68]

- Obim novčanih transakcija ili vrednost domaćeg bruto proizvoda, BDP (Y), kao izraz obima novčanih transakcija (vrednost ili trend);
- Ukoliko pretpostavimo određeni obim novčanih transakcija sledeći faktori određuju tražnju novca:
  1) međusobni odnosi novčanih primanja i izdavanja pojedinaca;
  2) stepen neizvesnosti u predviđanju vremenskog rasporeda plaćanja i primanja;
  3) raspored novčanih primanja i izdavanja po sektorima;
  4) razvijenost finansijske strukture;

67 Opširnije: Dimitrijević, D., *Monetarna analiza*, Niš, 1981.

68 Trebalo bi imati u vidu da determinante tražnje novca zavise od definicije novca, odnosno koji se finansijski instrumenti u određenoj privredi smatraju novcem.

5) broj učesnika u novčanim transakcijama;
6) sistem plaćanja;
7) troškovi držanja novca;
8) neekonomski, frikcioni faktori.

Monetarni procesi obuhvataju procese kreiranje novca i usklađivanje količine novca i tražnje novca ako dođe do njihove nejednakosti. **Monetarna ravnoteža** je jednakost postojeće količine novca (novčane mase, ponude novca) i tražnje novca, kada monetarni faktori deluju neutralno na realne privredne tokove. U slučaju odstupanja količine novca od tražnje novca nastaju procesi koji postupno ponovo vode ravnoteži: 1) procesi približavanja postojeće količine novca tražnji - procesi kreiranja novca i 2) procesi približavanja tražnje novca postojećoj količini novca.

Monetarni procesi se mogu posmatrati sa:

- Mikro nivoa, nivoa pojedinačnih ekonomskih subjekata (kompanija i stanovništva) i u tom slučaju predstavljaju deo finansijskog posredovanja;
- Makro nivoa, nivoa nacionalne privrede, kada se mogu posmatrati odvojeno od procesa finansijskog posredovanja.

U praksi količina novca najčešće nije jednaka tražnji novca ni na mikro ni na makro nivou.

MONETARNA RAVNOTEŽA

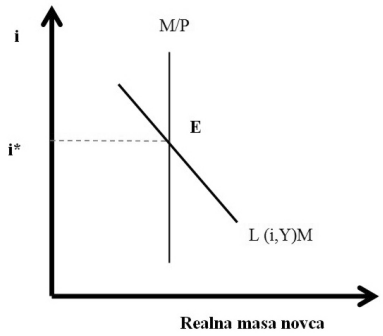
Monetarna ravnoteža, prema pretpostavkama monetarne teorije, znači jednakost postojeće količine novca (novčane mase, ponude novca) i tražnje novca, pri čemu monetarni faktori deluju neutralno na realne privredne tokove. Novac tada ne deluje niti u pravcu usporavanja niti u pravcu ubrzavanja privredne aktivnosti.[69]

U slučaju odstupanja količine novca od tražnje novca nastaju procesi koji postupno izjednačavaju ove dve kategorije:

- **Procesi približavanja postojeće količine novca tražnji** - procesi kreiranja novca, su pod kontrolom CB i njihovo adekvatno regulisanje je problem efikasnosti monetarnog planiranja i ostvarenja postavljenih ciljeva monetarne politike;
- **Procesi približavanja tražnje novca postojećoj količini novca** – predstavljaju reakciju ekonomskih subjekata na postojanje veće ili manje količine novca od one koju bi želeli da drže. Privredna kretanja su rezultat aktivnosti mnoštva privrednih subjekata koji teže da se usklade sa onom količinom novca koja je stvarno prisutna u ekonomskom sistemu.

69 Ravnoteža na robnom i novčanom tržištu je u skladu sa ISLM analizom postignuta kada je I=S i M=L odnosno IS=LM.

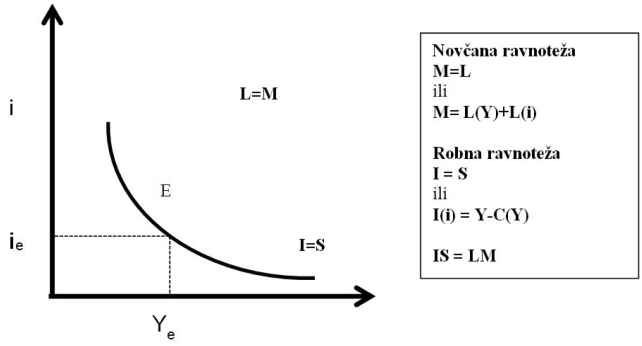
Ponuda realnog novca M/P je prikazana vertikalnom pravom (Slika 5.2), pošto na nju ne utiče kamatna stopa (i). Tražnja za realnom količinom novca L(i, Y) raste sa padom kamatne stope. Ravnotežna kamatna stopa i* se formira na preseku kriva ponude i tražnje novca. Ukoliko bi CB povećavala masu primarnog novca (B, M0) a preko nje masu realnog novca u opticaju, to bi uticalo na pomeranje vertikalne prave koja predstavlja ponudu novca M/P udesno, što bi izazvalo pad kamatne stope. Drugim rečima, rast ponude realnog novca utiče na pad kamatne stope.



Slika 5.2. Ravnoteža na tržištu novca

Tokom procesa uspostavljanja poremećene monetarne ravnoteže se ostvaruje uticaj novčane mase na realna privredna kretanja. U obliku pozitivne ili negativne dodatne tražnje, se pojavljuje neravnotežna količina novca na tržištu roba i usluga, kao i finansijskom tržištu. U slučaju viška novca iznad tražnje novca, ekonomski subjekti će pokušati da se oslobode viška novca povećanom kupovinom robe i usluga ili ulaganjem viška novca u nemonetarne finansijske instrumente. Pri tome, dolazi do brojnih posledica:

- Povećanje kamatnih stopa, kao posledica povećane tražnje finansijskih instrumenata na finansijskom tržištu, što može imati dodatne efekte: valorizacioni efekat, dohodovni efekat, efekat na cenu kapitala i efekat supstitucije imovinskih oblika;
- Povećanje tražnje roba i usluga, kao rezultat povećanja kreditnog potencijala banaka i povećanja ponude kredita;
- Pojačava monetarnu neravnotežu i njene efekte, kao rezultat ulaganja viška novca u sekundarne monetarne oblike.



Slika 5.3. Novčana ravnoteža u IS - LM modelu

U novčanoj ravnoteži izraženoj IS-LM modelom (Slika 5.3.) elementi su: M - ponuda novca, Y - bruto domaći proizvod, dohodak, I - investicije (*Investments*), S - štednja (*Savings*), i - kamatna stopa (*Interest rate*), C - potrošnja (*Consumption*).

Efekti monetarne neravnoteže na finansijske procese u velikoj meri zavise od vremenskog perioda posmatranja. U kraćem periodu efekti monetarne neravnoteže mogu apsorbovati višak novca u poređenju sa dužim vremenskim posmatranjem.

Povećanje tražnje robe i usluga kao rezultat viška novca iznad tražnje novca koji usmeravaju privredni subjekti, ima za posledicu kombinaciju efekata na porast proizvodnje, porast cena, porast izvoza i smanjenje uvoza (rezultat niza faktora, o kojima ovde nećemo govoriti).

Dakle, finansijski i realni procesi imaju povratne efekte na monetarnu ravnotežu i to:

- Domaći i inostrani finansijski procesi vode smanjenju količine novca, pri čemu se ostvaruju i realni efekti kroz povećanje uvoza i smanjenje izvoza, što rezultira deficitom platnog bilansa, koji utiče na povlačenje novca;
- Ukoliko se uticaj na tražnju roba i usluga odrazi na povećanje proizvodnje i cena, doći će do povećanja tražnje novca za transakcione svrhe. Porast kamatnih stopa u okviru finansijskih procesa vodi smanjenju tražnje novca;
- Ponovna monetarna ravnoteža se ostvaruje kombinovanim efektima procesa monetarnog uravnoteženja na smanjenje količine novca i povećanje (ali i moguće smanjenje) tražnje novca.

Možemo zaključiti da uspostavljanje ponovne monetarne ravnoteže zavisi od institucionalnih uslova, nivoa privredne razvijenosti i ekonomskih uslova na različitim nivoima privrednog razvoja.

Tražnja novca obuhvata:

- **Transakcionu tražnju novca –** potreba držanja novca za uredno obavljanje plaćanja,
- **Tražnju novca kao imovine –** u skladu sa motivima optimizacije strukture imovine**.**

Tražnja novca je promenljiva kategorija, određena obimom plaćanja i motivima držanja novca kao imovine. Matematički se promenljivost tražnje novca može približno oceniti korišćenjem brzine opticaja novca, koji predstavlja odnos obima novčanih transakcija (plaćanja) i količine novca. U praksi se, brzina opticaja novca izračunava kao odnos bruto domaćeg proizvoda i količine novca u opticaju. Na ovaj način priroda tražnje novca unosi element neizvesnosti u analizu i razumevanje procesa monetarnog uravnoteženja, posebno zbog jakog uticaja egzogenih (nemonetarnih) faktora na tražnju novca.

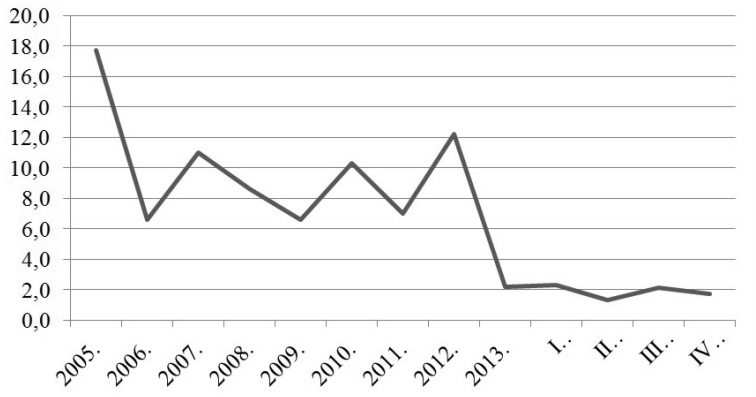
INFLACIJA

Inflacija je kontinuirani rast opšteg nivoa cena, ili kontinuirani pad realne vrednosti novca.[70] U modernim privredama teško je izdvojiti inicijalni impuls inflacije, s ozbirom na to da se brojni faktori međusobno prožimaju i pothranjuju. Mehanizam transmisije inflacije ukazuje na njenu prirodu i na osnovni tok, koji pretvara kumulativni proces s

70 *Ekonomski rečnik*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2006., str. 251.

dugotrajnim delovanjem, uz istovremeno stvaranje dodatnih faktora u tom procesu, koji ga pretvaraju u samoodržavajući proces. U praksi centralna banka (CB) vodi tešku borbu protiv inflacije. Klasične mere za borbu protiv inflacije su smanjenje budžetske potrošnje ili (naglo) ograničavanje investicija.

Suprotna pojava od inflacije je **deflacija,** kojom se označava pad opšteg nivoa cena. Najčešće je izazvana manjom količinom novca od potrebne za normalnu realizaciju ukupne ponude. Istovremeno, deflacija predstavlja skupu meru za uravnoteženje platnog bilansa, jer izaziva stagnaciju i nezaposlenost. Deflacija se ponekad koristi kao sredstvo za podsticanje izvoza i ograničavanje uvoza. Nekada zemlje pribegavaju uravnoteženju spoljnotrgovinskog, odnosno platnog bilansa uvođenjem kontrole na deviznom tržištu, ali time ne otklanjaju neravnotežu u privredi.



Grafikon 5.1. Srbija, Inflacija (godišnja%)

Ekonomisti su ozbiljnije počeli da se bave fenomenom inflacije od XIX veka, kada je bila definisana *stalna ravnoteža L.Walras*-a i *A.Marshall*-a, koja u prvi plan postavlja pitanje strukturnih odnosa cena, ali ne i opšti porast cena, koji je po njihovom mišljenju rezultat porasta novčanog opticaja. Takođe, odnos između novca i roba izražava običnu razmenu. [71]

Postoje generalno dva podvojena mišljenja o uzrocima inflacije. Jedno koje inflaciju smatra čisto monetarnim fenomenom i drugo suprotstavljeno, koje inflaciju ne posmatra kao monetarni fenomen. **Monetaristi smatraju inflaciju čisto monetarnim fenomenom**. Ekonomski subjekti teže da drže određenu količinu novca zbog njegove kupovne snage. Tražnja za novcem je tražnja za realnim novcem tj. što više novca samo ako to znači i veću

71 Opširnije o teorijama inflacije: Johnson, H.G., *A Survey of Theories of Inflation, in Selected Essays in Monetary Economics*, London, 1978, pg. 122-126; Ćirović, M., *Koncept inflacije i stabilizacione politike*, Ekonomist, br. 1-2, 1967; Jović, S., *Analiza inflacije u Jugoslaviji*, Beograd, Tanjug, 1976; Komazec, S., Ristić, Ž., *Antiinflaciona strategija*, Naučna knjiga, Beograd, 1992; Dimitrijević, B., *Hiperinflacija*, Svetlost komerc, Beograd, 1996; Ćirović, M., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998; Živković, A., Komazec, S., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998. i Row, J.R.C, *Analysis of the Generation of Price Inflation*, Oxford, Economic Papers, 195, na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 249-260.

masu roba i usluga. U uslovima monetarne ravnoteže ponuda realnog novca je jednaka njegovoj tražnji.

$$\textit{Ponuda realnog novca} = \textit{Tražnja za realnim novcem}$$
$$M/P = L\ (i,\ Y)$$

Ukoliko dođe do povećanja novčane mase izazvanog odlukom CB doći će do pada kamatne stope i porasta investicija i potrošnje. Rast investicija i potrošnje povećava agregatnu tražnju. Na srednji rok višak agregatne tražnje nad ponudom izaziva rast cena, što izaziva pad realnih zarada. Prilagođavanje zarada kroz njihovo nominalno povećanje na dugi rok izaziva i realni rast zarada, zbog čega dolazi do prilagođavanja zaposlenosti naniže i vraćanja BDP na prethodni nivo. Dakle, rast novčane mase izazvao je rast cena i nominalnih zarada, a BDP i zaposlenost su ostali isti. Po tumačenju monetarista promene u novčanoj masi vode samo promeni cena, dok realne veličine ostaju iste. Ovo je istina tačno na dugi rok, a monetaristi tvrde da ove uzročno - posledične veze postoje čak i na kratak rok.

Po drugom shvatanju inflacija nije čisto monetarni fenomen i kao argument poslužila je činjenica da CB emituju novac i tokom inflacije i nakon stabilizacije cena. Ukoliko bi novac bio isključivi uzrok inflacije onda bi stabilizacija zahtevala prestanak novčane emisije. Makroekonomska ravnoteža podrazumeva izjednačavanje tri društvena računa: kapitalnog računa, budžetskog računa i platnog bilansa.

$$\textit{Kapitalni račun} = \textit{Budžetski račun} + \textit{Platni bilans}$$
$$S\text{-}I = (G+B+T) + (E\text{-}U)$$

Po ovom tumačenju inflacija je posledica deficita javne potrošnje koji se ispoljava na budžetskom računu i/ili deficita platnog bilansa, koji se ispoljava na tekućem računu sa inostranstvom. Neravnoteža na desnoj strani jednačine uslovljava pojavu inflacije, jer CB vrši novčanu emisiju, što izjednačava agregatnu ponudu i agregatnu tražnju, ali na višem nivou cena. Ovaj pristup novac ne smatra neutralnim, kao kod monetarista, već smatra da promena količine novca menja i realne veličine, realne zarade, realnu kamatnu stopu, BDP i zaposlenost.

Postoji niz teorija koje na različite načine objašnjavaju uzroke inflacije i trasmisioni mehanizam opšteg porasta cena.

Koncept inflacije tražnje polazi do toga da uz dati nivo cena i nadnica postoji višak agregatne novčane tražnje u odnosu na robne fondove, iza čega sledi rast cena koji treba da ih uravnoteži, odnosno, omogući realizaciju celokupnog bruto domaćeg proizvoda, BDP.

Teorija inflacije efektivne tražnje kaže da svaki porast novčane mase, koji prelazi tempo rasta nacionalnog dohotka, kroz izvesno vreme dovodi do opšteg rasta cena. *M. Friedman* kaže da inflacija, bilo nacionalna bilo svetska, „uvek i svuda nastaje kao posledica suvišne količine novca u odnosu na proizvodnju".[72]

72 Friedman, M., *The role of Monetary Policy*, AER, March, 1968., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, 250-252.

Kejnzijanska (dohodna) teorija inflacije polazi od preterane količine novca. Formiranje i trošenje novčane mase se uvek može regulisati porezima, pre nego što se novac pojavi na tržištu. Rast novčane mase i novčanog dohotka iznad raspoloživih robnih fondova određuje i stopu rasta cena. To je, u stvari, teorija raspodele dohodaka i efektivne tražnje koja prelazi raspoložive robne fondove. [73]

Prema *Keynes*-u, „pod inflacijom treba podrazumevati porast platežno sposobne tražnje koja ne može da se realizuje kroz porast obima proizvodnje". Porast količine novca u privredi koja nije dostigla punu zaposlenost, može da predstavlja faktor podsticaja rasta proizvodnje. *Keynes* polazi od mogućnosti asimetrije u reagovanju proizvodnje i cena prema agregatnoj tražnji. Takođe, sekundarni značaj pridaje monetarnom faktoru u odnosu na agregatnu tražnju.[74]

Postkejnzijanska koncepcija uzrok inflacije vidi u raskoraku kretanja dohotka i rashoda, a ne više u promenama količine novca.

Teorija inflacija troškova nastaje 1950-tih godina i primarno značenje daje promeni u jedinici troškova proizvodnje u celom procesu obrazovanja cena. Osnovni element postaje odnos troškovi - cene. Ova teorija prvenstveno objašnjava transmisoni mehanizam ubrzanja inflacije kroz spiralu nadnice-cene. U skladu sa tim inflacija troškova reprodukcije, polazi od toga da zbog autonomnog rasta pojedinih oblika troškova reprodukcije nastaje njihovo delovanje i na rast cena.[75]

Teorija strukturne inflacije, je mešoviti oblik inflacije tražnje i inflacije troškova. Pristalice teorije strukturne inflacije zastupaju stav da je inflacija rezultat uzroka koji se nalaze u neusklađenoj strukturi privrede, pa tek onda monetarnim razlozima. [76]

Boks 5.1. Gdin. Indeks ide u Holivud

(Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 532-533.)

Koji je najpopularniji film svih vremena? Odgovor će vas možda iznenaditi. Popularnost filmova se meri na osnovu prihoda sa bioskopskih blagajni. Prema tom merilu, „Titanik" je film broj jedan svih vremena, odmah ispred „Rat-ova zvezda", „E.T.: Vanzemaljca" i „Spajdermena". Međutim, ovakav redosled zanemaruje očiglednu, ali važnu ciljenicu: cene su se vremenom povećavale, uključujući i cene bioskopskih karata.

Kada prihode sa blagajni korigujemo za efekte inflacije, dobijamo sasvim drugačije rezultate. Film na prvom mestu je „Prohujalo sa vihorom", koji je u distribuciju pušten 1939. godine i nalazi se daleko ispred „Titanika". Tridesetih

73 Opširnije: Ćirović, M., *Koncepti inflacije i stabilizacione politike*, Ekonomist, br. 1-2, 1967, str. 161 i Vučković, M., *Dosadašnja inflaciona kretanja u Jugoslaviji*, Ekonomist, br. 1-2, 1967, str. 121.

74 Trebalo bi imati u vidu da i monetarni i dohodni pristup inflacije tražnje jesu dva metoda kod kojih ne postoje suprotni stavovi, već samo različit pristup u objašnjavanju delovanja monetarnog faktora u privredi, i njegove povezanosti sa realnim faktorima reprodukcije. Monetarni koncept polazi *ex ante od primarne uloge novca*, dok dohodni polazi *ex ante od pirmarne uloge u ponašanju investicija, lične i opšte potrošnje*, dok novac izvodi iz tih odnosa i pretvara ga u „dopuštajući faktor" pod određenim okolnostima.

75 Opširnije: Ćirović, M., isto, str. 161-164.

76 Opširnije: Ćirović, M., isto, str. 165.

godina prošlog veka, pre nego što su u kućama postojali televizori, oko 90 miliona Amerikanaca, išlo je svake nedelje u bioskop, u poređenju sa oko 25 miliona koliko ih ide danas. Međutim, filmovi iz tog doba retko se pojavljuju na listama popularnosti, jer su cene karata u to vreme iznosile samo četvrt dolara. Skarlet i Ret prolaze mnogo bolje kada uzmemo u obzir efekte inflacije. Lista najpopuranijih filmova svih vremena usklađena sa inflacijom je sledeća:

Film	Godina produkcije	Uk.prihod (u mil USD)
1. Prohujalo sa vihorom	1939.	1.002
2. Ratovi zvezda	1977.	886
3. Moje pesme, moji snovi	1965.	695
4. E.T.: Vanzemaljac	1982.	687
5. Titanik	1997.	640
6. Deset božjih zapovesti	1956.	639
7. Ajkula	1975.	625
8. Doktor Živago	1965.	591
9. Knjiga o džungli	1967.	519
10. Snežana i sedam patuljaka	1937.	518

INFLATORNI PROCES I MEHANIZAM

U modernim privredama teško je izdvojiti inicijalni impuls inflacije, s ozbirom na to da se brojni faktori međusobno prožimaju i podstiču jedni druge. Mehanizam transmisije inflacije ukazuje na njenu prirodu i na osnovni tok, koji inflaciju pretvara u kumulativni proces s dugotrajnim delovanjem, uz istovremeno stvaranje dodatnih faktora u tom procesu, koji ga pretvaraju u samoodržavajući proces rasta opšteg nivoa cena. Stoga je teško otkriti onaj primarni faktor inflacije. Takođe se može uočiti da je antiinflaciona politika složena i vrlo teška, često sa potpunom neizvesnošću u pogledu konačnih efekata.

Boks 5.2. Inflacije se može na žalost vratiti

(*Reuters*, Hadas E., decembar 2014.)

Da li se sećate kada je inflacija predstavljala problem? Tokom 1970-tih građani zemalja u razvoju su mislili da će spirala cene – nadnice trajati sve dok im ne ruinira ekonomije. Prosečna inflacija je tokom te decenije u SAD bila 7% prosečno. Danas, međutim ova ekonomska pošast se pritajila.

Naprotiv, umesto borbe sa inflacijom većina centralnih banaka se bori sa deflacijom. Glavobolju dodatno pojačava pad cena nafte u svetu. Šta je uzrok deflacije? Monetarna i fiskalna politika, velika zaduženost su, po svoj prilici, krivci.

Centralne banke priželjkuju zapravo povratak inflacije. Najčešće njihov target je 2% godišnjeg rasta cena, a oni veruju da bi rast cena mogao oživeti privredu, a to žele da postignu niskim kamatnim stopama i kvantitativnim olakšicama. Tradicionalno objašnjenje je da veća monetarna ekspanzija vodi inflaciji, drugo da relativno brz rast BDP vodi nedostatku roba i takođe vodi inflaciji. Nikad se ne zna da li će neki psihološki faktor učiniti čudo. Jednom kada započne inflacija hrani samu sebe.

Različiti faktori mogu uticati na pojavu inflacije tj. mogu imati incijalni karakter (impuls). Međutim, jednom pokrenuti inflatorni proces najčešće se manifestuje kao monetarna inflacija. Ekspanzija novčane tražnje je rezultat ekspanzije agregatne tražnje, samo jednog njenog oblika, uvozni inflatorni udar ili autonomni rast cena koji odredi država. Kretanje novčane mase nije u stanju da prati porast uvoza i ponude robe na tržištu, što dovodi do raskoraka u *ex ante* (unapred) formiranoj novčanoj tražnji i robnoj ponudi na tržištu. Uspostavljanje odgovarajuće ravnoteže se postiže povećanjem cena, dok ne pristignu novi robni fondovi na tržište. Znači, cene robe su otišle naviše da bi se zadovoljila povećana novčana tražnja. Privremeno je uspostavljena ravnoteža robnih i kupovnih fondova, kao i tržišna ravnoteža.

Možemo uočiti da **se proces usklađivanja realizuje** kroz:

- **Proces prilagođavanja u strukturi cena robe i cena novca** (materijalni troškovi, amortizacija, plate, porezi i doprinosi, akumulacija, kamata);
- **Proces usklađivanja cena na robnim tržištima**, s obzirom na to da početni proces usklađivanja ponude i tražnje na tržištu ne deluje automatski na svu robu i usluge. Znači, da se on na tržištu i dalje nastavlja. Svaki ekonomski subjekt, kada je inflatorni proces već pokrenut, nastoji da održi (pa eventualno i popravi) svoju poziciju u primarnoj raspodeli.

Kao što vidimo, monetarno poreklo početnog inflatornog impulsa brzo se pretvara u troškovni tip inflacije. Transmisioni mehanizam koji u početku ima oblik **cene - cene**, prelazi u novi, paralelni proces: **cene - plate, cene - kamate, cene - devizni kurs**.

Ukoliko pretpostavimo da je početni rast cena autonomnog karaktera i da dovodi do pokretanja rasta plata i nadnica (kada nisu pod kontrolom), nezavisno od rasta produktivnosti rada. Kreće trka nominalnih plata sa rastom cena, kako bi se zadržale realno plate na istom nivou. Novčana inflacija se pretvara u inflaciju troškova. Nastaju velike disproporcije u kretanju plata i cena, s obzirom na to da sve grane nisu u stanju istovremeno brzo i adekvatno da reaguju rastom dohotka. Postepeno se širi strukturna inflacija po sektorima, uz nastajanje brojnih inflatornih dobitaka i gubitaka. Takođe je važno sagledati kako se pojedini elementi cena proizvodnje (dovoljno i brzo) prilagođavaju rastu cena. Evidentno je da se položaj grane ili privrednog subjekta u tom procesu menja, u zavisnosti od ponašanja njihovih faktora reprodukcije i inflacije.

Trebalo bi imati u vidu da inflacija dovodi i do povećanja kamata na pozajmljeni novac i kapital da bi se realna kamata zadržala na datom nivou. Pri tome ne treba zaboraviti dejstvo inflacije na formiranje realne profitne stope ekonomskih subjekata, koja je pod uticajem ponašanja svih faktora proizvodnje.

Inflacija deluje i na devizni kurs, dovodeći do depresijacije kursa domaće valute, zavisno od razlika u visini domaćih i svetskih cena. Održavanje kursa na odgovarajućem nivou se vrši putem brojnih faktora, što određuje i sam mehanizam i brzinu transmisije domaće inflacije na devizni kurs.

Možemo konstatovati da se danas svaki tip inflacije, pojavljuje kao troškovna inflacija, uz otvoren proces samoreprodukovanja inflacije. U slučaju da dođe do većeg ubrzanja inflacione spriale, nastaje proces sveopšte **indeksacije** i prilagođavanja inflacije, što dovodi do ubrzanja (akceleracije) inflacije i istovremenog (simultanog) delovanja velikog broja faktora. Stoga je teško boriti se protiv nje. Klasične mere za borbu protiv inflacije su smanjenje budžetske potrošnje ili naglo ograničavanje investicija. Trebalo bi imati u vidu da oštra monetarna ograničenja u ponudi novca ne dovode do naglog obaranja inflacije. Prema teoriji, objašnjenje za ovu pojavu se nalazi u činjenici da se inflacija tražnje redovno transformiše u inflaciju troškova i strukturnu inflaciju, koje su otporne na snižavanje efektivne novčane tražnje.

Ukoliko inflacioni proces poprimi veliku brzinu, pri čemu kupovna snaga novca naglo opada, jer dolazi do svakodnevnog porasta cena, onda govorimo o **hiperinflaciji.** U osnovi se radi o nekontrolisanoj inflaciji. U praksi se javlja u ratnim stanjima ili u neposrednom posleratnom periodu, a vezana je za visoku budžetsku potrošnju i finansiranje javnih potreba preko monetarno - kreditne ekspanzije. Veliko ubrzanje inflatorne spirale se odvija na relaciji: cene - troškovi - najamnine, kao i same spirale dohoci - cene, što dovodi do gubitka poverenja u domaći novac (kupuje se inostrana valuta ili roba koja nije baš neophodna kako se ne bi izgubilo na vrednosti; potrošnja raste, a roba sa tržišta nestaje) i potpune erozije kupovne snage novca (drastično opada). Novac dnevno gubi na vrednosti. Hiperinflacija postaje faktor koji destruktivo deluje na sve ekonomske mehanizme i privredni. [77]

Boks 5.3. Mislili ste da je naša inflacija najveća na svetu? Prevarili ste se!
(Biznis insajder, avgust 2014.)

Na listi gorih zemalja od Srbije po pitanju inflacije našle su se, između ostalog, Mađarska i Zimbabve, a tu negde su i Vajmarska Nemačka i Grčka.

Mađarska - Dnevna stopa inflacije 207%, avgust 1945. - jul 1946., udvostručavanje cena na svakih 15 sati. Mađarska je posle II Svetskog rata bila ekonomski uništena. Preko 40 % kapitala uništeno je tokom sukoba, a stvar je pogošala megalomanija proizvodnje tokom rata za potrebe Hitlerove Nemačke, koja nije nikada vratila dugove. Osim toga, završetkom rata Mađarska je trebala da plati odštetu SSSR-u između 25-50% budžeta. Plaćanje odštete je vršeno štampanjem novca, što je dovelo do najveće hiperinflacije u istoriji.

Zimbabve - mart 2007. - novembar 2008., dnevna stopa inflacije 98%, udvostručavanje cena na svakih 25 sati. Pad privrede desio se nakon zemljovlasničkih reformi 2000. i 2001. godine kada je imovina oduzeta belcima i podeljena lokalnom stanovništvu. Umešanost u rat u susednom Kongu i loše reforme dovele su do deficita budžeta, pa je vlada pribegla monetizaciji deficita.

77 Opširnije: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 264-266.

SR Jugoslavija - april 1992.- januar 1994., dnevna inflacija 65%, udvostručavanje cena na svakih 34 sata. Na raspad jedinstvenog tržišta nekadašnje SFRJ nadovezale su se sankcije međunarodne zajednice i dopunski rashodi su finansirani monetizacijom deficita budžeta.

Vajmarska Nemačka - avgust 1922. - decembar 1923., dnevna stopa inflacije 21%, udvostručavanje cena na svakih 3dana i 17 sati. Nakon poraza u I Svetskom ratu Nemačka je morala plaćati ratnu odštetu zemljama pobednicama, zbog čega je došlo do hiperinflacije.

Grčka - maj 1941.- decembar 1945., dnevna inflacija 18%, udvostručavanje cena na svaka 4 dana i 6 sati. Budžet Grčke je ušao u zonu deficita 1940., kao posledica okupacije i troška servisiranja okupatorske vojske, pa se pribeglo monetizaciji deficita.

Kao izlaz iz dugotrajne inflacije ili hiperinflacije često se koristi **valutna reforma**. Arbitražno se određuje kurs zamene stare, obezvređene valute, novom novčanom jedinicom. Takođe se arbitražno određuju cene, plate, prihodi države. Na ovaj način se postiže odjednom unutrašnja monetarna stabilizacija na izabranom nivou cena. Operativno valutna reforma može biti sprovedena ekonomski ili tehnički. **Ekonomska valutna reforma** obezbeđuje zamenu stare domaće valute novom valutom sa konfiskacijom jednog dela novčane mase, odnosno dohotka vlasnika novca (privrede i stanovništva) u formi oporezivanja novčane imovine vlasnika novca. Ukoliko država tako oduzete iznose iskoristi za monetarno sterilisanje (neutralzaciju), postiže najznačajniji monetarni efekat. **Tehnička valutna reforma** podrazumeva tehničku zamenu starog domaćeg novca za novi, bez konfiskacije jednog dela novčane mase.

Boks 5.4. Hiperinflacija u Srbiji

(Tarou, R., Izuzetna ponuda, samo danas: „Snikers" za 6 miliona dinara, *Wall Street Journal*/080493, pg. A1)

Beograd, Jugoslavija – U prodavnici „Luna", „Snikers" košta 6 miliona dinara. Ili će barem toliko koštati dok šef radnje Tihomir Nikolić noćas ne pročita faks od svog gazde.

"Povećaj cene za 99%", sažeto naređuje taj dokument. Povećanje bi iznosilo i tačno 100% da su kompjuteri u radnji, koja bi se negde u svetu smatrala prodavnicom robe široke potrošnje, u stanju da prime trocifrene izmene.

I tako se, već drugi put za poslednja tri dana, g. Nikolić sprema da poveća cene. Na vrata stavlja metlu da bi sprečio kupce da jeftino dođu do robe. Kompjuter izbacuje nove cene na perforiranom papiru. Šef i njegova dva pomoćnika seku papir u etikete sa cenom i lepe ih po policima. Ranije su cene stavljali direktno na robu, ali bilo je toliko nalepnica da je postalo teško čitati oznake.

Nakon četiri sata, metla se sklanja sa vrata. Kupci ulaze u prodavnicu, trljaju oči i zure u cene, brojeći nule. G.Nikolić i sam zuri dok kompjuter štampa sledeću cenu, ovog puta cenu video-rekordera.

"Jesu li to milijarde?" pita se. Jesu: 20.391.560.223 dinara, da budemo precizni. Pokazuje na svoju majcicu sa natpisom „Ludilo", što je naziv voćnog soka

koji je nekada prodavao. Kaže da je to idealan moto za bizarnu ekonomsku situaciju u Srbiji. „Odlično se uklapa u ovo ludilo", kaže on.

Kako bi je inače opisali? Otkad je međunarodna zajednica uvela ekonomske sankcije, stopa inflacije iznosi bar 10% denvno. To znači da se godišnja stopa meri kvadrilionima – toliko je visoka da je postala besmislena. U Srbiji, za jedan američki dolar dobićete 10 miliona dinara u hotelu Hayatt, 12 miliona kod sumnjivih dilera na Trgu Republike, a 17 miliona u banci kojom upravlja beogradsko podzemlje. Srbi se žale da je dinar bezbvredan poput toalet papira. Ali, za sada barem, postoji mnogo toalet papira koji se vrti okolo.

Priča se da državna kovnica novca, skrivena u parku iza beogradskog hipodroma, proizvodi dinare 24 sata dnevno, energično pokušavajući da drži korak s inflacijom koju i sama podstiče neprekdinim štampanjem. Vladi, koja veruje da će ogromnim iznosima novca stišati nezadovoljstvo, potrebni su dinari da bi isplatila radnike koji ne rade u zatvorenim fabrikama i kancelarijama. Potrebni su joj da bi otkupila žito od poljoprivrednika. Potrebni su joj da bi finansirala svoje švercerske pohode i ostale načine izbegavanja sankcija, kojima se dobija sve, od nafte do „Snikers" čokloadica g. Nikolića. Potrebni su joj za pomoć braći Srbima koji se bore u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj.

Dileri, čiji prsti otkrivaju i najmanju promenu kvaliteta papira, tvrde da kovnica unajmljuje i privatne štampare da bi zadovoljila tražnju.

"Mi smo eksperti. Oni ne mogu da nas prevare", kaže jedan od dilera, pružajući 800 miliona dinara u novčanicama od 5 miliona. „Ove su stigle", naglašava poverljivo, „pravo iz kovnice". Kaže da ih je dobio od jedne privatne banke, koja ih je dobila iz centralne banke, koja ih je dobila iz kovnice – začarani krug koji povezuje crno tržište sa Ministarstvom finansija. „Ovo je kolektivno ludilo", kaže diler i nastavlja da se smeje.

INDEKSACIJA

"**Indeksacija** je institucionalni mehanizam fiksiranja – očuvanja i zaštite realnih vrednosti ekonomskih veličina od dejstva i promena nominalnih veličina. Predmet indeksacije su najamnine, devizni kurs, kamate, porezi, vrednost obveznica ili javni dug."[78]Pojam indeksacije su uveli Vitli, *Marshal* i *Fisher*. Proces indeksacije služi kao sredstvo da se nekontrolisani inflatorni proces stavi pod izvestan oblik kontrole – preko eliminisanja negativnih efekata brzim inflatornim prilagođavanjima. Koncept indeksirane ekonomije nastoji da zadrži funkcije tržišta preko izolacije negativnih efekata hiperinflacije, pri čemu se makroagregati čiste od efekata hiperinflacije (plate, akumulacija, izvoz, amortizacija, porezi i doprinosi, krediti, kamate itd.).[79]

Uočavaju se, međutim, negativni efekti indeksacije:

- Ne postoje automatska i brza usklađivanja cena robe i usluga i cena drugih faktora proizvodnje, sa efektom preraspodele dohotka;

78 Ekonomski rečnik, str. 244

79 Brzim indeksiranjem deviznog kursa, uz zadržavanje realnog deviznog kursa, se sprovodi neutralizacija efekata hiperinflacije na platni bilans.

- Svi sektori ne reaguju na isti način i istom brzinom, što rezultira brojnim međusektorskim prelivanjima dohodaka;
- Teško je održati proporcije u raspodeli dohodaka, koje su postojale pre ubrzanja (akceleracije) inflacije;
- Bolje štiti dohotke zaposlenih, zbog prirode njihovog procesa i vremena formiranja, nego akumulaciju i investicije;
- Nije u stanju da automatski usklađuje i održava odgovarajuću strukturu cena, dohodaka i troškova.

Indeksacija vezana za programiranu stopu inflacije za naredni period je adekvatan modalitet indeksacije koji može da se koristi za aktivan deo antiinflacione politike. U osnovi, antiinflaciona politika se sprovodi u kombinaciji restriktivne politike agregatne tražnje sa odgovarajućom restriktivnom politikom cena i dohodaka na bazi društvenog konsenzusa i uz korišćenje indeksacije kao tehničkog metoda sprovođenja takve politike.

INFLACIJA, PLATNI BILANS I DEVIZNI KURS

Inflacija ima negativno dejstvo na platni bilans. Svetsko tržište povezuje sistem otvorene ekonomije čiji su delovi domaće cene i troškovi nacionalnih privreda. Delovanje inflacije se automatski prenosi preko cena na trgovinski bilans, a posredno do negativnih efekata i u platnom bilansu. Inflacija će dovesti do deficita ukoliko je u platnom bilansu postojala ravnoteža, a ukoliko je već postojao deficit platnog bilansa, inflacija će deficit proširiti. U slučaju da je postojao suficit platnog bilansa, inflacija će dovesti do smanjenja ili nestanka suficita, a eventualno i do prelaska u deficit.[80]

Delovanje inflacije na platni bilans uglavnom se oseća preko delovanja inflacione novčane tražnje na izvoz i uvoz. Poskupljenje izvoznih roba za inostranog kupca, opadanje izvozne sposobnosti i povećanje troškova proizvodnje u odnosu na inostranstvo su posledica povećane novčane tražnje praćene većim rastom cena u odnosu na cene u privredama poslovnih partnera inflacijom pogođene ekonomije, što ima negativan efekat na izvoz. Ne mora da dođe do apsolutnog pada izvoza, ali je njegov relativan pad česta pojava. Inflacija podstiče uvoz, sa negativnim efektima:

- Dolazi do porasta cena na domaćem tržištu, kao rezultat rasta domaće novčane tražnje usled inflacije;
- Dolazi do porasta uvoza usled dela nerealizovane novčane tražnje u zemlji, koja vrši pritisak na stranim tržištima;
- Dolazi do porasta uvoza sada jefinije inostrane robe, usled relativno viših domaćih cena i troškova u odnosu na cene i troškove na inostranom tržištu. Istovremeno, izvoz se ne isplati bez obzira na sprovedene stimulativne mere od strane države.

80 Platni bilans je sistematski pregled svih transakcija koje rezidenti jedne zemlje obave u datom periodu vremena sa rezidentima drugih zemalja. Platni bilans posmatra zemlju u celini, odnosno agregatno se posmatraju njena dugovanja (odliv) i potraživanja (priliv) u datom periodu vremena (mesec, tromesečje, polugodište, najčešće godina). Trgovinski bilans, stavlja u odnos vrednost uvoza robe (proizvoda) u određenom periodu (obično u toku godine) sa vrednošću izvoza robe (proizvoda) u istom vremenskom periodu.

Boks 5.5. Investirajte u stvari čije cene rastu sa inflacijom

(greenbaypressgazette.com, *Frost M.*, decembar 2014.)

Proteklih nekoliko nedelja izveštaji FED-a potpisani od strane Dženet Jelen govore da nećemo biti pogođeni toliko koliko nagoveštava štampa. Zašto onda ne volimo vesti o padu cena nafte? Zašto ne volimo vesti da će kamatne stope ostati niske?

Kao investitori imamo veliku mogućnost da uložimo u ovoj situaciji u kojoj znamo da cene nafte neće ostati niske zauvek. Znamo takođe da čovek neće pogrešiti ako uloži u kuću ili građevinski materijal. Pošto znamo da će kamatne stope rasti sledećih nekoliko decenija investitori će od toga imati koristi. Da, možete biti sigurni da ćemo biti suočeni sa inflacijom, jer setite se da je pre 45 godina cena benzina bila 20 centi za galon.

Istovremeno, možemo biti sigurni da će vrednost valute koju koristimo pasti u budućnosti. Svejedno, dolar, funta, jen ili rublja, kako cene rastu tako vrednost valute pada. Kako onda da zadržimo sposobnost kupovanja vremenom. Evo nekoliko ideja: ne kupujte velika i skupa kola, ne investirajte u stvari koje su izašle iz mode. Morate ulagati u stvari čije cene rastu sa inflacijiom ili one čije cene rastu brže od inflacije, zlato i srebro za početak.

Deflacija je mera za uravnoteženje platnog bilansa, ali predstavlja skupu meru za uravnoteženje platnog bilansa, jer izaziva stagnaciju i nezaposlenost. Ponekad se koristi kao sredstvo za podsticanje izvoza i ograničavanje uvoza. Nekada zemlje pribegavaju uravnoteženju platnog bilansa uvođenjem kontrole na deviznom tržištu, ali time ne otklanjaju neravnotežu u privredi.

Inflacija na devizni kurs deluje nepovoljno na sledeće načine:[81]

- Disparitetom i dinamikom domaćih cena na inostranim tržištima,
- Kretanjem troškova poslovanja u privredi,
- Monetarnom ekspanzijom ili restrikcijom u zemlji,
- Inflatornim očekivanjima,
- Psihološkim faktorima u pogledu očekivanih promena deviznog kursa,
- Kretanjem deviznih kurseva na inostranom tržištu,
- Odlukom vlada i merama makroekonomske politike drugih država,
- Mogućnošću plasmana domaćeg novca u druge oblike profitonosne i sigurne aktive u uslovima inflacije,
- Poverenjem u mere vlade i ekonomske politike u zemlji u odnosu na inflaciju i devizni kurs i dr.

Ukoliko monetarne vlasti žele da zadrže zvanični fiksni kurs, u uslovima bržeg rasta domaćih cena u odnosu na kretanje cena na inostranim tržištima, tada će kurs domaće valute postati vrlo brzo precenjen. To dalje utiče na pogoršanje platnog bilansa, jer dolazi do ograničenja domaćeg izvoza i stimulisanja uvoza.

81 Devizni kurs je cena deviza (stranog novca) izražena u jedinicama domaće valute.

U praksi se devizni kurs određuje metodom pariteta kupovnih snaga. Devizni kurs postaje neutralan ukoliko je kupovna snaga domaćeg novca, konvertovanog u devize, opala na inostranom tržištu usled veće inflacije u zemlji. Stalna prilagođavanja (puzeća devalvacija) ili devalvacija se koristi za prilagođavanje kursa domaće valute (u slučaju kada pada vrednost novca). Ako vrednost novca raste, tada govorimo o **apresijaciji novca.** Ukoliko vrednost novca pada govorimo o **depresijaciji vrednosti novca.** Pad kupovne snage novca u zemlji je vezan za pojavu inflacije, a porast kupovne snage novca za deflaciju.

Devalvacija je smanjenje vrednosti nacionalne valute u odnosu na njen standard – zlato ili drugu valutu do kojeg dolazi odlukom monetarnih vlasti.Devalvacija je opravdana samo onda ako se izvrši u visini koja je potrebna da se uspostave kursevi ravnoteže. Rezultati njene primene su zadovoljavajući u kratkom roku, dok na dugi rok može biti opasna. Konačan uspeh devalvacije zavisi od kretanja cena na domaćem i inostranom tržištu i sledećih faktora:

1) strukture izvoza zemlje koja devalvira i njena izvozna orijentacija,
2) kretanja cena u privredi nakon devalvacije,
3) značaja zemlje i učešće njenog izvoza u ukupnoj svetskoj trgovini,
4) broja zemalja koji istovremeno devalviraju,
5) elastičnosti tražnje u odnosu na ponudu robe i usluga od strane zemlje koja je devalvirala valutu itd. [82]

Revalvacijom se povećava intervalutarna (međuvalutarna) vrednost domaće valute.Ukoliko dođe do porasta unutrašnje kupovne snage novca, koja je rezultat porasta proizvodnje i produktivnosti rada, deflacije, restriktivne kreditne politike i smanjenja cena, monetarne vlasti primenjuju meru revalvacije. Zakonsko povećanje pariteta i jačanje intervalutarne vrednosti novca karakterišu ovu meru, odnosno zakonskim putem se dovodi u sklad nominalna vrednost novca sa njegovom realnom vrednošću. Ovde se odigrava suprotan proces od procesa devalvacije. Retko se primenjuje u praksi, jer je to odbrambena mera protiv suficita platnog bilansa.

OBLIK PROMENE	KUPOVNA SNAGA	INTERVALUTANRA VREDNOST NOVCA	OPŠTI NAZIV PROMENA
Snižavanje vrednosti novca	Inflacija	Devalvacija	Depresijacija
Porast vrednosti novca	Deflacija	Revalvacija	Aprecijacija

Tabela 5.4. Promene unutrašnje i spoljne vrednosti novca

Izvor: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 272.

82 Opširnije: Komazec, S., Ristić, Ž., Kovač, J., *Međunarodni finansijski menadžment – Novac i finansijski kapital u međunarodnoj ekonomiji,* Čigoja štampa, Beograd, 1996., str. 47-61.

STABILNOST CENA - CILJ MONETARNE POLITIKE

Stabilnost cena bi trebalo prihvatiti kao glavni cilj monetarne politike. Otuda je važno objasniti doktrine **o prinudnoj štednji**. Pretpostavke na kojima se oslanja doktrina o prinudnoj štednji kroz inflaciju su:

- Inflacija dovodi do redistribucije realnog dohotka i imovine u društvu,
- Granična sklonost štednji dobitnika inflacije je viša nego kod gubitnika inflacije. [83]

Među dobitnicima i gubitnicima od inflacije, prave štediše (dobri domaćini), sa društvene tačke gledišta su gubitnici, a ne dobitnici. U društvu, kao celini, pri determinisanom dohotku, jedini način da se postigne dodatna domaća akumulacija jeste putem žrtvovanja realne potrošnje nekih ili svih članova zajednice. Ukupno utvrđena štednja je smanjenje realne potrošnje od inflacije. Samo višak smanjenja u realnoj potrošnji gubitnika od inflacije jeste ono što sačinjava neto (raspoloživu) prinudnu štednju.

Dakle, mogli bi zaključiti da je inflacija mnogo efikasnija u prenosu dohotka od gubitnika na dobitnike od inflacije, nego u prikupljanju štednje. Prinudna štednja se nalazi u rukama dobitnika od inflacije, koji nisu prinuđeni da žrtvuju svoju potrošnju kako bi stvorili dopunsku štednju.

Gubitnici od inflacije su oni koji su bez ikakve mogućnosti da ostvare dobrovljnu štednju, zbog čega su isključeni iz agregatne analize. Gubitnici od inflacije su ekonomski subjekti koji stiču fiksni dohodak (plate, penzije, rente) i novčani poverioci (kreditori). **Dobitnici od inflacije** su ekonomski subjekti sa promenljivim dohotkom (subjekti koji stiču profit) i novčani dužnici. Gubitnici su takođe oni sa sigurnom mogućnošću dobrovljne štednje, čija će realna potrošnja opasti (prema tradicionalnom shvatanju), što će se videti kroz sledeći odnos: pad u njihovom realnom dohotku, pomnoženo sa njihovom graničnom sklonošću potrošnji. Znači, tradicionalna teorija pretpostavlja da potrošnja reaguje simetrično na moguće promene u tekućem dohotku, što na žalost, u većini slučajeva nije tačno.

Suviše velika fleksibilnost normi potrošnje, koja se ne nalazi u stvarnom životu, je pretpostavka tradicionalne teorije. Ukoliko posmatramo kratak rok, možemo uočiti dva bitna obeležja ponašanja ekonomskih subjekata u pogledu njihove potrošnje:

1) njihovi nivoi potrošnje se sporo menjaju, i
2) nivoi se menjaju daleko sporije u pravcu na dole nego na gore. Neka od objašnjenja u teoriji se temelje na:
   (a) čisto intuitivnim zaključcima i običnom zapažanju, ili
   (b) su izvedena na mikro nivou iz teorije racionalnog izbora potrošača orijetnisanog ka maksimiziranju korisnosti (na osnovu pretpostavki o perfektnom znanju budućeg kretanja privrednih aktivnosti i funkcionisanja tržišta kapitala). Na žalost, druga pretpostavka je bazirana na iskustvu.

83 Gubitnici od inflacije su ekonomski subjekti koji stiču fiksni dohodak (plate, penzije, rente) i novčani poverioci (kreditori). Dobitnici od inflacije su ekonomski subjekti sa promenljivim dohotkom (subjekti koji stiču profit) i novčani dužnici.

U ponašanju potrošnje ekonomskih subjekata se može uočiti zaustavni efekat: kada njihov dohodak opadne za neki dati iznos, potrošnja se smanji manje u odnosu na njen rast u okolnostima kada se dohodak poveća za isti utvrđeni iznos. Pri tome, ponašanje potrošnje je asimetrično: uzlazna granična sklonost potrošnji je veća od silazne granične sklonosti potrošnji (što je u suprotnosti sa tradicionalnim shvatanjem, odnosno simetričnim ponašanjem potrošnje). Shodno tome, može se desiti da umesto neto prinudne štednje od inflacije dobijemo neto prinudnu dezakumulaciju.

Inflacija često prouzrokuje transfere realnog dohotka i prenošenje realne imovine. U skladu sa tim, imovinski gubitnici su neto novčani poverioci (kreditori), imovinski dobitnici su neto novčani dužnici (debitori) i neto monetarni debitori su ekonomski subjekti čiji novčani dugovi nadmašuju njihova novčana potraživanja. Znači, inflacija favorizuje poslednju kategoriju (kroz smanjivanje realne imovine), odnosno, neto novčani dužnicu su ekonomski subjekti koji stiču profit. Dok su gubitnici na drugoj strani, rentijeri i imućniji zaposleni, koji postaju neto monetarni kreditori.

Prema tradicionalnoj teoriji, pri pretpostavci istog nivoa realnog dohotka, podsticaće se veća potrošnja (i slabija štednja) od ekonomskih subjekata koji stiču profit (zahvaljujući dobitku u realnoj imovini). U skladu sa tim, predviđa se smanjena potrošnja gubitnika realne imovine. Međutim, konačan zaključak neće biti donet na osnovu ove pretpostavke, s obzirom na to da može doći do dezakumulacije. Stoga, je neophodno pogledati iskusktvo različitih zemalja koje su imale inflatorno iskustvo sa prinudnom štednjom.

Možemo zaključiti da su razlozi koji stabilnost cena ističu kao glavni cilj nosilaca monetarne politike sledeći:

- Inflacija nameće društvu gubitak, koji nikada neće biti naplaćen,
- Na dugi rok, centralna banka može da reguliše nivo cena robe i usluga,
- Klima cenovne stabilnosti podstaćiće dalje usavršavanje finansijskog sitema zemlje, veću akumulaciju kapitala i pojačanu institucionalizaciju štednje. [84]

Boks 5.6. Argument u prilog ciljane inflacije

(Bernanke, B., Mishkin, F., Pouzen, A., Šta će se desiti kada ode Grinspen?, *Wall Street Journal*/010500, pg. A22)

Za dvanaest i po godina Grinspenovog predsedavanja Federalnim rezervama monetarna politika SAD-a bila je izuzetno uspešna. Ali, mada je predsednik Klinton juče ponovo imenovao 73-godišnjeg Grinspena za još jedan mandat koji okončava 2004., predsednik FED-a neće večno biti na tom mestu. Da bi osigurao da monetarna politika i dalje ostane na putu koji je Grinspen odredio, FED bi trebalo sada da razmišlja o svom pristupu monetarnoj politici. FED-u je potreban pristup koji će konsolidovati rezultate iz Grinspenovog perioda i koji će garantovati nastavak njegove uspešne politike – čak iako budući predsednik FED-a bude manje sposoban ili manje odlučan u pogledu sprovođenja cenovne stabilnosti nego što je to bio Grinspen.

84 Opširnije: Živković, A., Kožetinac, G., cit. delo, str. 284-285.

Smatramo da najbolje rešenje leži u okviru poznatom kao ciljna inflacija, koji je poslednjih godina sa velikim uspehom primenjivala većina najrazvijenijh zemalja, sa izuzetkom Japana. Određivanje ciljne inflacije predstavlja okvir monetarne politike koji obavezuje centralnu banku da unapred odredi nisku inflaciju – što je uzrok trenutnog dobrog funkcionisanja FED-a ali i koja promoviše otvoreniji i odgovorniji proces utvrđivanja politike. …

Za uspešno određivanje ciljane inflacije potrebno je da centralna banka i izabrani zvaničnici javno obavežu na eksplicitno numerički izražen nivo ciljane inflacije (obično oko 2%), koji će se ostvariti tokom određenog vremenskog horizonta (obično dve godine). Isto tako je važno da centralna banka pristane da tržišta i javnost snabdeva sa dovoljno informacija na osnovu kojih će se procenjivati njeno poslovanje i shvatiti njeno razmišljanje uvek kada politika i inflacija odstupe od dugoročnog cilja – što će se ponekad neizbežno dešavati. ...

Usvajanje politike ciljane inflacije od strane Federalnih rezervi imaće nekoliko značajnih prednosti u odnosu na tekući, manje strukturiran pristup. Prvo, time bi se posvećenost cenovnoj stabilnosti – koja nam je donela mnogo dobra za vreme g.Grinspena i njegovog prethodnika, Pola Volkera – transformisala iz lične preferencije u pogledu predsednika u zvaničnu politiku…. Drugo, transparentnost pristupa ciljane inflacije podstakla bi političare i javnost da pažnju usmere na ono što je monetarna politika u stanju da učni (naime, da održi dugoročnu cenovnu stabilnost), a ne na ono što ona nije u stanju da učini (da putem ekspanzivne politike obezbeđuje stabilan rast). ...

Treće, veća transparantnost smanjila bi finansijsku i ekonomsku neizvesnost. Ciljana inflacija olakšala bi preduzećima i potrošačima da planiraju.

Četvrto, određivanje ciljane inflacije predstavlja izuzetno dobro osiguranje od pretnje pada cena. …

Ponovno imenovanje g.Grinspena ne bi trebalo da nas učini spokojnim u pogledu budućnosti FED-ove politike. Po principu da je krov bolje popravljati dok je vreme lepo, FED bi trebalo odmah javno da obznani svoje namere o donošenju jasnijeg ovkira za politiku, a ne da čeka da se suoči sa teškim političkim odlukama. Eksplicitna posvećenost ciljanoj inflaciji povećala bi šanse da će te odluke biti ispravne i da će steći podršku javnosti – bez obzira da li je Alen Grinpsen predsednik FED-a ili nije.

REZIME POGLAVLJA:

Ponudu novca opredeljuje centralna banka i banke, a manjim delom ponašanje ekonomskih subjekata. Na tražnju novca utiču veličina bruto domaćeg proizvoda koji treba razmeniti, cena novca i ponašanje ekonomskih subjekata. Sučeljavanjem ponude i tražnje novca dolazi do ravnoteže na novčanom tržištu, koja se u praksi veoma retko postiže. Na uravnoteženje se može uticati korekcijom ponude novca i merama koje utiču na tražnju za novcem. Poremećaji na novčanom tržištu dovode do opšteg rasta cena tj. inflacije ili do opšteg pada cena ili deflacije. Čest je slučaj inflacije koju je teško držati pod kontrolom, a kada se desi veoma brz rast cena, govorimo o hiperinflaciji. Uticaj inflacije na realna privredna kretanja je neopovoljan, uključujući nepovoljni uticaj na trgovinski, platni bilans i kurs valute. Otuda je osnovni cilj monetarne politike stabilnost cena.

KLJUČNE REČI:

inflacija, hiperinflacija, deflacija, monetarna ravnoteža, devalvacija, revalvacija.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

5.1. Šta je tražnja novca?
5.2. Koji su faktori tražnje novca?
5.3. Šta su monetarni procesi?
5.4. Šta je monetarna ravnoteža?
5.5. Kako se postiže monetarno uravnoteženje?
5.6. Da li monetarna neravnoteža deluje na realnu ekonomiju?
5.7. Kako BDP deluje na monetarnu ravnotežu?
5.8. Kako kamatna stopa deluje na monetarnu ravnotežu?
5.9. Kako CB utiče na uspostavljanje nove monetarne ravnoteže?
5.10. Šta je inflacija?
5.11. Koji je fenomen suprotan od inflacije?
5.12. Koji faktori izazivaju inflaciju?
5.13. Šta je transmisioni mehanizam inflacije?
5.14. Šta je hiperinflacija?
5.15. Šta je valutna reforma?
5.16. Koje su vrste valutne reforme?
5.17. Šta je indeksacija?
5.18. Kako inflacija utiče na platni bilans?
5.19. Kako inflacija utiče na devizni kus?
5.20. Šta je devalvacija?
5.21. Šta je revalvacija?
5.22. Šta je aprecijacija?
5.23. Šta je depresijacija kursa?

MONETARNA POLITIKA II





INTERMEDIJARNI CILJEVI I INDIKATORI MONETARNE EKONOMIJE

6

Svrha uvođenja operacionih ciljeva je da se uspešnije sprovodi monetarna politika i da se eliminiše dejstvo drugih nepredviđenih ciljeva. Operativni cilj - target, je monetarna veličina koji CB želi da postigne u nekom vremenskom periodu i sa određenim stepenom preciznosti. Indikatori - posredni (intremedijarni) ciljevi su takođe monetarne veličine, koje svojim kretanjem služe kao pokazatelj monetarnog popuštanja ili monetarne restrikcije, kako bi se mogli proceniti efekti tekuće monetarne politike na krajnje ciljeve monetarne politike. Ono što je ključno pitanje jeste da li su kod izabrane intermedijarne varijable prisutne obe karakteristike, da može da služi kao monetarni cilj i kao monetarni indikator. U praksi CB se ide obrnutim redosledom, pa se najpre utvrđuje posredni (indermedijarni) cilj – indikator, a tek potom operativni cilj – target.

CILJEVI UČENJA:

- Odgovorite na pitanje koji su problemi u sprovođenju monetarne politike;
- Znate da objasnite pristup indikatorsko-operativnog cilja;
- Znate koji su posredni ciljevi i indikatori monetarne politike;
- Odgovorite na pitanje koji su osnovni razlozi za korišćenje intermedijarnih ciljeva i indikatora monetarne politike;
- Znate koji faktori utiču na izbor ciljne intermedijarne varijable;
- Znate šta mogu biti intermedijarni ciljevi.

UVOD

Centralne banke kao nosioci monetarne politike uobičajeno kao ciljeve postavljaju stabilnost, punu zaposlenost i/ili privredni rast. Za ostvarivanje tih krajnjih ciljeva na raspolaganju su im monetarni instrumenti, kao što su operacije na otvorenom tržištu, kamatne stope, obavezne rezerve. Međutim, proces formulisanja i sprovođenja monetarne politike je obeležen velikim nedostatkom potpunih informacija o međusobnim vezama monetarnog i realnog sektora. Uz to, problem predstavlja činjenica da se puno delovanje monetarnih mera ispoljava znatno kasnije od njihovog preduzimanja, kao i postupno prilagođavanje ekonomskih subjekata izmenjenim merama kroz njihovo promenjeno ponašanje.

Zbog ovih problema centralne banke pribegavaju posrednim ciljevima na koje direktnije deluju i koje mogu lakše meriti. Ovi posredni cijevi su uobičajeno monetarne veličine (varijable) kojima se meri količina novca u opticaju, različiti monetarni agregati, kamatne stope ili bruto domaći proizvod (BDP). Svrha uvođenja operacionih ciljeva je da se uspešnije sprovodi monetarna politika i da se eliminiše dejstvo drugih nepredviđenih faktora. Pri tom treba imati u vidu da je određivanje ovih posrednih ciljeva, intermedijarnih ciljeva i indikatora, pod velikim uticajem monetarne teorije i da se tokom vremena menja, odnosno biraju se različite veličine, u težnji da se obezbedi što efikasnija monetarna politika, prilagođena specifičnostima nacionalne privrede i fazi privrednog ciklusa u kojoj se ona nalazi.

OPERATIVNI CILJEVI (TARGETI) I INTERMEDIJARNI CILJEVI (INDIKATORI)

Ključno pitanje za koncept posrednog (operacionog, intermedijarnog) cilja je koje monetarne veličine (varijable) koristiti da bi se ocenilo da li mere monetarne politike imaju neutralan, ekspanzivan ili restriktivan uticaj na krajnje ciljeve monetarne politike. Pri tom krajni cilj monetarne politike je najčešće makroekonomska stabilnost, a ređe puna zaposlenost, odnosno, privredni rast. Odgovor na pitanje koje veličine koristiti je tesno povezan sa konkretnim objašnjenjem veza monetarnih i realnih kretanja, tj. delovanje transmisionog mehanizma preko kojeg monetarna politika utiče na privrednu aktivnost. Slika 6.1. nam ukazuje da se posredne monetarne veličine, operacioni ciljevi – targeti i indikatori – intermedijarni ciljevi, nalaze između:

- Instrumenata monetarne politike i krajnjeg cilja, na koje se može uticati samo indirektno (npr. novčana masa, devizni kurs, itd.);
- Da se ovi posredni ciljevi razlažu na **operacione ciljeve – targete**, na koje centralna banaka direktno deluje instrumentima monetarne politike i
- **Indikatore – posredne (intermedijarne) ciljeve** – na koje centralna banka ne deluje neposredno, već posredno. [85]

85 Različite definicije novčane mase su klasični primeri takvih intermedijarnih varijabli.

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE	OPERATIVNI CILJ, TARGET	INDIKATOR, INTERMEDIJARNI CILJ	KRAJNJI CILJ MONETARNE POLITIKE
- OOT - OR - Krediti CB - Kamatna politika	- Rezerve - B (M0) - Kredit/ kamata	- M1 - M2 - Kamatna stopa - NBDP	- Stabilnost - Puna zaposlenost - PB ravnoteža

Tabela 6.1. Indikatorsko-operacioni ciljevi CB

Među ekonomistima postoje neslaganja kako koje monetarne veličine (varijable) klasifikovati – da li kao operacione ciljeve – targete ili kao indikatore – posredne (intermedijarne) ciljeve. Kamatne stope na primer mogu biti i operativni cilj - target i indikatori - intermedijarni ciljevi. Zatim, monetarna baza se uvek posmatra kao posredna veličina (varijabla), koja se najčešće koristi kao operativni cilj, zato što na nju centralna banka direktno deluje. Istovremeno, nominalni domaći bruto proizvod (BDP) se uzima uvek kao indikator – posredni cilj, jer na njega centralna banka ne utiče direktno, već veoma posredno.

Možemo zaključiti da varijabla u ulozi intermedijarnog cilja i/ili indikatora monetarne politike mora da bude odgovarajući predstavnik krajnjih ciljeva monetarne politike i ujedno da je karika lanca transmisionog procesa monetarne politike.

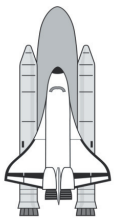
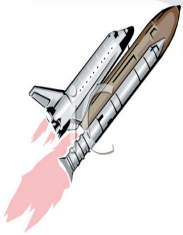
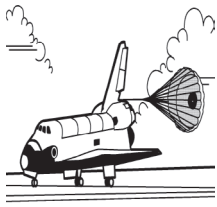
INSTRUMENTI CB	TARGETI - Operacioni ciljevi	INDIKATORI - Posredni ciljevi	KRAJNJI CILJEVI
OOT Eskontna stopa Obavezna rezerva OR	OR Monetarna baza M0 Kamatne stope	Monetarni agregati (M1,M2,M3) Kamatne stope (karatak, dugi rok)	Stabilnost Zaposlenost Rast BDP
			

Tabela 6.2. Instrumenti, targeti, indikatori CB

Izvor: Mishkin F., *Monetrna ekonomoija, banaksrtvo i finansijka tržista*, Data Status, 2006, s. 411

Operativni cilj - target, je monetarna veličina (varijabla) koji centralna banka želi da postigne u nekom vremenskom periodu i sa određenim stepenom preciznosti. Takođe, on bi trebalo da zadovolji sledeće zahteve: [86]

86 Šire o tome: Ćirović, M., *Monetarna ekonomija*, European Center for Peace and Development University for Peace, Beograd, 1987, str. 242-246 i Živković, A., *Ciljevi i indikatori monetarno-kreditne poltike*, Beograd, Finansije, br. 1-2/1983, Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – Monetarni i fiskalni menadžment, Ekonomski fakultet Niš, 2006.,str. 170-180.

- *Merljivost* – centralna banka je u mogućnosti da tačno proceni veličinu izabrane monetarne varijable i to na kratak rok, po mogućstvu dnevno;
- *Kontrolabilnost* – monetarna veličina (varijabla) je prihvatljiva u pogledu mogućnosti njegove direktne kontrole od strane centralne banke;
- *Uticaj* – izabrana monetarna veličina se sa velikim stepenom sigurnosti dovodi u vezu sa indikatorom – intermedijarnim ciljem, a preko njega posredno sa krajnjim ciljevima monetarne politike.

Indikatori – posredni (intremedijarni) ciljevi su takođe monetarne veličine, koje svojim kretanjem služe kao pokazatelj monetarnog popuštanja (ekspanzije) ili monetarne restrikcije, kako bi se mogli proceniti efekti tekuće monetarne politike na krajnje ciljeve monetarne politike. Ono što je ključno pitanje jeste da li su kod izabrane intermedijarne varijable prisutne obe karakteristike, da može da služi kao monetarni cilj i kao monetarni indikator.[87]

U praksi CB se ide obrnutim redosledom, pa se najpre utvrđuje posredni (indermedijarni) cilj – indikator, a tek potom operativni cilj – target. Naime, CB ne može direktno da utiče na posredni cilj - indikator, već samo na monetarnu veličinu koju bira i na koju ima direktan uticaj, a to je opertivni ciij – target, a preko njega posredno na indikator - posredni cilj i u konačnoj instanci na krajni cilj monetarne politike.

Primer za to su monetarni agregati, koji mogu biti u obe funkcije i to primarni novac (monetarna baza, B ili M0) kao operativni cilj, jer na njega centralna banak direktno utiče, i novčana masa (kao M1 ili M2) na koju CB tek posredno utiče preko monetarne baze.

Slično je sa kamatnim stopama koje takođe mogu biti u obe funkcije, kao operativni ciljevi – targeti i kao indikatori – posredni ciljevi. CB određuje direktno ključnu kamatnu stopu, eskontnu stopu na koju direktno utiče i koja otuda predstavlja target – operativni cilj. Preko eskontne stope CB posredno utiče na sve ostale kamatne stope na tržištu, koje onda predstavljaju indikator – posredni cilj. Na kraju lanca uticaja određivanjem eskontne stope CB veoma posredno utiče na svoj krajnji cilj, stabilnost.

Važno je imati na umu da CB mora da se opredeli za jedan operativni cilj i jedan posredni cilj. Paralelno korišćenje na primer količine novca i nivoa kamatnih stopa nije moguće u svrhu osnovnih indikatora monetarne politike. Ukoliko bi se CB odlučila na kontrolisanje obima novčane mase, to bi uticalo na nepravilna kolebanja nivoa kamatne stope i obrnuto.

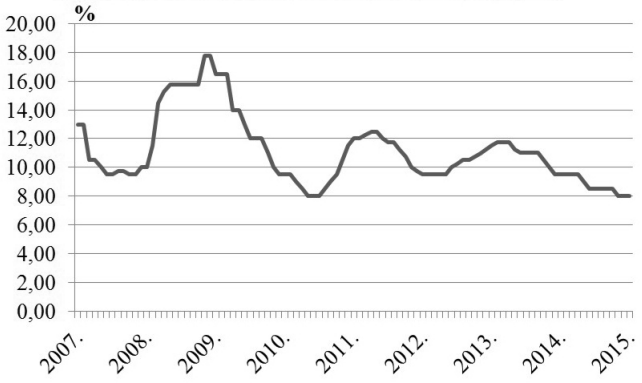
PROBLEMI U VOĐENJU MONETARNE POLITIKE

Razlozi za korišćenje posrednih monetarnih veličina u sprovođenju monetarne politike leže u nizu problema monetarne politike. Monetarna politika je po svojoj prirodi veoma složena, jer uključuje instrumente – poluge (alate) kojima centralna banka utiče prvenstveno na monetarnu sferu, a posredno i na realni sektor i veze kojima se prenose efekti delovanja CB na ekonomske subjekte. CB pri tom nastoji da obezbedi maksimalnu efikasnost funkcionisanja monetarne politike tj. što kvalitetnije ostvarivanje njenih ciljeva, prvenstveno stabilnost.

87 Ovde se pre svega misli na varijable kao što su robne cene, kamatne stope i devizni kurs.

Prvi problem sa kojim se CB suočava u sprovođenju monetarne politike je **pitanje efikasnosti**, što znači da mora da nastoji da svede na minimum deformacije u monetarnim tokovima. Deformacije u monetarnim i finansijskim tokovima znače odstupanje od ravnoteže između ponude i tražnje novca. U pravilu u nacionalnoj privredu ne postoji novčana ravnoteža, već monetarna neravnoteža, a CB nastoji da svojim uticajem – monetarnom politikom, uskladi ponudu i tražnju novca utičući na jednu ili drugu. Dakle, ukoliko je novčana ponuda veća od tražnje za novcem da pokuša da ograniči ponudu novca na koju direktno utiče. Ovo je važno, jer bi ova vrsta neravnoteže uticala na ubrzanje inflacije i obezvređivanje domaće valute. U suprotnom, ukoliko je tražnja za novcem veća od ponude, to bi delovalo nepovoljno, jer bi izazvalo recesiona kretanja, manju zaposlenost i deflaciju. Zbog toga CB nastoji da preduzima mere povećanja ponude novca, što postiže povećanjem novčane baze (B, M0), a preko nje utiče i na porast novčane mase (M1,M2…). Ono što značajno komplikuje situaciju novčane neravnoteže, do deformacija može doći na svim nivoima: na nivou CB, na nivou poslovnih banaka i drugih finansijskih institucija i na nivou ekonomskih subjekata – kompanija i građana.

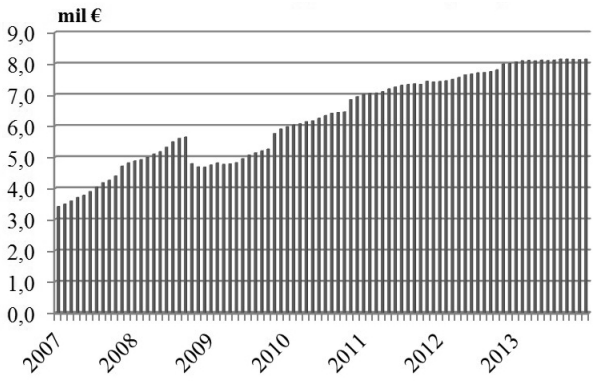
Na primer do deformacija može doći na nivou CB, ukoliko CB neadekvatno reaguje na privredne tokove, prvenstveno monetarne i finansijske. Ukoliko CB u uslovima privredne recesije održava ključnu kamatnu stopu – eskontnu stopu, na suviše visokom nivou, to će uticati na ostale kamatne stope i njihov suviše visok nivo. Politika skupog novca, kako se drugačije može nazvati politika visokih kamatnih stopa, uticaće nepovoljno – ograničavajuće – na zaduživanje kompanija i građana, što će posredno ograničavajuće delovati na privredni oporavak i povratno, ograničavajuće na razvoj finansijskog sistema. Takva situacija je karakteristična za Srbiju u čitavom periodu krize, jer je referentna kamatna stopa koju određuje NBS formirana na nivou od 17,5% p.a. (*per anum*, godišnje) u prvom periodu krize, da bi postupno u nekoliko godina bila snižavana na nivo od 8% odnosno 6% (2015. godine) godišnje.



Grafikon 6.1. Referentna kamatna stopa NBS (%p.a.)

Do deformacija može doći i na nivou bankarskog sistema ukoliko dođe do deformacija u odnosu depoziti – krediti banaka. Ukoliko na primer oslabi depozitna pozicija banaka,

to će nepovoljno uticati na mogućnost obezbeđenja finansijskog i kreditnog potencijala banaka. Do takve situacije je upravo došlo u domaćem bankarskom sektoru krajem 2008. i početkom 2009. godine, kada je došlo do povlačenja depozita stanovništva za preko 1 milijardu evra. Ograničavanje kredita nepovoljno će uticati na normalno poslovanje kompanija, prvenstveno likvidnost i normalno odvijanje funkcije međusobnih plaćanja.



Grafikon 6.2. Srbija, Devizna štednja stanovništva (mil €)

Drugi problem sa kojim se CB suočavaju u vođenju monetarne politike je **protivrečnost krajnjih ciljeva monetarne politike**. Ukoliko su ciljevi srodni, kao što su visoka zaposlenost i ekonomski rast, konflikta nema. Međutim, CB će se suočiti sa teškoćama ukoliko istovremeno želi da ostvari razvojni i stabilizacioni cilj, koji su u osnovi protivrečni. Ako na primer CB deluje preko povećanja stope obavezne rezerve ograničavajuće na finansijski i kreditni potencijal banaka, to će uticati na smanjenje kreditiranja privrede i građana, što će naravno uticati na usporavanje privrednog rasta. Tako će centralna banka ostvariti jedan krajni cilj (stabilnost) na teret drugog (privredni rast).

Treći problem monetarne politike **je posrednost delovanja na privredne tokove**. CB direktno utiče jedino na monetarne instrumente – alate kojima raspolaže. Ona, recimo, ne kreditira neposredno kompanije i građane, već samo finansijske institucije, poslovne banke. Ukoliko želi da poveća kreditiranje preduzeća ona može sniziti obaveznu rezervu i time povećati finansijski i kreditni potencijal banaka. Šta će i kako banke uraditi nije sigurno, jer dodatni potencijal mogu utrošiti na kupovinu hartija od vrednosti, a ne kreditiranje klijenata, ako procene da im se to više isplati.

Četvrti, ne manji problem, predstavlja **kašnjenje u definisanju i sprovođenju monetarne politike.** Do ovoga može doći najpre, zato što CB nema adekvatan sistem informacija ili su one nepravovremene (najčešće kasne). Otuda bi CB reagovala neblagovremeno ili neadekvatno. Do kašnjenja može takođe doći u procesu odlučivanja u samoj centralnoj banci, kao i u procesu monetarne transmisije. Sve u svemu, kašnjenje u punoj meri delovanja pojedinih mera monetarne politike na privredne tokove može biti, i u pravilu i jeste, više od dvanaest meseci.

Dakle, može se zaključiti da CB ima na raspolaganju instrumente monetarnog regulisanja kojima veoma posredno i sa određenim vremenskim kašnjenjem može uticati na finansijsku sferu i realne privredne tokove. Da bi postigla svoje krajnje ciljeve, stabilnost, punu zaposlenost i/ili privredni rast, ona se, kako je iskustvo pokazalo, koncentriše na posredne ciljeve na koje može uticati sa većim stepenom, direktnije i mereći ostvarivanje ovih bližih ciljeva vršiti eventualne korekcije u monetarnoj politici. Na taj način ona efikasnije ostvaruje monetarnu politiku, odnosno postiže krajnje ciljeve.

U ekonomskoj teoriji postoji dosta mišljenja koja su protiv korišćenja intemedijarnih ciljeva i indikatora monetarne politike. Pre svega, u smislu upotrebljivosti intemedijarnih ciljeva, odnosno, pouzdanosti korišćenja i podložnosti perfektnoj kontroli. [88] Ipak, intermedijarni ciljevi i indikatori monetarne politike su našli široku primenu, zahvaljujući argumentu (tvrdnji) da na dugi rok monetarna politika može da utiče samo na formiranje nominalnih varijabli u tržišnom sistemu, pre svega na kretanje novca, dok je formiranje realnih tokova pod uticajem odgovarajuće kombinacije realnih faktora proizvodnje. U skladu sa tim, takvi ciljevi mogu pokazati da će uticaj monetarne politike na dugi rok biti saglasan sa dugoročnim ciljevima u pogledu ponašanja cena.

U prilog korišćenju intermedijarnih i operativnih ciljeva idu najmanje dva važna argumenta. Utvrđivanje intermedijarnih ciljeva za određeni vremenski period i njihovo javno saopštavanje (obrazloženje), omogućavaju centralnoj banci da komunicira sa ekonomskim subjektima u pogledu svojih namera, čime ekonomski subjekti dobijaju važne informacije za planiranje poslovnih operacija u budućnosti. Takođe, na ovaj način se obezbeđuje svojevrstan oblik odgovornosti koji centralna banka ima pred ekonomskim subjektima u tržišnom privrednom sistemu. Naime, objavljivanjem operativnih ciljeva centralna banka je u situaciji da obrazloži zašto se opredeljuje za određene monetarne veličine kao targete i indikatore, a takođe i da objasni eventualna odstupanja od ispunjenja ovako postavljenih ciljeva monetarne politike.[89]

IZBOR OPERACIONOG I INTERMEDIJARNOG CILJA

Izbor ciljne intermedijarne monetarne veličine (varijable) od strane centralne banke zavisi od:

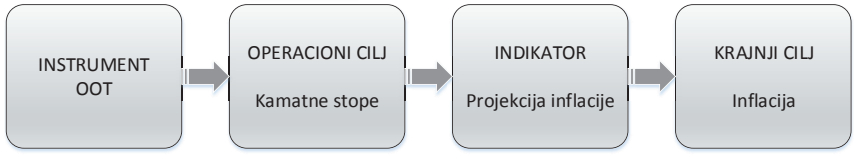
- **Krajnjeg cilja monetarne politike**, koji je u većini zemalja prilično neodređen. Svodi se na podržavanja stabilnog monetarnog sistema, odnosno stabilnih kurseva domaće valute. U praksi je monetarna politika uključena u ostvarenje krajnjih ciljeva ekonomske politike, kao što su: puna zaposlenost, povećanje stope privrednog rasta,

88 Opširnije o tome: Volcker, P., *The Contributions and Limitations of Monetary Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Special Issue, May 1989, pg. 34-41 i Davis, F., *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: An Introduction to the Issues*, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Reviews, Summer 1990, pg. 71-82.

89 U poslednje vreme neki ekonomisti često ističu ulogu intemedijarnih ciljeva u rešavanju mogućeg konflikta između kratkoročne i dugoročne optimalne monetarne politike. Taj konflikt je označen kao „problem vremenske doslednosti". Stimulativna monetarna politika, koja se čini privlačnom kada se imaju u vidu kratki vremenski intervali, tokom dugog roka će jednostavno voditi samo u višu inflaciju, bez bilo kakvih rezultata na planu povećanja proizvodnje.

stabilan nivo cena i/ili uravnoteženje trgovinskog bilansa sa inostranstvom. Krajnji ciljevi monetarne politike se razlikuju od zemlje do zemlje, a u okviru jedne zemlje od perioda do perioda se krajni ciljevi takođe mogu razlikovati. Na taj način treba posmatrati i operativne ciljeve i indikatore, koji se u pravilu razlikuju po zemljama i po periodima;

- **Prihvaćenog stanovišta o transmisionom mehanizmu monetarne politike**. Pri tom se postavlja pitanje šta pouzdanije objašnjava vezu finansijske i realne sfere privrede, kamata ili količina novca u opticaju. Kamatna stopa povezuje finansijski i realni sektor, a interpretacija je da njeno opadanje predstavlja rezultat ekspanzivne monetarne politike, dok je porast kamatnih stopa rezultat restriktivne monetarne politike. Zastupnici kejnzijanske koncepcije monetarne politike radije se opredeljuju za kamatne stope kao intermedijarne ciljeve. Količina novca (stabilna funkcija realnog dohotka i kamatnih stopa) rezultira imovinskim efektom, tj. smanjenjem ili povećanjem realnih novčanih sredstava. Nasuprot tome, pristalice monetarističkog koncepta monetarne politike opredeljuju se u pravilu za količinu novca kao operativni cilj;
- Političkog okruženja u kojem se sprovodi monetarna politika, pri čemu je od ključnog značaja karakter institucionalnog **odnosa između države i centralne banke**. Stepen političke zavisnosti ili nezavisnosti centralne banke od političkog okruženja u velikoj meri određuje izbor intermedijarne veličine (varijable). Ukoliko je centralna banka bliska sa vladom, odnosno pod velikim uticajem vlade, ministarstvima i drugim državnim agencijama, njeni intermedijarni ciljevi i indikatori će biti u skladu sa krajnjim ciljevima ekonomske politike i u potpunosti će podržavati fiskalnu politiku države[90]. Nasuprot tome, ukoliko je CB više nezavisna od vlade moći će uspešnije da obezbedi stabilnost - nisku stopu inflacije i respektabilan privredni rast. U pravilu, više nezavisna CB ima bolje rezultate u sprovođenju monetarne politike tj. u pogledu ostvarivanja krajnjih ciljeva stabilnosti i privrednog rasta;



Slika 6.1. Instrumenti, targeti, indikatori, ciljevi NBS

- **Prihvaćenog sistema deviznog kursa** koji se primenjuje u konkretnoj zemlji – fiksni ili fluktuirajući devizni kurs. Ukoliko se CB opredeli za fluktuirajući devizni kurs, njeni operativni ciljevi, targeti i intermedijarni ciljevi, indikatori će biti monetarni agregati. U slučaju fiksnog deviznog kursa manevarski prostor za vođenje monetarne politike je znatno sužen i monetarni agregati nemaju smisla, jer količina novca u opticaju je određena spoljnim faktorima.

90 To znači da će centralna banka morati ili da finansira obimne programe državne (javne) potrošnje, da podržava politiku niskih kamatnih stopa ili da stimuliše privredu sa dodatnom likvidnošću.

Boks 6.1. ***Kocherlakota* unosi kontroverzu u monetarnu politiku**

(Jonhston L.D., *Macro, Micro, Minneasota*, minnpost.com, januar 2015.)

Narajana Kocherlakota, predsednik Banke FED Mineapolisa, je nedavno otvorio jedno od najvećih pitanja makroekonomske politike: stepen diskrecionog odlučivanja centralne banke o monetarnoj politici. Decenijama su ekonomisti tvrdili da je ekonomska politika bazirana na jasnim pravilima superiorna u odnosu na diskreciono odlučivanje, a on to opovrgava.

Konsenzus među ekonomistima postoji više od dve decenije, baziran je na tzv. Tejlorovom pravilu da se centralna banka opredeljuje za targetiranu stopu inflacije (oko 2%) i ocenjujući potencijalni rast BDP, održava kamatnu stopu na nivou koji vodi inflaciji što bliže ciljanoj i BDP što bliže ciljanom.

Odstupanje od ovog pravila je moguće iz teorijskih i istorijskih razloga. *Kydlan* i *Prescott* su teorijski razlog obrazložili, i zato dobili 2004. Nobelovu nagradu, time da je diskreciona politika ipak bolja isključivo u specifičnim okolnostima. Ovome je nedavno *Kocherlakota* dodao istorijski razlog. Naime, tokom 1990-tih u vreme privredne ekspanzije standardno pravilo je nalagalo FED-u da procenjujući da je BDP blizu potencijalno mogućeg ukaže na mogućnost inflacije i otuda potrebu za povećanjem kamatne stope. Međutim, Grinspen je, kao predsedavajući FED, procenio uprkos raspoloživim podacima, da bi zahvaljujući IT revoluciji potencijalni BDP mogao biti znatno viši od onog na koji ukazuju podaci, te da ipak nema opasnosti od inflacije, što je odlučujuće uticalo da ne povećava kamatne stope. Rezultat je bio da je privredna ekspanzija trajala mnogo duže nego što bi se očekivalo.

MONETARNI AGREGATI

Novčana masa, u vidu monetarnih agregata sa različitim širinama obuhvata, je poslednjih decenija bila najčešća monetarna veličina (varijabla) koju su ekonomisti koristili za operacioni cilj, target, odnosno intermedijarni cilj, indikator. Vrlo široko je bila primenjena monetarna politika programiranja rasta monetarnih agregata na godišnjoj osnovi. Razlog za to su bili problem sa korišćenjem nominalnih kamatnih stopa, u uslovima povećane inflacije i narastanja inflacionih očekivanja privrednih subjekata. Usled porasta inflacije i inflatornih očekivanja moglo je da dođe do pada realnih kamatnih stopa, iako su nominalne kamatne stope ostajale nepromenjene ili su čak rasle. Takođe, realne kamatne stope su prihvatane (od strane ekonomista) kao značajne varijable za odluke privrednih subjekata u pogledu njihove potrošnje u razvijenim tržišnim privredama. Kamatne stope mogu da pruže pogrešan utisak o stavu monetarne politike, ukoliko je do promena kamatnih stopa dolazilo pod uticajem promena u agregatnoj tražnji. Centralne banke, su stoga, bile prinuđene da podjednaku pažnju posvete i kretanju kamatnih stopa i varijablama kao što su rezerve likvidnih sredstava i/ili količini novca u opticaju, kako bi se jasnije pokazalo da li je monetarna politika bila restriktivna ili ekspanzivna, odnosno da li je uspostavljena dugoročna strategija snižavanja inflacije. [91]

91 Opširnije o tome: Volcker, P, *The Role of Monetary Targets in an Age of Inflation*, Journal of Monetary Economics, April 1978, pg. 329-339.

Prelaz na programiranje rasta monetarnih agregata u razvijenim tržišnim privredama se odvijao tokom 1970-tih godina i motivisan je nastojanjem da se obezbedi dugoročno snižavanje inflacije. Treba podsetiti da je reč o periodu koji karakterišu dva naftna šoka 1972/73. godine i 1979. godine koji su osim enormnog rasta cena nafte bili praćeni rastom cena svih sirovina. Zbog ubrzanja stopa inflacije razvijene privrede su bile prinuđene da preduzmu mere stabilizacionog karaktera, koje nisu bile dovoljne, već su zahtevale dublje strukturne promene. U ovom prelazu od ključnog značaja je bilo monetarističko gledište po kojem postoji uska veza između novčane mase i inflacije na dugi rok. *Friedman* je, naime, argumentovao da novčana masa obezbeđuje bolju kontrolu ekonomije i stabilnosti nego kamatne stope. Polazište ovakvog stava je u uzročnosti egzogeno determinisane ponude primarnog novca, rezervi likvidnih sredstava banaka i gotovog novca, prema količini novca u opticaju, stabilnim, odnosno, predvidljivim monetarnim multiplikatorom (**m**) koji služi kao spona između veličine (varijable) primarnog novca (**B, M0**) i količine novca u opticaju (**M**).[92]

Mnogi ekonomisti su mišljenja da se ključni preokret u vođenju monetarne politike SAD koji je rezultirao uspešnom kontrolom inflacije desio 1979. kada je FED prešao na direktnu kontrolu monetarnih agregata i prepuštanje formiranja kamatnih stopa tržištu. Do tada FED je u borbi protiv inflacije koristio kamatne stope dozvoljavajući da rastu koliko je potrebno kako bi se ostvario cilj stabilizacije, ali bezuspešno. Monetaristička škola mišljenja, na čelu sa *Friedman*-om, bila je saglasna u pogledu korišćenja monetarnih agregata kao targeta monetarne politike, ali je prigovarala zbog velikih oscilacija novčane mase iz kvartala u kvartal, jer se zalagala za postupno i predvidivo povećanje / smanjenje novčane mase. Pri tom je kao target korišćen uži monetarni agregat M1 tokom 1980-tih, da bi se u 1990-tim prešlo na M2 čije je kretanje praćeno. Ovo je obrazlagano pojavom i korišćenjem informatičkih tehnologija u finansijama koje su omogućile lakše i jednostavnije upravljanje likvidnim sredstvima, kao i zbog pojave izvedenih hartija od vrednosti, derivata, koji su znatno proširili definiciju likvidnih sredstava, odnosno novca[93]. Zbog ovih finansijskih inovacija došlo je i do nestabilnosti brzine novčanog opticaja i nestabilnosti kretanja opšteg nivoa cena. Ovo je bio razlog da je izbor monetarnih agregata kao targeta monetarne politike kasnije napušten, i to u korist strategije ciljane inflacije.

Osim SAD i druge CB razvijenih zemalja koristile su monetarne agregate kao targete. Banka Kanade koristila je tokom 1970-tih novčani agregat M1 i to postupno ga prilagođavajući kretanjima u ekonomiji, što se naziva monetarnim gradualizmom. Slično je Banka Engleske koristila agregat M3 kao target početkom 1970-tih, da bi početkom 1980-tih počela da koristi radije novčanu bazu M0 kao target, zbog problema sličnih onim u SAD, zaključujući da postoji problem u povezanosti agregata M3 i nominalnog BDP zbog finansijskih inovacija. Švajcarska i Nemačka su koristile politiku targetiranja monetarnih agregata od 1974. godine i to veoma uspešno. Pri tom je Nemačka koristila monetarnu bazu M0, da bi od 1978. prešla na agregat M3, dok je Švajcarska CB koristila najpre M1, da bi kasnije takođe prešla na kontolu M0. Iskustvo ove dve zemlje pokazuje da se targeti-

92 Opširnije: Ritter, L, Silber, W., *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, Basic Books Inc, New York, 1983, pg. 276-290.

93 Đukić Đ., Centralna banka i finansijski sistem, Litopapir, Čačak, 2006., str. 221-227.

ranjem monetarnih agregata može postići stabilizacija na dugi rok i da je za uspeh važno uključivanje javnosti jasno postavljenim ciljevima monetarne politike i pojašnjavanjem strategije monetarne politike.

Važno je istaći da Evropska centralna banka (ECB) koristi strategiju monetarne politike koja predstavlja spoj targetiranja monetarnih agregata i targetiranja (ciljanja) inflacije. Pri tom ona prati i nastoji da upravlja monetarnim agregatom M3. Drugi segment monetarne strategije ECB je targetiranje inflacije, pri čemu se nastoji obezbediti da rast cena bude u zoni 0-2% godišnje.

Dakle, može se zaključiti da je targetiranje monetarnih agregata primenjivano u razvijenim zemljama tokom 1970-tih i 1980-tih godina, zbog problema sa korišćenjem kamatnih stopa kao targeta i indikatora u uslovima rasta inflacije i inflatornih očekivanja. Kontrola rasta novčane mase je uspešno korišćena kao sredstvo za dugoročno obuzdavanje i kontrolu inflacije, pri čemu se pokazalo kao veoma značajno vođenje transparentne i fleksibilne monetarne politike.[94]

Prednost targetiranja monetarnih agregata je što omogućava centralnoj banci da monetarnu politiku prilagodi kretanjima na domaćem tržištu. Uz to, informacije o kretanjima novčanih agregata su veoma brzo i lako dostupne, tako da se javnost i ekonomski subjekti brzo i tačno upoznaju sa profilom monetarne politike CB (ekspanzivna ili restriktivna) i rezultatima njenog sprovođenja.

Boks 6.2. Monetarna iluzija – moj skromni doprinos opštoj teoriji monetarne politike

(Moneyillusion.com, Sumner S., april, 2012.)

Makroekonomisti se ni u čemu ne slažu. Ne možemo da se složimo o stepenu odgovarajućih ciljnih veličina monetarne politike, ili o kriterijumima za njihovo određivanje. Ima tuce objašnjenja transmisionog mehanizma, ali bez konsenzusa. Ne slažemo se oko posrednih ciljeva, da li je to kamatna stopa, M2 ili nominalni BDP. Da li je kamatna stopa instrument ili target? Nasuprot ovome, fizičari oduvek pokušavaju da unificiraju osnovne zakone prirode i da razviju jednostavne i elegantne modele.

Ja ću pretpostaviti da je nominalni BDP cilj monetarne politike. Tako će monetarna politika biti formulisana tako da izjednači očekivani rast NBDP i priželjkivanog NBDP. Šta je se transmisionim mehanizmom? Miškin tvrdi da određene tržišne cene predstavljaju dobar indikator politike, zato što su važan deo transmisionog mehanizma. Ja se sa tim ne slažem, jer smatram da je transmisioni mehanizam previše složen da bi se objasnila monetarna politika. Nadalje, tvrdim da termini „čvrsti novac" i „laki novac" nemaju značenje u apsolutnom smislu, već samo kao relativni ciljevi monetarne politike. To dalje sugeriše da su indikatori i targeti monetarne politike jedno te isto. Jednostavno, ako su očekivane cene NBDP iznad FED-ovog targeta onda je politika ekspanzivna i obratno.

94 Đurović – Todorović J., Jovanović M., Krstić B., Monetarni i fiskalni menadžment, EF Niš, 2006., str. 184-187.

Konačno o monetarnim instrumentima. Meni je blisko poimanje da je monetarna baza jedino što centralna banka može da kontroliše. Ali centralna banka kontroliše i kamatnu stopu obaveznih rezervi. Ja ovaj instrument mrzim zbog dva razloga: čine monetarnu politiku još komplikovanijom i čini se da je predstavnici savremene monetarističke teorije vole. Smatram da monetarna baza može da se koristi za kontrolu i NBDP i stope rasta NBDP, dok kamatna stopa na obaveznu rezervu može da se koristi samo za kontrolu nivoa NBDP. Po mom mišljenju monetarna teorija ima za svrhu da objasni korelaciju između monetarnog rasta, realnog rasta, inflacije i nominalnog BDP. Ne vidim kako kamatna stopa tome može da doprinese. To je moj doprinos monetarnoj teoriji. Kao osnov treba uzeti očekivane cene NBDP, sa nadom o zadržavanju stabilnog rasta NBDP. Ako želite da zadovoljite privredu sa likvidnim sredstvima učinite to preko pozitivne kamatne stope na obaveznu rezervu. Izaberite optimalnu stopu rasta NBDP koja minimizira gubitke po osnovu prekomernog oporezivanja kapitala i gubitke po osnovu neefikasnosti tržišta rada.

Kako je stvarnost mnogo složenija od teorije uloga monetarnih agregata, kao operacionih ciljeva, targeta i intermedijarnih ciljeva, indikatora monetarne politike odstupa od nekih pretpostavljenih pravila (postulata). Zato bi centralna banka prilikom izbora monetarnih agregata kao targetiranih veličina (varijabli), morala da prevaziđe niz problema:

- Odgovarajuća definicija monetarnih agregata izabranih za potrebe targetiranja i odlučivanja;
- Određivanje vremenskog perioda na koji utvrđeni ciljevi treba da se odnose;
- Odlučivanje o roku korekcije monetarne politike, u kome treba da bude ispravljeno odstupanje stvarnog kretanja količine novca od inicijalno utvrđenog cilja, da bi se izbeglo prebacivanje/podbacivanje cilja;
- Rešavanje dileme, da li rezerve likvidnih sredstava banaka ili kratkoročne kamatne stope mogu bolje poslužiti kao instrumenti za postizanje odgovarajućih monetarnih ciljeva;
- Proceniti veličinu (materijalno) značajnog odstupanja, tj. u kojim slučajevima dolazi do odstupanja koje je ekonomski (statistički) značajno (signifikantno).

KAMATNE STOPE

Kamatna stopa je cena kredita, ili cena sadašnje potrošnje u izrazima buduće potrošnje.[95] Kamatna stopa je na nivou koji izjednačava željenu štednju (akumulaciju) sa željenim investicijama (koje uključuju i državu u potrošnju), kada je privreda u stanju ravnoteže. „**Prirodna" kamatna stopa** se koristi u teoriji, da označi ovaj nivo kamatne stope. Ona meri granični (marginalni) prinos od investiranja u realni kapital, što je *Keyne*s označio kao „marginalnu efikasnost kapitala". Imajući u vidu da je kamatna stopa funkcija monetarnih i realnih faktora, preovlađujuća kamatna stopa u svakom momentu ne može da

95 Samuelson, P., *Money, Interest Rates, and Economic Activity: Their Interrelationships in a Market Economy*, in the book: Monetary Economics: Readings on Current Issues, edited by Gibson, W., Kaufman, G, New York, 1971, pg. 51-61.

bude jednaka prirodnoj stopi. Monetarna politika deluje na ukupnu potrošnju i privrednu aktivnost stvarajući raskorak (diskrepancu) između tržišne i prirodne kamatne stope.[96]

Veliki broj ekonomista smatra da nominalne i realne kamatne stope kao targeti i indikatori monetarne politike imaju veći broj problema. Često promene kamatnih stopa pružaju krivu informaciju o stvarnoj monetarnoj situaciji neke privrede, što je u skladu sa klasičnim stanovištem *Fisher*-ovog efekta, odnosno na dugi rok potpuno usklađivanje nominalnih kamatnih stopa sa očekivanom stopom inflacije.[97] Otuda bi bilo bolje promene kamatnih stopa upotrebiti za proveru signala u budućoj privrednoj aktivnosti koji su formirani na osnovu konkretnih promena kvantitativnog monetarnog cilja (izabranog monetarnog agregata).

Savremena teorijska literatura, ukazuje da je razumno pokloniti pažnju kamatnim stopama u procenjivanju kretanja monetarnih agregata. U radovima o transmisionom mehanizmu novca i strukture finansijskih tržišta, *J. Tobin* argumentuje da bi trebalo primeniti pristup targetiranja koji kombinuje monetarne agregate i kamatne stope, kao na potencijalno superiorniji pristup za projektovanje monetarne politike od pristupa koji bi uzimao samo jednu varijablu.[98] Slično, *Canzoneri, Henderson* i *Rogoff*, dokazuju u svom radu da bi bilo optimalno za monetarne vlasti da koriste nominalne kamatne stope kao informacione varijable o promeni kvantitativnih monetarnih ciljeva.[99]

Ekonomisti zastupnici modela racionalnih očekivanja, pokazuju da nominalne kamatne stope mogu biti uspešno kombinovane sa monetarnim agregatima u jedan sistem intermedijarnog targetiranja, ako se podržava dugoročno regulisanje tih targeta.[100]

96 Opširnije o *Keynes*-ovom stanovištu prirodne kamatne stope i marginalne efikasnosti kapitala pogledati sledeći izvor: Makinen, G., *Money, the Price Level, and Interest Rates*, Englewood Sliffs, N.J. Prentice-Hall, 1977, pg. 57-59.

97 *Fisher* je prvi proučavao pojavu povećanja stope inflacije i nominalne kamatne stope koje su rezultat mere centralne banke da poveća kamatnu stopu novca. U skladu sa tim realna kamatna stopa predstavlja razliku između nominalne kamatne stope i stope inflacije.
Opširnije o *Fischer*-ovom efektu pogledati sledeće izvore: Mankiw., G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 662-664; Laurent, R., *An Interest Rate-Based Indicator of Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perseptives, January/February 1988, pg. 3-14 i Harris, A., Harris, E., *Monetary Policy Influenceon the Economy – An Empirical Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, winter 1986-87, pg. 19-34.

98 Opširnije: Tobin, J., Brainard, W., *Financial Intermediaries and the Effecitvness of Monetary controls,* American Economic Review, May 1963, pg. 383-400; *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,* Journal of Money, Credit, and Banking, February 1969, pg. 15-29 i *Monetary policies and the Economy: The Transmission Mechanism*, Souther Economic Journal, January 1978, pg. 421-431.

99 Podsećanje: očekivanja su racionalna kada ljudi uzimaju u obzir sve dostupne informacije kod prognoziranja ekonomskih varijabli. U skladu sa tim, teorija racionalnih očekivanja podrazumeva da ljudi kada predviđaju budućnost koriste sve informacije kojima raspolažu, uključujući i informacije o ekonomskoj politici vlade. Na primer, kod prognoziranja inflacije, racionalna očekivanja odražavaju informacije o tome šta se dešava sa novčanom masom i šta ekonomski modeli predviđaju da će biti posledice u pogledu cena.
Opširnije: Canzoneri, M., Henderson, D., Rogoff, K., *The Information Content of the Interest Rate and Optimal Monetary Policy*, Quarterly Journal of Economics, November 1983, pg. 545-566.

100 Opširnije: Sargent, T., Wallace, N., *Rational Expectations the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Monetary Supply Rule*, Journal of Political Economy, April, 1975, pg. 241-254; Parkin, M., *A Comparison of Alternative Techniques of Monetary Control Under Rational Expectations*, Manchester School of Economics and Social Studies, September 1978, pg. 252-287; McCallum, B., *Price Level Determinacy with and Interest Rate Policy Rule and Rational Expectations*, Journal of Monetary Economics,

Boks 6.3. Primena racionalnih očekivanja na tržištima hartija od vrednosti

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 583)

Sasvim je logično da treba da se primenjuje princip racionalnih očekivanja na cene hartija od vrednosti. Svaki delić informacije će se koristiti za formulisanje očekivanih cena obveznica ili cena akcija, jer postoje direktne i često trenutne mogućnosti za profit ukoliko se postupa u skladu sa takvim informacijama.

Ova ideja ima zanimljivu implikaciju za tekuće cene hartija od vrednosti: one će se odraziti na sve u tom momentu raspoložive informacije. Na primer, pretpostavimo da je u Vašingtonu otkriven poverljiv dokument Federalnih rezervi (FED), u kom se najavljuje iznenadna redukcija rasta novčane mase, u korpi za otpatke, i onda se to objavi u *Wall Street Journal*-u. Pošto bi manje ekspanzivna monetarna politika vodila do manje inflacije i nižih nominalnih kamatnih stopa, otuda višim cenama obveznica u budućnosti, tražnja za obveznicama bi se povećala odmah sada a cene obveznica bi rasle sve dok ne prestane mogućnost da se ostvari profit.

Prema tome, informacija o novoj politici Federalnih rezervi bila bi inkorporirana u cene obveznica odmah posle njenog objavljivanja. Drugim rečima, cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije. Tako primena racionalnih očekivanja na tržištima hartija od vrednosti dovešće do ostvarivanja efikasnog tržišta kapitala.

Kamatna stopa je ranije bila, a i danas je jedan od najznačajnijih targeta, operacionih ciljeva i indikatora monetarne politike. Istorijski posmatrano kamatne stope su bile najčešći targeti u monetarnoj politici, pogotovo u vreme kada je kejnzijanska doktrina imala preovlađujući uticaj (od 1930-tih do 1970-tih godina). SAD, V. Britanija i Kanada su do nedavno koristile kamatne stope na prekonoćne pozajmice (*overnight loan rate*) kao operativni target, a reč je o kamatnim stopama na tržištu viškova bankarskih likvidnih rezervi. CB preko upravljanja monetarnom bazom, M0 utiče na raspoloživost likvidnih rezervi na tržištu i na taj način posredno deluje na visinu ovih kratkoročnih kamatnih stopa.

U korišćenju kamatnih stopa kao operacionih ciljeva i intermedijarnih ciljeva postoje dva osnovna cilja. Prvi cilj je da se utiče na ravnotežu na novčanom tržištu, jer kamatne stope predstavljaju ravnotežne kamatne stope, koje se formiraju u sučeljavanju ponude i tražnje. Drugi cilj je vezan za ključnu ulogu kamatnih stopa u transmisionom mehanizmu, preko kojeg se monetarna politika reflektuje na finansijska i realna kretanja u ekonomiji, pa se uticaju CB na njih i na njihova kretanja pridaje veliki značaj. U praksi se pokazalo da je problem u targetiranju kamatnih stopa prvo, suviše složeni transmisioni mehanizam između instrumenata monetarne politike i njenih krajnjih ciljeva i drugo, CB utiče samo na opšti nivo kamatnih stopa, a ne i na čitav set kamatnih stopa.[101]

November 1981, ph. 319-329 i Barro, R., *Interest-Rate Targeting*, Journal of Monetary Economics, Janury 1989, pg. 3-30.

101 Đurović – Todorović J., Jovanović M., Krstić B., *Monetarni i fiskalni menadžment*, EF Niš, 2006., str. 194-197

DRUGI MOGUĆI TARGETI I INDIKATORI

Tokom 1980-tih godina u finansijski najrazvijenijim ekonomijama došlo je do eksplozivnog razvoja **finansijskih inovacija, koje u velikoj meri mogu biti supstitut transakcionog novca**, što je uticalo na promenu pristupa u definisanju i korišćenju targeta i indikatora monetarne politike. Finansijske inovacije su bile rezultat procesa jačanja tržišta u oblasti finansija i procesa deregulacije. Zbog toga su ekonomisti pomerili fokus monetarne politike sa ograničenog skupa monetarnih agregata na širi skup veličina (varijabli), kao što su finansijske inovacije, koje vrše supstituciju transakcionog novca. Ovo je izazvalo velike rasprave među ekonomistima koji se bave monetarnom ekonomijom i politikom. Uključivanjem finansijskih inovacija u monetarne agregate kao operativne ciljeve monetarna politika je izgubila bilo kakvo sidro, čime se centralnu banku izlaže riziku da bude prepuštena uticaju kratkoročnih privrednih poremećaja, bez jasnog pogleda na dugoročne ciljeve ekonomske politike.

Pristalice kejnzijanskog pristupa kao način prevazilaženja pomenutih problema su predložili za sidro monetarne politike **nominalni bruto domaći proizvod** (NBDP). Na ovaj način, smatraju, moglo bi se lakše obezbediti uspostavljanje ravnoteže između stabilizacionih i razvojnih ciljeva monetarne politike. Ne treba naglašavati da je ovim ekonomistima razvojni aspekt ekonomske politike u prvom planu.[102] Targetiranje NBDP se kvantitativno svodi na ciljanje rasta novčane mase koji je jednak zbiru dugoročne stope rasta realnog BDP i ciljane stope inflacije. U kratkom roku promene rasta NBDP uzrokuju slične promene porasta realnog BDP sa minimalnim uticajem na inflaciju. U dugom roku, međutim, promene rasta NBDP tesno su vezana za stopu inflacije bez uticaja na realni BDP.

Targetiranje NBDP ima najpre prednost da monetarna politika targetiranjem NBDP može da neutrališe poremećaja agregatne tražnje. Na primer, u slučaju opadanja izvoza zbog recesije u okruženju (što je poslednjih godina slučaj sa izvozom Srbije zbog recesije u EU) dolazi posledično do usporavanja rasta realnog BDP i NBDP. Reakcija CB bi trebalo da ide u pravcu relaksacije (popuštanja, labavljenja) monetarne politike i sledstveno ciljanog NBDP, što bi doprinelo oporavku tražnje i rastu realnog BDP. Druga prednost targetiranja NBDP je mogućnost balansiranja CB između ciljeva stabilnog rasta i inflacije kada dolazi do poremećaja agregatne ponude. Na primer, u slučaju porasta cena sirovina na svetskom tržištu došlo bi do porasta cena na domaćem tržištu i istovremeno do usporavanja rasta realnog BDP. Korišćenjem targetiranja NBDP CB je u situaciji da istovremeno utiče na oba cilja i to monetarnom relaksacijom na oporavak privrede, tačno u meri uticaja negativnog šoka (neutrališući dejstvo negativnog spoljnog šoka), a preko adekvatnog porasta realnog BDP i na inflaciju kroz njeno smirivanje.

Kod targetiranja NBDP kao monetarne strategije otvorena je dilema kako i na koji način da CB prilagođava promenu NBDP onome što se u realnosti dešava. Naime, za razliku od kretanja monetarnih agregata čije se veličine mere relativno često, na mesečnom nivou, kretanje realnog i NBDP je moguće i to sa priličnim odstupanjem na kvartalnom nivou.

102 Opširnije: Tobin, J., *Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks*, Journal of Money, Credit and Banking, November 1983, pg. 506-551 i Meade, J., *The Meaning of Internal Balance*, Economic Journal, September 1978, pg. 423-435.

Otuda se postavlja pitanje da li da CB prilagođava politiku projektovanim stopama rasta NBDP ili da reaguje naknadno na tačno (približno) povećanje / smanjenje realnog BDP, pa se zbog uticaja na racionalna očekivanja ekonomskih subjekata savetuje da se to čini naknadno prilagođavanjem NBDP nastalim kretanjima.

Sumarno prednosti targetiranja NBDP su:

- Pouzdanija veza instrumenata monetarne politike i NBDP nego kod drugih veličina;
- Sprečava CB da koristi raskorak između inflacije i nezaposlenosti i da preko uticaja na rast realnog BDP utiče na ubrzanje inflacije;
- Omogućava dugoročnu stabilnost cena.

Ukazuje se istovremeno i na ispoljene nedostatke ove strategije monetarne politike:

- Pošto monetarna politika koristi rast cena i rast realnog BDP za izračunavanje rasta NBDP, moguće su različite kombinacije, uključujući i negativno delovanje;
- CB nema kontrolu nad agregatnom ponudom niti uticaj na spoljno - ekonomska kretanja, što ograničava delovanje monetarne politike;
- Monetarna politika zavisi od kvaliteta prognoza finansijskih i realnih kretanja.[103]

Alternativa za korišćenje targeta i indikatora monetarne politike predstavlja viđenje ekonomista praktičara da to treba da bude **devizni kurs nacionalne valute.** Targetiranje kursa domaće valute je dugovečna strategija monetarne politike i može biti u formi vezivanja za robu, odnosno zlato, kao u vreme važenja zlatnog standarda, ili za vrednost valute neke nisko - inflatorne privrede.

Kao praksa korišćeno je u većem broju razvijenih zemalja, kao što su Francuska i V. Britanija koristile vezivanje svojih valuta za vrednost nemačke marke kao stabilnije. Tako je Francuska 1987. po prvi put vezala vrednost franka za marku i to je bilo uspešno, jer se inflacija spustila u petogodišnjem periodu sa 3 na 2% godišnje, a nakon toga održavala na dostignutom nivou. Velika Britanija je nakon vezivanja za marku 1990. uspela da u dve godine inflaciju spusti sa 10 na 2% godišnje. Pokazalo se da neke razvijene zemlje jednostavno nisu kadre da vode uspešnu monetarnu politiku, pa je korišćenje deviznog kursa kao sidra bilo racionalno rešenje. Uz to, ovakva strategija doprinosi boljoj integraciji zemlje, koja je koristi, u međunarodnu privredu.

Čest slučaj je targetiranje deviznog kursa kao monetarna strategija takođe i u zemljama u razvoju koje na taj način pokušavaju da kontrolišu inflaciju. Kod zemalja u razvoju institucije nisu dovoljno snažne, uključujući i CB, tako da je ovo strategija koja doprinosi stabilnosti. Međutim, treba imati u vidu da ukoliko nije dovoljno transparentna može dovesti ne do stabilnosti, već do finansijske nestabilnosti.

Kao alternativa ovome u zemljama u razvoju mogu se koristiti podvarijante politike targetiranja deviznog kursa: valutni odbor i dolarizacija (evroizacija). **Valutni odbor** (***Currency Board***) je strategija u kojoj je domaća valuta u potpunosti pokrivena nekom izabranom čvrstom valutom, pri čemu je utvrđen fiksni paritet između te dve valute. Kao prednosti valutnog odbora navode se: prvo, porast novčane mase moguć je jedino u slu-

103 Đurović – Todorović J., Jovanović M., Krstić B., *Monetarni i fiskalni menadžment*, EF Niš, 2006., str. 196-201

čaju povećanja deviznih rezervi i drugo, poštovanje fiksnog pariteta je striktno. Nedostaci valutnog odbora su: prvo, gubitak samostalnosti CB u vođenju monetarne politike i drugo, mogućnost da zemlja bude izložena spoljnim šokovima iz zemlje čija je valuta izabrana za fiksiranje i treće, CB gubi ulogu poslednjeg zajmodavca u slučaju likvidnosnih teškoća.

Dolarizacija (ili evroizacija) je korišćenje čvrste valute kao denominatora transakcija u zemlji sa visokim stopama inflacije. Ova podvarijanta strategije targetiranja deviznog kursa veoma je efikasna i onemogućava devizne špekulacije na štetu zemlje koja je uvodi. Međutim, njenim uvođenjem, osim ostalih nedostataka politike targetiranja deviznog kursa, država gubi prihode od emisije nacionalne valute (senioraža - *seniorage).*

Prednosti korišćenja targetiranja deviznog kursa mogu se svesti na sledeće:

- Doprinosi držanju inflacije pod kontrolom, jer vezuje stopu inflacije za cenu robe koja predmet međunarodne trgovine;
- Na ovaj način se obezbeđuje automatsko pravilo monetarne politike, što obezbeđuje njenu doslednost;
- Pravilo sidra deviznog kursa je jasno i transparentno, što je važno za javnost i racionalna očekivanja.

Istovremeno, treba ukazati na nedostatke ove strategije:

- Negativna kretanja u zemlji čija je valuta sidro se prenose na zemlju koja je svoju valutu vezala;
- Zemlje koje koriste devizno sidro mogu biti predmet deviznih špekulacija;
- Mogu se koristiti prodaje valute neposredno pre sprovođenja depresijacije;
- Kao nedostatak se ukazuje takođe na gubljenje odgovornosti CB za vođenje monetarne politike.

Boks 6.4. Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim privredama

("Razvojna strategija malog nacionalnog gospodarstva u globaliziranom svijetu", urednici: Družić G. i Družić I., HAZU i EFZG, 2012., str. 119-153, Ivanov M., EF Zagreb)

Prema koncepciji nemogućeg trojstva (trougla) u isto vreme nije moguće koristiti tri varijable makroekonomske politike: 1) fiksni devizni kurs, 2) slobodne međunarodne tokove kapitala i 3) samostalnu aktivnu monetarnu politiku. Kako su, međutim, uslovi slobode tokovi međunarodnog novca i kapitala globalno prihvaćeni praktično postoji dvojstvo izbora između: 1) fiksnog deviznog kursa i ograničenja u vođenju monetarne politike, i 2) fleksibilnog kursa i aktivnije monetarne politike.

Složenost vođenja monetarne politike očituje se u korišćenju intermedijarnih ciljeva i instrumenata kojima se deluje na ostvarivanje krajnjih ciljeva, što je najčešće stabilnost cena, a u širem smislu može uključiti visoku zaposlenost, ekonomski rast i finansijsku stabilnost. Nasuprot tome, intermedijarni ciljevi mogu ali i ne moraju biti javno objavljeni. Oni se ugrađuju u strategiju vođenja

monetarne politike zato što su više osetljivi na instrumente monetarne politike, služe za povećanje delovanja monetarne politike u ostvarivanju krajnjih ciljeva. Javno iskazivanje intermedijarnih ciljeva posebno dolazi do izražaja kod monetarnih strategija koje se oslanjaju na korišćenje eksplicitnih nominalnih sidara, kao nominalnih varijabli kojima se sidre inflaciona očekivanja javnosti i promovišu niske stope inflacije. Alternativno centralne banke mogu koristiti monetarnu strategiju bez eksplicitnog nominalnog sidra, kao što je u praksi SAD, ECB i Banke Japana.

U praksi malih i otvorenih zemalja najzastupljenija je primena monetarne strategije sidra deviznog kursa. Kod dela zemalja ona ima obeležje eksplicitnog nominalnog sidra, a kod dela zemalja predstavlja implicitno nominalno sidro. Strategiju ciljanja monetarnih agregata koristi tek manji broj uglavnom slabije razvijenih zemalja sa nerazvijenim finansijskim sistemom, dok više razvijene i prostorno i ekonomski snažnije male i otvorene zemlje koriste strategiju ciljane inflacije. Strategija ciljane inflacije dobro funkcioniše u zemljama koje nisu evroizirane, koje imaju razvijene finansijski sistem, visok kredibilitet monetarne politike i izgrađeno poverenje u domaću valutu, pa nisu zavisne od nužnosti očuvanja stabilnosti deviznog kursa. Ciljanje inflacije se nameće kao optimalna strategija koja ne sputava aktivno korišćenje monetarne politike, jer finansijska stabilnost nije determinisana stabilnošću kursa, već u većoj meri monetarnom stabilnošću, kvalitetom plasmana banaka i kretanjem kamatnih stopa. S druge stane, sidro deviznog kursa može predstavljati efikasnu monetarnu strategiju za očuvanje monetarne i finansijske stabilnosti zemalja koje su uvozno zavisne, visoko evroizirane i spoljno zadužene, ali na dugi rok nameće niz ograničenja, jer može postati kočnica ekonomskog rasta i razvoja.

Targetiranje (ciljanje) inflacije je strategija borbe za stabilnost koja se poslednjih godina često koristi u zemljama u tranziciji, uključujući Srbiju (od 2006. godine). Ova strategija najpre je primenjena na Novom Zelandu (1990. godine) i pokazala se efikasnom, pa su i druge zemlje sledile taj put: Kanada (1991.), Velika Britanija (1992.), Švedska, Finska (1993.), Australija i Španija (1994.), Izrael, Čile, Brazil.

Ova strategija se zasniva na sledećim elementima: javnom saopštavanju numeričke vrednosti ciljane inflacije; institucionalne obaveze postizanja tog cilja; korišćenje monetarnih agregata, kamata i drugih veličina u borbi za stabilnost; nastojanje da se obezbedi najveća moguća transparentnost monetarne politike.

Targetiranje inflacije ima neke prednosti u odnosu na druge strategije targetiranja:

- prvo, monetarna politika je prvenstveno usmerena na domaće potrebe;
- drugo, korišćenje svih dostupnih informacija u ostvarivanju cilja;
- lako razumevanje cilja za javnost i
- četvrto, povećana je odgovornost CB za vođenje monetarne politike.

Pored navedenih prednosti ova strategija ima nedostatke:

- prvo, odloženo uočavanje i prepoznavanje efekata mera;
- drugo, previše stroga pravila za monetarnu politiku, koja onemogućavaju uključivanje diskrecionih mera u slučaju odstupanja;

- treće, ciljana inflacija može biti i u pravilu je viša od nulte; i
- četvrto, ova strategija rezultira niskim stopama rasta BDP.

REZIME POGLAVLJA:

Monetarna politika je suočena sa većim brojem problema koji se moraju minimizirati u cilju uspostavljanja efikasnog ostvarivanja ciljeva. To su pitanje efikasnosti monetarne politike, protivrečnosti krajnjih ciljeva, pitanje posrednog delovanja monetarnih instrumenta i kašnjenje u ispoljavanju efekata mera. Zbog toga centralne banke definišu operativne ciljeve – targete i intermedijrene ciljeve – indikatore, kao monetarne veličine na koje direktnije utiču. Ove veličine moraju biti merljive, kontrolabilne i od uticaja na krajnje ciljeve. Za targete i indikatore se biraju monetarni agregati, kamatne stope ili NBDP, a izbor zavisi od faktora kao što su krajni ciljevi monetarne politike, shvatanja transmisionog mehanizma, stepena nezavisnosti centralne banke i sistema deviznog kursa.

KLJUČNE REČI:

krajnji ciljevi, operativni ciljevi – targeti, intermedijarni ciljevi – indikatori, monetarni agregati.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

6.1. Koji su problemi u sprovođenju monetarne politike?
6.2. Zašto se koriste indikatorsko-operacioni ciljevi?
6.3. Šta je operativni cilj – target?
6.4. Koji su mogući operativni ciljevi – targreti?
6.5. Koji su mogući intermedijarni ciljevi – indikatori?
6.6. Šta je merljivost operativnog cilja?
6.7. Šta je kontrolabilnost operativnog cilja?
6.8. Koji faktori utiču na izbor ciljne intermedijarne varijable?
6.9. Kakav je uticaj krajnih ciljeva na operativne ciljeve?
6.10. Da li krajnji ciljevi monetarne politike mogu biti protivrečni?
6.11. Kakav je uticaj shvatanja transmisionog mehanizma na izbor operativnog cilja?
6.12. Kakav je uticaj stepena nezavisnosti CB na izbor operativnog cilja?
6.13. Kakav je uticaj sistema deviznog kursa na izbor operativnog cilja?
6.14. Kako fiksni kurs utiče na monetarnu politiku?
6.15. Kako fleksibilan devizni kurs utiče na monetarnu politiku?
6.16. Kojim veličinama kejnzijanci daju prednost kao operativnim ciljevima?
6.17. Kojim veličinama monetaristi daju prednost kao operativnim ciljevima?
6.18. Šta je prednost NBDP kao operativnog cilja?
6.19. Da li monetarna veličina može istovremeno biti i target i indikator?
6.20. Kako finansijske inovacije utiču na izbor operativnog cilja?

7 KAŠNJENJE MERA MONETARNE POLITIKE

Mere monetarne politike se ne ispoljavaju odmah i u potpunosti, već posle određenog vremena i neravnomerno.

CILJEVI UČENJA:

- Da objasnite šta je to kašnjenje u sprovođenju monetarne politike;
- Znate koji su uzroci kašnjenja u sprovođenju monetarne politike;
- Znate koje su komponente kašnjenja u delovanju instrumenata monetarne politike;
- Navedete koji su problemi merenja dužine kašnjenja efekata monetarnih varijabli i mera monetarne politike.

UVOD

Mere monetarne politike se ne ispoljavaju odmah i u potpunosti, već posle određenog vremena i neravnomerno. Primena (implementacija) monetarne politike i makroekonomske politike u celini se komplikuje prisustvom kašnjenja. Najpre, postoji vremenski raskorak između prepoznavanja potrebe za akcijom i uvođenjem mera (akcija) na bazi raspoloživih informacija o tekućim ekonomskim kretanjima i prognoze o budućim ekonomskim uslovima. Dalje, postoji kašnjenje između akcija monetarne politike i njenih efekata na monetarne veličine. Konačno, postoji vremenski zaostatak između preduzetih mera i ispoljavanja efekata na krajnje ciljeve.

Kakvo će biti kašnjenje i koliko će vremenski iznositi zavisi od razvijenosti finansijskog sistema, kvaliteta informacija i kvaliteta odlučivanja u centralnoj banci, od karakteristika transmisionog mehanizma monetarne politike i faze privrednog ciklusa u kojoj se nacionalna ekonomija nalazi. Kašnjenje postoji i kod fiskalne politike, ali je različito u odnosu na monetarnu politiku i u pravilu je kraće. Sve u svemu, kašnjenje monetarne politike otežava njeno vođenje i ugrožava kvalitet upravljanja, o čemu se mora voditi računa.

POJAM KAŠNJENJA

Teorijska i empirijska istraživanja o vremenskom zaostatku efekata preduzetih mera monetarne politike i o samom fenomenu kašnjenja su neophodna zato što se instrumenti monetarnog regulisanja ne ispoljavaju potpuno i odmah, već su vidljivi sa vremenskim zakašnjenjem, što otežava izučavanje i vođenje monetarne politike.

Mere monetarne politike se ne ispoljavaju odmah i u potpunosti, već posle određenog vremena i neravnomerno. **Kašnjenje monetarne politike** je ispoljavanje efekata mera monetarne politike sa vremenskim zaostatkom (otklonom). Istovremeno, to znači da ne postoji jedna pojava koja bi se mogla nazvati kašnjenjem dejstva monetarnih mera, već se može govoriti o raspoređenom kašnjenju u vremenu. Drugim rečima, pojedine mere monetarne politike će se ispoljiti sa različitim vremenskim zaostatkom. Otuda možemo govoriti o celini kašnjenja mera monetarne politike samo kao o prosečno ponderisanom intervalu između preduzete mera i njihovih efekata.[104]

Primena monetarne politike komplikuje se prisustvom kašnjenja:

- između prepoznavanja potrebe za akcijom i uvođenjem mera (akcija) na bazi prognoze o budućim ekonomskim uslovima;
- između akcije monetarne politike i njenih efekata na makroekonomske agregate;
- u konačnom ispoljavanju preduzetih mera.

Mere monetarne politike ne samo da se ispoljavaju sa zakašnjenjem, već i neravnomerno. To znači da njihovo delovanje nailazi na različite reakcije ekonomskih subjekata koji se nalaze u transmisionom mehanizmu monetarne politike. Kakva će reakcija pojedinih aktera, banaka, kompanija, pojedinaca, biti ne zna se unapred. Osim toga, postoji velika verovatnoća da će se njihovo ponašanje menjati tokom delovanja mera. Otuda je prisutan rizik da se u periodu ostvarenja politike značajno promeni priroda problema koji su uslovili izmenu političkih akcija.[105]

Mere monetarne politike preduzimaju se u cilju ponovnog uspostavljanja ravnoteže na tržištu novca, bilo prilagođavajući ponudu novca postojećoj tražnji, bilo tražnju novca postojećoj ponudi novca. U slučaju neravnoteže portfelja finansijskih i realnih aktiva učesnika privrednih kretanja, monetarna politika proizvodi različite efekte na pojedine aktere i njihov porfelj. Rezultat toga je kupovina i prodaja finansijskih i realnih aktiva u želji da se ponovo uspostavi ravnoteža - kada će marginalna jedinica svake aktive odbacivati jednaki prinos, odnosno, kada neće postojati prednost držanja između različitih oblika aktive.

Trebalo bi imati u vidu da se ekonomski subjekti (transaktori) kompanije i pojedinci, prilagođavaju posredno okolnostima na tržištu, zbog toga što im je potrebno vreme da postanu svesni izmenjenih uslova, a pošto postanu svesni neravnoteže u svom portfelju, neophodno im je takođe vreme da preduzmu aktivnosti da koriguju strukturu svog portfelja imovine.[106] Osim toga ekonomski subjekti su suočeni sa neizvesnošću, a jedna od glavnih

104 Opširnije: Friedman, M., *Teorija novca i monetarna politika*, Rad, Beograd, 1973, str. 262.

105 Opširnije o uticaju kašnjenja na preduzimanje političkih akcija pogledati sledeći izvor: Coopers, K, Donald, F., Gene, U, *Money, the Financial System and Economic Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 1983., pg. 540.

106 Opširnije o prilagođavanju transaktora promenama usled kašnjenja: Crockett, A., Money – *Theory, Policy and Investments*, Second Edition, Nelson, 1979, pg. 74-75

neizvesnosti delovanja monetarne politike je vremensko kašnjenje između potrebno preduzete akcije i efekata akcije na krajnje ciljeve monetarne politike.

Vremenski okvir i kašnjenje u ispoljavanju mera monetarne (i makroekonomske) politike zavisi od fundamentalne stabilnosti ili nestabilnosti privrede, tj. koliko je privreda snažna da pokrene sopstvene mehanizme za uravnoteženje. Ukoliko su unutrašnje snage za stabilnošću:[107]

- Slabe, kakve su u pravilu u zemljama u razvoju i tranziciji, vreme potrebno za autonomno prilagođavanje biće dugo i neprihvatljivo. Otuda promene ekonomske politike moraju da se usvajaju brzo, kako bi se proces vraćanja privrede u stanje ravnoteže što pre ostvario;
- Jake, kakve su u razvijenim privredama, kratkoročne promene u privrednom ponašanju mogu brzo da pokrenu autonomne snage za uravnoteženjem. Stoga, privreda može apsorbovati inicijalne promene bez bilo kakvih promena politike.

Možemo zaključiti da od pravovremenosti i adekvatnosti informacija zavisi brzina i kvalitet odluka o eventualnom preduzimanju (izmena) mera makroekonomske politike, uključujući monetarnu politiku.

Boks 7.1. Gde se krije sav taj novac?

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 598)

U 1960. godini, 20% novčane mase (M1) SAD-a je bilo u obliku gotovine (uključujući i metalni novac). Imali su 29 milijardi dolara u opticaju i 112 milijardi dolara na tekućim računima. U to vreme SAD su imale 180 miliona ljudi, tako da su 29 milijardi dolara u metalnom novcu i novčanicama u proseku iznosile 160 dolara na svakog muškarca, ženu i dete u zemlji.

Nasuprot tome, tokom 2003. godine oko 50% novčane mase M1 sastojalo se od novca (640 milijardi dolara gotovine u opticaju i 601 milijarda dolara na tekućim računima). Tada je u SAD-u bilo 290 miliona stanovnika, tako da je 640 milijardi dolara u metalnom novcu i novčanicama iznosilo zapanjujući prosek od 2.207 dolara na svakog muškarca, ženu i dete u zemlji.

Možda ljudi danas drže toliko mnogo gotovine, jer su cene više nego što su bile 1960. godine. U svakom slučaju, efekat viših cena treba barem delimično da bude neutralisan povećanim korišćenjem kreditnih kartica, što omogućava ljudima da drže manje gotovine nego pre. Valuta SAD-a mnogo se koristi u inostranstvu, u zemljama sklonim inflaciji, kao na primer Ekvador, Rusija i Brazil.

Međutim, bez sumnje jedan od razloga za povećanje gotovine je aktivnost u prikrivenoj „sivoj" ekonomiji – onom delu ekonomskog sistema koji nikad ne koristi čekove kao sredstvo plaćanja. Samo gotovinu, molim! Gotovina ne ostavlja pisane tragove. Siva ekonomija uključuje nezakonite poslove, kao što su kocka, prostitucija i prodaja droge; poslove oko popravke kuće, npr. baštovanstvo i stolarija, gde se zahteva plaćanje gotovinom da bi se izbegao

107 Opširnije: McCarty, M., *Money and Banking – Financial Institutions and Economic Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 1982, pg. 436.

porez. Pa čak i radnici u velikom broju u raznim granama, pošteni student na koledžu (a možda i neki od njihovih profesora) rade „van knjiga" radi izbegavanja poreza.
Niko zasigurno ne zna koliki je obim takve „sive" ekonomije, ali mi računamo da ono može biti od 10 do 15% od zvanično objavljenog bruto domaćeg proizvoda.

KOMPONENTE (VRSTE) KAŠNJENJA

Komponente (vrste) kašnjenja su važne prilikom analize kašnjenja. Do kašnjenja može doći i dolazi u svim fazama, od prepoznavanja potrebe za merama monetarnog regulisanja, do ispoljavanja efekata na krajnje ciljeve, te možemo razlikovati sledeće: [108]

- **Kašnjenje izvršenja** (*execution lag*) – vremenski interval između trenutka kada je potrebno preduzeti monetarnu akciju i trenutka kada se akcija preduzima. U okviru kašnjenja izvršenja mera javljaju se:
  - **Kašnjenje prepoznavanja** (*recognition lag*)– vremenski raspon između trenutka kada je potrebna monetarna akcija i trenutka kada se prepozna (shvati) potreba za monetarnom akcijom;
  - **Kašnjenja upravljanja** (*administrative lag*) – period koji je potreban da se monetarne odluke donesu i započne akcija posredstvom instrumenata (instrumentalnih varijabli) monetarne politike;
- **Operativno kašnjenje** (*operation lag)* – vremenski interval između trenutka uvođenja instrumenata monetarne politike i trenutka kada se ispoljavaju efekti na konačne ciljeve. U okviru operativnog kašnjenja razlikujemo:
  - **Posredno kašnjenje** *(intermediate lag)* – vreme između preduzetih akcija i efekata na monetarne veličine (varijable) - posredne ciljeve (novčana masa, nivo kamatne stope i raspoloživost kredita);
    - **Spoljašnje kašnjenje** *(outside lag)* – period između promena posrednih ciljeva i promena veličina (varijabli) finalnih ciljeva (zaposlenost, stabilnost, privredna aktivnost); Spoljašnje kašnjenje može biti:
      - **kašnjenje odlučivanja** *(decision lag)*– kašnjenje između promene varijabli posrednog cilja i promena nivoa i kompozicije rashoda;
      - **kašnjenje proizvođenja efekata** *(production lag)*– interval između promene u rashodima i početka delovanja efekata na krajnje ciljeve (zaposlenost, privredni rast i cene).[109]

108 Opširnije: Živković, A., *Neki teorijski aspekti monetarnog rasta u inflatornim uslovima razvijenih tržišnih privreda,* Jugoslovensko bankarstvo, br. 1, 1973, str. 51-54 i *Analiza efektivnosti monetarne politike u Jugoslaviji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1993, str. 76-79.

109 Opširnije: Pierce, D., Shaw, D., *Monetary Economics, theories, evidence and policy*, Butter-Worths, London-Boston, 1974, pg. 438-439

<table>
<tr><td colspan="3"></td><td>Kašnjenje odlučivanja</td><td>Kašnjenje efekata</td></tr>
<tr><td>Kašnjenje prepoznavanja</td><td>Kašnjenje upravljanja</td><td>Posredno kašnjenje</td><td colspan="2">Spoljašnje kašnjenje</td></tr>
<tr><td colspan="2">Kašnjenje izvršenja</td><td colspan="3">Operativno kašnjenje</td></tr>
<tr><td colspan="5">Ukupno vremensko kašnjenje</td></tr>
<tr><td colspan="2">Unutrašnje kašnjenje</td><td colspan="3">Spoljašnje kašnjenje</td></tr>
<tr><td>Kašnjenje prepoznavanja</td><td>Kašnjenje akcije</td><td colspan="3"></td></tr>
<tr><td>Potreba za akcijom</td><td>Prepoznavanje potrebe akcije</td><td>Promena politike</td><td colspan="2">Promena NBDP</td></tr>
</table>

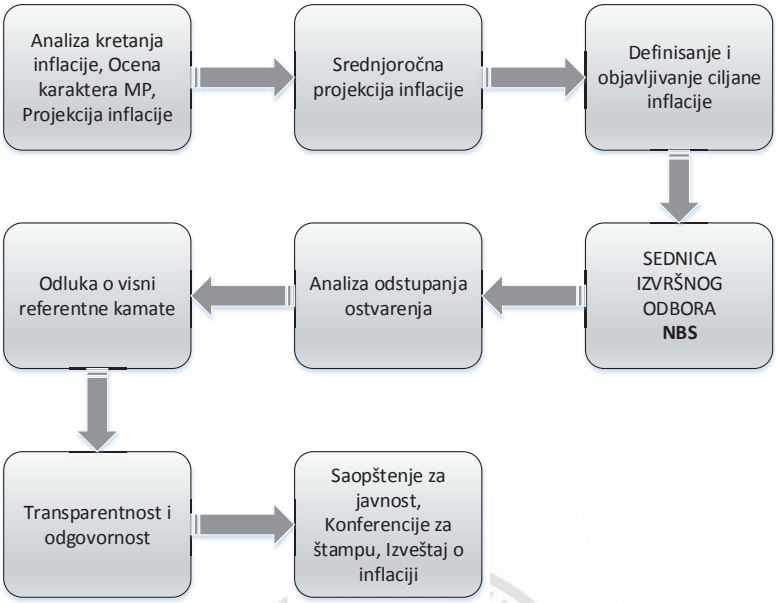
Tabela 7.1. Komponente (vrste) kašnjenja monetarne politike

Izvor: Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, EF, Beograd, 2006. str. 318

Pored ovako široke sistematizacije oblika kašnjenja u ekonomskoj literaturi se mogu naći i sledeće podele: [110]

- Unutrašnje (kašnjenje prepoznavanja i kašnjenje monetarne akcije) i spoljašnje kašnjenje, prema *H.R.Vane* i J.*L.Thompson*;
- Prvo (između potrebe za akcijom i preduzimanja monetarne akcije) i drugo kašnjenje (između preduzimanja akcije i dejstva akcije na promene u finansijskoj sferi, odnosno, realnoj sferi), prema *D. Wrightsman*-u;
- Informaciono kašnjenje, kašnjenje primene, registrovanja instrumenata i krajnja reagovanja kašnjenja, prema *A. Crockett*-u;
- Vremenski period između nastajanja potrebe za monetarnim akcijama i njenog opažanja od strane monetarnih vlasti i vremenski period između opažanja potrebe za monetarnom akcijom i preduzimanja monetarnih akcija i ispoljavanja efekata, prema *M. Friedman*-u;
- Kašnjenje prepoznavanja, implementacije i reagovanja privrede na političke promene, prema *J.L. Pierce*;
- Kašnjenje identifikacije, odlučivanja, monetarnog i proizvodnog sektora, prema *M.H. McCarty*-u.

110 Opširnije: Vane, H., Thompson, J., *An Introduction to Macroeconomic Policy*, Second Edition, Wheadsheaf Books, 1985, pg.164-166; Wrightsman, D., *An Introduction to Monetary Theory and Policy*, The Free press, New York, 1976, pg.306-309; Crockett, A., *Money – Theory, Policy and Institutions*, Second Edition, Nelson, 1979, pg. 76-78; Friedman, M., *The Lag in Effect of Monetary Policy*, Journal of Political Economy, October 1961, pg. 456-457; Friedman, M., *Teorija novca i monetarna politika*, Rad, Beograd, 1973, str. 262; Pierce, J., *Monetary and Financial Economics*, John Wiley and Sons, 1984, pg. 653-658 i McCarty, M., *Money and Banking – Financial Institutions ad Economic Policy*, Addison-Wesley Publishin Company, 1982, 434-436.



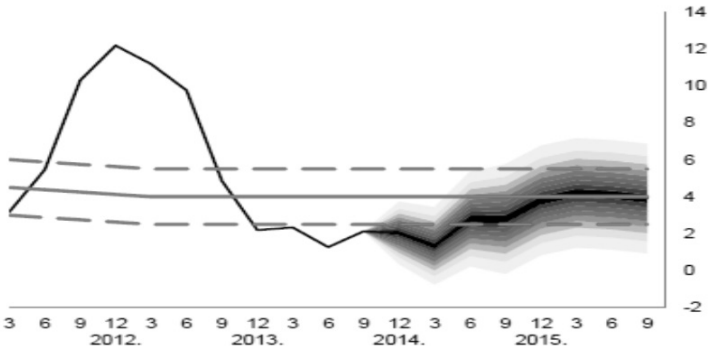
Slika 7.1. Proces donošenja odluka IO NBS

Koliko je složen mehanizam donošenja odluka o monetarnoj politici, analiza i kontrola izvršenja i na kraju korekcije mera najbolje ilustruje mehanizam donošenja odluka na nivou Narodne banke Srbije, tačnije od strane Izvršnog odbora (IO) NBS (slika 7.1.). U svakom od ovih segmenata u lancu može doći do kašnjenja i u pravilu do kašnjenja i dolazi. Treba imati u vidu da se 2006. godine NBS opredelila za targetiranje inflacije, tj. strategiju gde je osnovni target visina stope rasta cena 4±2% na godišnjem nivou.

Lanac donošenja odluka o monetarnoj politici počinje sa analizom kretanja inflacije u prethodnom periodu. Istovremeno se vrši ocena karaktera monetarne politike, tj. daje se odgovor na pitanje da li je monetarna politika bila ekspanzivnog, neutralnog ili restriktivnog karaktera. Takođe se vrši procena kretanja inflacije u narednim mesecima. Za ove poslove zadužen je sektor za analize i prognoze u NBS, koji mora biti dobro ekipiran, a ovi nalazi se javno saopštavaju u Izveštajima o inflaciji koji se objavljuju najmanje dvomesečno.

Predmet analize je naročito merenje odstupanja ostvarenja stope rasta cena od ciljane inflacije. Krajem 2014. i na početku 2015. godine npr. postoji odstupanje od ciljane inflacije nadole, što znači da se inflacija kretala ispod donje granice cilja (2%) i to u oktobru 2014. 1,8%, decembru 1,2% i januaru 2015. godine 0%.[111]

111 NBS – Izveštaj o inflaciji, februar 2015., str. 8



Grafikon 7.1. Srbija - Inflacija i ciljana inflacija

Treći segment (korak) u donošenju odluka je definisanje ciljane inflacije i ona je opredeljena kao stopa rasta cena 4±2% na godišnjem nivou i to kao target u srednjem roku.

Četvrti korak je održavanje sednice IO NBS na kojoj se diskutuje i analizira ostvarenje mera monetarne politike, uključujući utvrđivanje razloga, odnosno faktora odstupanja ostvarenja od ciljane inflacije (peti korak). Na sednici IO NBS početkom marta 2015. godine konstatovano je odstupanje ostvarenje rasta cena nadole u odnosu na ciljanu inflaciju, a da su faktori niže stope inflacije niža inostrana tražnja od očekivane zbog produžene recesije u zemljama Evro zone kao najznačajnijim spoljnotrgovinskim partnerima Srbije, niža domaća tražnja zbog sprovođenja programa fiskalnog prilagođavanja (snižavanje zarada u javnom sektoru i penzija i snižavanje svetskih cene energenata).

Na osnovu ove analize doneta je odluka (sedmi korak) o snižavanju referentne kamatne stope (kamatne stope na nedeljne repo operacije) sa 8% godišnje na 7,5% godišnje, kako bi se postojeći karakter monetarne politike učinio manje restriktivnom. Drugim rečima, došlo je do monetarne relaksacije.

Izlazeći u javnost sa odlukom IO NBS o promeni referentne kamatne stope, uz davanje objašnjenja i razloga za promenu monetarne politike obezbeđeni su povećani stepen transparentnosti o odgovornosti NBS za vođenje monetarne politike (sedmi i osmi korak).

KAŠNJENJE MONETARNE I FISKALNE POLITIKE

Najpre, uočavaju se **sličnosti između monetarne i fiskalne politike**. Sličnost monetarne i fiskalne politike se može uočiti kada je u pitanju kašnjenje prepoznavanja potrebe za preduzimanjem mera. Fiskalna politika ipak ima kraće kašnjenje uticaja, dok monetarna politika ima kraće kašnjenje implementacije. Donošenje odluka na planu fiskalne politike je sporije, najviše zbog dugog perioda usaglašavanja predloga mera i neophodnog donošenja zakona. Zbog navedenih karakteristika monetarna politika je glavni instrument makroekonomske politike u sprovođenju ekonomske stabilizacije.[112]

112 Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 321-322

Empirijski nalazi ukazuju da postoji **razlika u kašnjenju između mera monetarne i fiskalne politike,** kao osnovnih poluga (makro) ekonomske politike. Razlike potiču od prirode mera i njihovog uticaja na privredne subjekte i tokove. Kašnjenje fiskalne politike je u pravilu kraće u odnosu na delovanje mera monetarne politike. Fiskalna politika direktno utiče na agregatnu tražnju i dohodak, menja se ređe nego monetarna politika, pri čemu njene izmene privrednim subjektima izgledaju kao stalne. Fiskalna politika takođe svojim merama efektivnije deluje na promenu agregatne tražnje. Monetarna politika, s druge strane, indirektno utiče na agregatnu tražnju i novčani dohodak, kroz promenu u kamatnim stopama i bogatstvu. Monetarna politika se menja češće i ekonomskim subjektima je teže da razlikuju privremene od trajnih promena ove politike.[113]

POLITIKA	UNUTRAŠNJE KAŠNJENJE - prepoznavanje	UNUTRAŠNJE KAŠNJENJE - akcije	SPOLJAŠNJE KAŠNJENJE	UKUPNO KAŠNJENJE (u mesecima)
Monetarna politika	3	0	1-20	4-23
Fiskalna politika	3	1-15	1-3	5-21

Tabela 7.2. Kašnjenje monetarne i fiskalne politike (meseci)

Izvor: Willes M., *Lags in Monetary and Fiscal Policy*, pp. 7, na osnovu: Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija,* EF Beograd, 2006, str.325

PROBLEMI MERENJA DUŽINE KAŠNJENJA

Proces kašnjenja efekata monetarnih mera je vrlo složen. Pri tome, uzrokuje sledeće probleme:[114]

- Ukoliko je **kašnjenje vrlo dugo** (dve ili tri godine), ekspanzivna monetarna politika može da ima posledice pre svega na privredna kretanja, jer se, recimo, može desiti bitna izmena uslova poslovanja tokom delovanja mera ekspanzivne monetarne politike, a u stvari su potrebne restrikcija tražnje i usporavanje monetarnog rasta (ili obrnuto);
- Ukoliko je **kašnjenje nestabilno i neprekidno**, delovanje mera monetarne politike postaje previše teško, a efekti aktivnosti su veoma neizvesni.

Kašnjenje u ispoljavanju neke monetarne veličine (varijable) bi moglo da se definiše „kao utvrđivanje potrebnog vremena da se dostigne najveći efekat, ili kompletni efekat ili proizvede neki procenat od kompletnog efekta". Odlaganje u reagovanju varira od jedne posredne varijable do druge (npr. kratkoročne kamatne stope su fleksibilnije od dugoročnih kamatnih stopa, bankarske kamatne stope su fleksibilnije od kamatnih stopa nebankarskih

113 Opširnije: Poindexter, J., Jones, C, *Money, Financial Markets and the Economy*, West Publishing Company, 1980, pg. 496-501.

114 Opširnije o kompleksnosti efekata kašnjenja mera monetarne politike pogledati sledeći izvor: Struthers, J., Speight, H., *Money, Institutions, Theory and Policy*, Longman, pg. 310-312.

finansijskih institucija, ali su manje fleksibilne od interbankarskih stopa, itd.), od reagovanja pojedinih transaktora, od jednog kratkoročnog cilja do drugog.[115]

Vrlo je važna **dužina kašnjenja prilikom sprovođenja monetarne politike**. Teško je tačno utvrditi dužinu unutrašnjeg i spoljašnjeg kašnjenja, iz prostog razloga što je trajanje kašnjenja promenljivo (varijabilno) prema empirijskim istraživanjima. Unutrašnje kašnjenje efekata monetarnih mera se u proseku kreće između tri i šest meseci (gde je 3-4 meseca neophodno za prepoznavanje, a do 2 meseca za akciju), dok je spoljašnje kašnjenje između dvanaest i osamnaest meseci. U slučaju fiskalne politike unutrašnje kašnjenje je duže i visoko varijablno, dok je spoljašnje kašnjenje kraće. U skladu sa tim, moguće je proceniti da ukupno kašnjenje za monetarnu i fiskalnu politiku verovatno iznosi najmanje jednu, najduže dve godine (Slike 7.2.).[116]

Boks 7.2. Pogledi ekonomista o kašnjenju monetarne politike

(*Econmist's view*, Thoma M., maj 2006.)

Sa pričom o rastućoj inflaciji, usporavanju rasta proizvodnje i stagflaciji u poslednje vreme i kako bi trebalo da reaguje monetarna politika, mislim da bi bilo korisno pogledati grafikone o kretanjima monetarnih varijabli, koja ukazuju na kašnjenje između mera monetarne politike i promena makroekonomskih uslova.

Procene pokazuju da uobičajeno dolazi do skoka u početnom periodu rasta monetarnih veličina, koje su počele juna 2004. godine, a koje još uvek deluju kroz privredni sistem. Na primer, maksimalni efekat na inflaciju postignut je tek nakon dve godine. Istovremeno, najveći efekat na proizvodnju se događa nakon godinu i po od primene mera ekspanzivne monetarne politike.

Svima kojima je strano lako razumevanje grafikona u ovoj vežbi objašnjenje je krajnje jednostavno. Počinje se od ekonomije u ravnoteži, zatim se ona podvrgava pojedinačnom šoku, u ovom slučaju kroz promenu stope obavezne rezerve banaka naniže, i posmatra se šta se dešava sa ekonomijom i kako ona reaguje. Dijagrami pokazuju dva modela: jedan je model koji se ispituje je sa vrlo fleksibilnom formom koja dozvoljava da se stvarni ekonomski podaci lako uklapaju. Drugi model je simulirani teorijski model, nazvan teorijskim modelom monetarnog sidra. Zainteresovani smo prvenstveno za stvarni model, iako se teorijski dobro uklapa u stvarne ekonomske podatke.

Šta sugerišu rezultati? Kako reaguje inflacija na promene stope obavezne rezerve banaka nadole. Rezultati sugerišu da nakon šoka zbog ekspanzione monetarne politike: 1) proizvodnja, potrošnja i investicije reaguju maksimalno nakon godinu i po dana, nakon čega dolazi do vraćanja na polaze pozicije u roku od oko tri godine; 2) inflacija reaguje slično, dostižući maksimum nakon dve godine; 3) kamatne stope padaju nakon oko godinu dana; 4) realni profit, realne zarade i produktivnost rastu i 5) količina novca u opticaju raste i to odmah.

115 Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 324.

116 Opširnije: Hamn, K., *Composite Lags Distributions in the Financial Sector*, Lexington Books, 1975, pg. 1-11.

Takođe bi trebalo imati u vidu da **diskreciona monetarna politika** može imati destabilizaciono dejstvo, ukoliko je kašnjenje efekata monetarne politike istovremeno dugog i varijabilnog trajanja. Trebalo bi imati u vidu da je ovo tematika oko koje ne postoji jedinstveno stanovište ekonomista.

U mnogim studijama kašnjenja efekata monetarne politike se stavlja akcenat na merenje dužine i promenljivosti kašnjenja između promena u količini novca i kasnijih promena u nivou privredne aktivnosti, pri čemu se sistemski izostavlja potrebno vreme u procesu promene u obaveznim rezervama koje izazivaju promenu nivoa količine novca. Međutim, nije jasno dokazano kakav je uticaj navedenih promena na kašnjenje efekata monetarne politike. Takođe, nije uključen period od donošenja političkih odluka do ispoljavanja efekata na ciljne varijable.[117]

Adekvatan model za utvrđivanje kašnjenja efekata monetarne politike bi trebalo da ukupno kašnjenje utvrdi uključivanjem kašnjenja sledećih vremena: vremena potrebnog za prepoznavanje potrebe za akcijom, period donošenja političke odluke, do momenta realizacije efekata (prvih i maksimalnih). Ostvarenje političkih ciljeva može da ima destabilizujuće efekte ukoliko ukupno kašnjenje traje duže od perioda važenja pouzdanih ekonomskih prognoza ciljnih varijabli.

Pouzdana **ekonomska predviđanja** su osnov efikasne, stabilizacione monetarne politike. Kašnjenje prepoznavanja u odnosu na predviđanje ima ključni značaj. S obzirom na to da problem nepredvidljivosti kašnjenja može da ugrozi rezultate željene monetarne politike, ukoliko je vremenski horizont pouzdanih ekonomskih prognoza duži nego ukupno kašnjenje efekata monetarne politike.

Boks 7.3. Fenomen kašnjenja u primeni mera monetarne politike

(Ekonomska istraživanja, 6/2011., Jovanovski T., Muric M.)

Monetarna i fiskalna politika se suočavaju sa problemom kašnjenja. Jedno od kontroverznih i teških pitanja monetarne politike je priroda i dužina kašnjenja između primene mera monetarne politike i efekata na makroekonomske agregate. Dok monetarna strategija ukazuje na nekoliko mogućih razloga kašnjenja, nema opšteg stava o dužini tog kašnjenja.

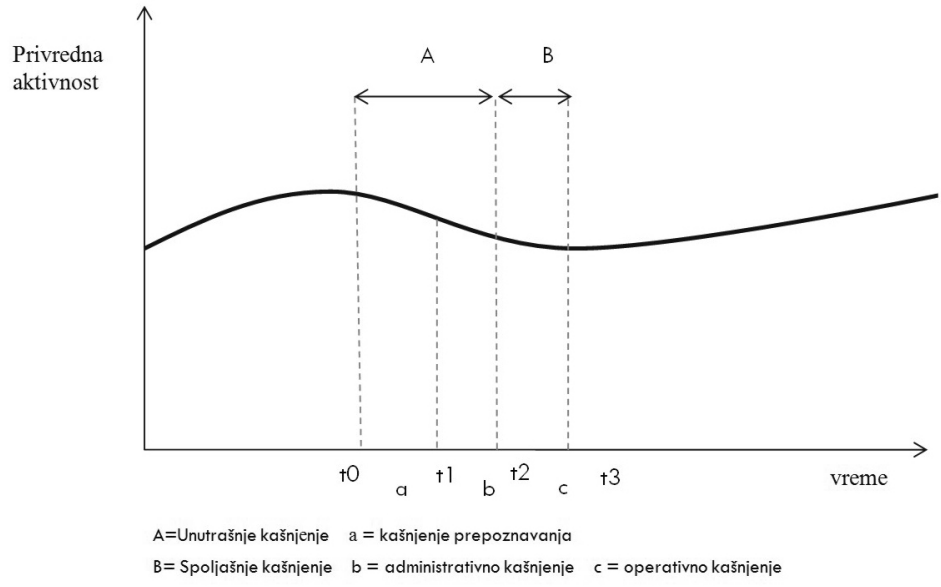
Problem kašnjenja primene monetarne politike je kontroverzno i osetljivo pitanje, zato što stabilizujući ili destabilizujući efekti mera zavise između ostalog od dužine kašnjenja. Istraživanje pokazuje da ako je prosečno kašnjenje ekstremno dugo i istovremeno veoma varira vremenom, monetarna politika će verovatno delovati destabilizujuće. Monetarna politika mora eventualno reagovati zato što je neophodno da prođe određeno vreme da se primeni i da počne da pruža efekte na ekonomska kretanja. Za uspešno upravljane monetarnom politikom nije dovoljno da se zna dužina kašnjenja, već takođe kašnjenje u preduzimanju akcija monetarnih mera. U vođenju monetarne politike od ključne važnosti je dobro prognozirati ekonomska kretanja u budućnosti da bi se dobro predvideo pravac i tajming monetarnih instrumenata.

117 Opširnije o primenljivosti rezultata empirijskih istraživanja o kašnjenju pogledati sledeći izvor: Uselton, G., *Lags in Effects of Monetary Policy*, Marcel Dekker, 1974, pg. 1-2.

Međutim, ukoliko kašnjenje varira teško je odlučiti se za pravac i tajming adekvatno, što može usloviti destabilizaciju privrede, ukoliko su odluke bazirane na pogrešnim ili nepotpunim informacijama. Komentarišući ovaj problem Fridman je sugerisao da iskustvo pokazuje da je važnije sprečiti da monetarna politike deluje destabilizujuće nego da pokuša da neutrališe negativno delovanje drugih kretanja.

Monetarna politika može da deluje destabilizirajuće ukoliko je prosečno kašnjenje vrlo dugo, odnosno, ima visoku varijabilnost. Takođe, kratko kašnjenje ne omogućava obezbeđenje validnih argumenata za tvrdnju da je monetarna politika zavisan instrument stabilizacione politike. Shodno tome, efekat stabilizacione politike će zavisiti od pouzdanih kratkoročnih predviđanja, ukoliko se radi o kratkom predvidljivom kašnjenju.

Nosioci monetarne politike često mogu biti iznenađeni brzinom promena ekonomskih uslova. Ukoliko su kašnjenja duga i varijabilna, diskreciona monetarna politika destabilizuje ekonomske tokove i kontraproduktivnog je delovanja. Stoga, M. *Friedman* predlaže da se konstantna stopa monetarnog rasta značajno prilagođava dugoročnom realnom ekonomskom rastu.



Slika 7.2. Kašnjenje mera monetarne politike i privredni ciklus

Izvor: Pondexter, Jones, 1980, p. 496-501

Tri **faze kašnjenja se mogu uočiti na krivi poslovnog ciklusa** (slika 7.2.):

- Kašnjenje prepoznavanja potrebe za merama (period t0-t1), koji može trajati nekoliko meseci, a označava period u kojem nosioci monetarne politike, CB, postaje svesna potrebe za akcijom;

- Administrativno kašnjenje (t1 - t2) pokazuje interval između prepoznavanja potrebe za preduzimanjem akcije i momenta kada je akcija preduzeta;
- Operativno kašnjenje (t2 – t3) je period u kojem efekti preduzetih mera monetarne politike mogu da se uoče.[118]

Glavni efekti monetarne politike na ekonomsku aktivnost javljaju se u intervalu t3. To je zbog toga što spoljašnje kašnjenje važnije nego unutrašnje, jer ono pokazuje efekte preduzetih mera monetarne politike. Empirijska istraživanja nisu ukazala na pouzdane vrednosti kašnjenja, jer variraju između jednog meseca i dve, do čak tri godine.

		Uticaj	
		Nizak	Jak
Kašnjenje	Dugo	Obavezna rezerva Krediti CB	OOT
	Kratko	Kvantitativno labavljenje	Diskontni prozori

Slika 7.3. Kašnjenje i uticaj instrumenata monetarne politike

Vrlo je važno da **monetarna politika reaguje blagovremeno**, kako bi se skratilo vremensko kašnjenje koje postoji od trenutka kada se uoči određena pojava do trenutka kada se preduzmu akcije za njeno otklanjanje. Bitno je naglasiti, da se uticaj preduzetih akcija od strane monetarnih vlasti distribuira takođe u vremenu.

Ne treba zaboraviti da je za dobro vođenje monetarne politike neophodno raspolagati informacijama koliko efekti kasne i koliko je trajanje efekata preduzetih monetarnih akcija. Prema M. *Friedman*-u je važnije kako naći način da se monetarne promene koje doprinose nestabilnosti spreče, nego kako da se koriste monetarne promene, da bi se neutralisalo dejstvo drugih sila.[119]

Na kraju, poseban problem u domaćim uslovima vođenja monetarne politike, kao i u drugim zemljama u razvoju i tranziciji, predstavlja **nejednako (asimetrično) kašnjenje delovanja mera monetarne politike** prilikom vođenja ekspanzivne, odnosno restriktivne monetarne politike. Naime, prilikom vođenja ekspanzivne monetarne politike, kada je cilj na primer da se obezbeđivanjem relativno veće količine novca u privredi pokrene privredna aktivnost, kašnjenje je relativno kratko. Kod vođenja restriktivne politike, kada je na primer cilj stabilizovanje privrede, kašnjenje efekata mera je znatno duže. Do usporavanja reagovanja na mere monetarne restrikcije dolazi zbog uobičajenog povećanja stepena međukreditiranja kompanija, koje na taj način nastoje da kompenzuju smanjenje količine novca u opticaju i

118 Poindexter J.C, Jones C.P, Money, Finanacial Markets and the Economy, West Publishing Company, na osnovu: Jovanovski T., Murić M.,*The Phenonemenon of lag in application of the measures of monetary policy*, 1980.

119 Opširnije: Friedman, M., *Teorija novca i monetarna politika*, Rad, Beograd, 1973, str. 87.

otežano plaćanje usled smanjene likvidnosti u privredi. Rezultati emspirijskih istraživanja za nekadašnju SFRJ u periodu 1963-1972. ukazuju da je dejstvo povećanja količine novca u opticaju na ukupnu (agregatnu) tražnju nakon 2-6 meseci, na proizvodnju nakon 4-7 meseci, a da je nasuprot tome, uticaj smanjenja količine novca u opticaju na cenovni nivo (inflaciju) sa vremenskim otklonom od 15 meseci.[120]

EMPIRIJSKI NALAZI KAŠNJENJA

Iako koncept kašnjenja mera monetarne politike ima duboke istorijske korene u ekonomskoj literaturi, postoji veoma mali, ograničen broj empirijskih istraživanja koji se bavi ovim fenomenom. *Cagan* i *Gandolfi* su izvršili analizu vremenskog kašnjenja monetarnih efekata korišćenja kamatnih stopa kao posrednog cilja monetarne politike i njihovih efekata na troškove i dohotke. Njihovi nalazi ukazuju da je efekat kašnjenja mera monetarne politike na dohotke između šest meseci i dve godine. *Friedman* je nastavio svoje predašnje radove i izvršio analizu koristeći podatke za Veliku Britaniju i SAD i došao do nalaza vezanih za kašnjenje efekata na preduzete mere monetarne politike, prvenstveno na količinu novca u opticaju, kao i na stopu inflacije, koji su potvrdili njegove ranije nalaze. *Tanner* je testirao varijabilitet kašnjenja između akcija monetarne politike i njenih efekata na promene u nivou proizvodnje. Ova analiza je utvrdila visoku varijabilnost dužine kašnjenja. *Duduay* je koristio podatke za Kanadu istražujući kašnjenje u reakcijama nivoa proizvodnje na preduzete mere monetarne politike i došao do zaključka da ovo kašnjenje varira između osamnaest i dvadeset četiri meseca. Batini i Nelson su potvrdili *Friedmanove* nalaze o kašnjenju. Oni su koristili podatke za SAD i Veliku Britaniju za period od 1953. do 2001. godine i utvrdili da je zaostajanje, odnosno kašnjenje efekata monetarne politike 24 meseci za SAD i 13 meseci za Veliku Britaniju. Oni su takođe ispitivali zaostatak u različitim kraćim periodima u okviru analiziranog čitavog perioda i utvrdili da tokom različitih potperioda nema velikih odstupanja u pogledu dužina kašnjenja mera, uključujući skoriji period.[121]

Kao što se može uočiti (tabela 7.3.) prosečno vreme kašnjenja za analiziranih 30 različitih ekonomija bilo je 33.4 meseci. Ono što je iz tabele očigledno da je period kašnjenja za razvijene zemlje daleko duži nego kod zemalja u razvoju. Pri tom se zapažaju i značajne razlike unutar ovako grupisanih zemlja, pa je tako u okviru grupe razvijenih zemalja reakcija na preduzete mere monetarne politike najbrža kod Italije i Nemačke, a najduža kod Evro zone i Japana. Kod zemalja u razvoju, odnosno tranziciji, reagovanje je kraće, ne duže od godinu i po dana i najbrže je u Slovačkoj, oko 11 meseci.

Na osnovu empirijskih podataka fenomen kašnjenja u delovanju mera monetarne politike na posredne i krajnje ciljeve postaje očigledan, kako u prošlosti tako i danas. To je ujedno i jedan od najvećih problema u upravljanju monetarnom politikom. Imajući u vidu varijabilnost vremena kašnjenja, to ukazuje na rastuću važnost pitanja efikasnosti vođenja monetarne politike kao najvažnijeg dela makro - ekonomske politike. U uslovima

120 Badovinac T., *Uticaj novčane mase na privredna retanja u Jugoslaviji 1963-1972*, Talahhasse, na osnovu Živković A., Kožetinac G. *Monetarna ekonomija*, EF Beograd, 2006, str. 329.

121 Jovanovski T., Murić M. *The Phenonemenon of lag in application of the measures of monetary policy*, *Ekonomska istraživanja*, 6/2011, p. 5.

kada dužina kašnjenja varira ili kada ne može biti precizno utvrđena, veoma je teško efikasno upravljati monetarnom politikom, naročito kada ona ima karakteristike stabilizacione politike. Vreme koje je neophodno da se u punoj meri ispolje efekti preduzetih mera monetarne politike na krajnje ciljeve monetarne politike. Ukoliko je kašnjenje delovanja mera monetarne politike varijabilno i istovremeno veoma dugog roka onda diskreciona monetarna politika može više da nanese štete ekonomskim kretanjima nego što koristi. Stabilizaciona monetarna politika treba pri tom više pažnje da poklanja prepoznavanju i merenju kašnjenja delovanja mera nego prognozama ekonomskih kretanja[122].

Ekonomija	Prosečno kašnjenje
Razvijene ekonomije	
SAD	42,27
Evrozona	48,4
Japan	51,3
Nemačka	33,4
Velika Britanija	40,4
Francuska	51,3
Italija	26,6
Ekonomije u tranziciji	
Poljska	18,7
Češka	14,8
Slovačka	10,7
Slovenija	17,6
Napomena: prosečan broj meseci kašnjenja do maksimalnog obaranja cena	

Tabela 7.3. Kašnjenje u merama monetarne politike komparativno

Izvor: *International Journal of Central Banking*, December 2013.

REZIME POGLAVLJA:

Monetarna politika preko mera i instrumenata deluje na monetarne veličine i krajnje ciljeve, stabilnost, proizvodnju i zaposlenost, sa određenim vremenskim zaostatkom i neravnomerno. Kašnjenje je pri tom različito za pojedine mere i segmente monetarnog sistema i neravnomerno tokom vremena. Kašnjenje može nastati i nastaje već od trenutka u kojem je potrebno izvršiti korekcije monetarne politike, kada centralna banka postane svesna te neophodnosti, tokom perioda koji je neophodan da se donesu odgovarajuće mere, od trenutka donošenja mera do njihovog ispoljavanja i do reakcija na monetarne veličine, a takođe u vremenu od promena monetarnih veličina do promena krajnjih ciljeva monetarne politike. Ovo nazivamo komponentama kašnjenja, odnosno vrstama kašnjenja, koje se klasifikuje na različite načine od strane različitih ekonomista. Kašnjenje mera monetarne politike uslovljeno je kvalitetom informacija kojima raspolaže centralna banka o ekonomskim kretanjima, stepena nezavisnosti centrale banke, kvaliteta procesa donošenja odluka, monetarnog transmisionog mehanizma, razvijenosti finansijskog sistema, faze privrednog ciklusa u kojem je nacionalna privreda. Utvrđivanje vremenskog zaostatka delovanja monetarnih mera, iako važno, je veoma teško i komplikovano. Pri tom postoji asimetrija, različito kašnjenje efekata mera ekspanzivnog i restriktivnog karaktera. Zbog svega se u vođenju monetarne politike savetuje doslednost i stabilnost u vođenju.

122 Živković A., Kožetinac G., isto, str. 327.

KLJUČNE REČI:

vremensko kašnjenje, vrste, komponente kašnjenja, kašnjenje izvršenja, operativno kašnjenje.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

7.1. Šta je kašnjenje u sprovođenju monetarne politike?

7.2. Koji su uzroci kašnjenja u sprovođenju monetarne politike?

7.3. Koje su komponente kašnjenja u delovanju instrumenata monetarne politike?

7.4. Šta je operativno kašnjenje?

7.5. Šta je kašnjenje izvršenja?

7.6. Šta je kašnjenje prepoznavanja?

7.7. Šta je kašnjenje upravljanja?

7.8. Šta je posredno kašnjenje?

7.9. Šta je spoljašnje kašnjenje?

7.10 Da li je delovanje mera monetarne politike ravnomerno?

7.11. Da li je kašnjenje mera monetarne politike istovetno za različite mere?

7.12. Da li je kašnjenje isto ili različito u različitim fazama privrednog ciklusa?

7.13. Da li je kašnjenje mera istovetno za ekspanzivnu i restriktivnu monetarnu politiku?

7.14. Da li je kašnjenje isto kod zemalja sa različitim stepenom razvijenosti finansijskog sistema?

7.15. Koji su problemi merenja dužine kašnjenja mera monetarne politike?

7.16. Koje su sličnosti u kašnjenju monetarne i fiskalne politike?

7.17. Koje su razlike u kašnjenju monetarne i fiskalne politike?

7.18. Da li je kašnjenje mera monetarne kraće od mera fiskalne politike?

7.19. Kako se objašnjavaju razlike u kašnjenju monetarne i fiskalne politike?

7.20. Šta se savetuje kreatorima monetarne politike imajući u vidu kašnjenje?

7.21. Koliko je kašnjenje monetarne politike?

7.22. Koliko je kašnjenje mera fiskalne politike?

TRANSMISIONI MEHANIZAM MONETARNIH PROCESA

8

Monetarni transmisioni mehanizam je proces usklađivanja tražnje novca sa emitovanom (ponuđenom) količinom novca, koji zavisi od nosilaca ekonomskih odluka. Pri tome, nosioci ekonomskih odluka reaguju na stimulanse, koji su rezultat promena narušavanja monetarne ravnoteže.

CILJEVI UČENJA:

- Da objasnite transmisioni mehanizam monetarnih procesa;
- Znate kako se transmisioni mehanizam objašnjava u portfolio teoriji monetarne politike;
- Znate da objasnite kako funkcioniše transmisioni mehanizam monetarnih procesa prema kejnzijanskoj ekonomskoj školi;
- Znate da objasnite kako funkcioniše transmisioni mehanizam monetarnih procesa prema neokejnzijanskoj ekonomskoj doktrini;
- Objasnite transmisioni mehanizam monetarnih procesa prema savremenim monetarističkim gledištima.

UVOD

Kako će neka centralna banka voditi monetarnu politiku zavisi u osnovi od pristupa kako se objašnjavaju monetarni tokovi u privredi. Ekonomska teorija na različite načine objašnjava kako se ponašaju ekonomski subjekti, kako se prenose mere monetarne politike i kojim kanalima, koliko brzo i kako se od situacije neravnoteže na monetarnom tržištu dolazi do ponovnog uspostavljanja ravnoteže ponude i tražnje novca, što je i osnovni cilj u preduzimanju mera monetarne politike. Veoma složeni tokovi i odnosi u monetarnoj sferi, preko kojih deluju mere i instrumenti monetarne politike na finansijske tokove i realnu ekonomiju, nazivaju se transmisionim (prenosnim) mehanizmom.

Klasični ekonomisti su ekonomsku stvarnost tumačili tako da monetarne veličine ne utiču na realne kategorije. Otuda su smatrali da količina novca u opticaju izaziva samo promene u opštem nivou cena. Od svetske ekonomske krize 1930-tih godina kejnzijanska ekonomska doktrina bila je dominantna više decenija. Kod predstavnika ove ekonomske škole najznačajnija poluga monetarne politike je kamatna stopa, kojom se utiče na cenu novca i preko nje na krajnje ciljeve monetarne politike, proizvodnju i punu zaposlenost. Monetaristi preuzimaju primat u objašnjavanju ekonomskih tokova i vođenju ekonomske politike od 1970-tih godina. Po njihovom mišljenju osnovni pristup monetarne politike treba da bude obezbeđenje stabilnog rasta količine novca u opticaju, usklađenog sa tempom rasta bruto domaćeg proizvoda. Među savremenim monetarnim ekonomistima preovlađuje pristup koji se naziva portfolio teorija monetarne politike, koji u prvi plan stavlja realnu količinu novca u opticaju, efekat suspstiticije (zamene) i realni dohodak, u objašnjavanju prenosnog (transmisionog) mehanizma monetarnih procesa.

KLASIČNI EKONOMISTI

Klasični ekonomisti su smatrali da **količina novca u opticaju ostvaruje efekte (uticaje) samo na opšti nivo cena.**[123] Dakle, ovi ekonomisti smatraju da je uticaj novca na realne ekonomske veličine neutralan. Oni su razvili **kvantitativnu teoriju novca**, izraženu Fišerovom jednačinom razmene:

$$M \times V = P \times T$$

gde su

M - količina novca, V - brzina novčanog opticaja, P - nivo cena i T - broj transakcija (po stalnim cenama). Stav da količina novca u opticaju deluje samo na nivo cena, a ne na relativne cene i realna kretanja proizilazi iz njihovog viđenja koje podvojeno posmatra realni i monetarni sektor.

U evoluciji ovog pristupa finalnu fazu predstavlja **kembrička ili Maršalova varijanta kvantitativne teorije novca.** Jednačina kvantitativne teorije novca je dobila oblik

$$M \times V = Py, \text{ odnosno}$$

$$M = Ky \times Py$$

Gde je K= 1/V tj. recipročna vrednost brzine novčanog opticaja. Pri tom su uvedene dve nove pretpostavke. Prva pretpostavka se odnosi na punu zaposlenost faktora proizvodnje. Da bi se ova pretpostavka zadovoljila neophodno je da potrošnja bude jednaka dohotku, odnosno štednja jednaka investicijama. Druga pretpostavka se odnosi na stabilnost brzine novčanog opticaja. Razlog za to je dug rok u kojem deluju faktori koji dovode do promena ove veličine. Na ovaj način se dolazi do modifikovanog oblika kvantitativne jednačine novca.

$$M \times V = P \times T$$

$$M = K \times P \times T$$

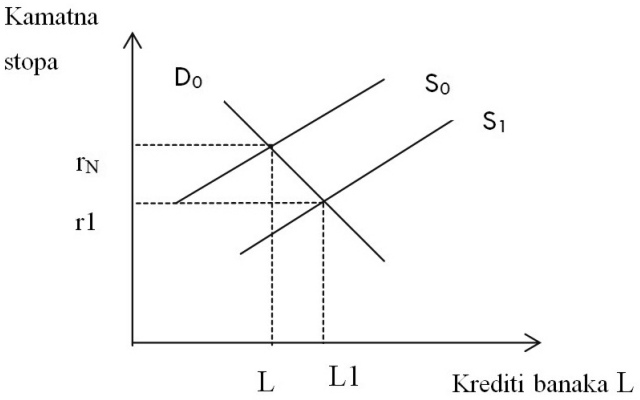
123 Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet Niš, 2006., str. 240-243.

Ako su vrednosti K,P,T konstantne proizilazi da svaka promena količine novca u opticaju dovodi do proporcionalne (srazmerne) promene opšteg nivoa cena, što dokazuje da novac utiče samo na opšti nivo cena, a ne i na realne veličine(varijable).

$$M = P\,(T/V)$$

$$M = P\,(K,T)$$

Jednačine iznad opisuju **direktni mehanizam uticaja količine novca na opšti nivo cena** u privredi. Direktna veza između količine novca u opticaju na opšti nivo cena se objašnjava činjenicom da u privredi postoji dugoročna ravnoteža. Usled povećanja tražnje, u uslovima pune zaposlenosti faktora proizvodnje, dolazi do povećanja opšteg nivoa cena, jer je nemoguće zadovoljiti tu povećanu tražnju. U procesu prilagođavanja opšti nivo cena porastao je proporcionalno porastu količine novca u opticaju.



Slika 8.1. Novac u klasičnoj ekonomskoj školi

Izvor: Živković A., Kožetinac G., isto, str. 342

Osim opisanog direktnog mehanizma klasični ekonomisti su uveli i indirektni mehanizam monetarnog usklađivanja. **Indirektni mehanizam monetarnog prilagođavanja** opisuje uticaj količine novca na kamatne stope, a preko njih na potrošnju i cene.[124] Naime, količina novca u opticaju se može povećati bilo snižavanjem stope obavezne rezerve, bilo operacijama na otvorenom tržištu, tačnije kupovinom HOV od strane CB. Time se povećava količina novca u opticaju i finansijski, odnosno kreditni potencijal banaka, čime povećanje ponude novca deluje na smanjenje cene novca, tačnije smanjenje kamatnih stopa. Niže kamatne stope iniciraju povećanje tražnje za investicijama i povećanje investicione potrošnje, što sa svoje strane izaziva rast opšteg nivoa cena. Ovo deluje uravnotežujuće na kamatne stope i ponudu kredita, vraćajući kamatne stope na ravnotežni, prvobitni nivo.

124 Laurent R.D. *An Interest Rate Based Indicators of Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 1988, na osnovu Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, EF Beograd, 2006., str. 422.

Bankarski sistem je u ravnoteži u tački D_0S_0 (slika 8.1.) kada je kamatna stopa na nivou prirodne $r_{N.}$ Ukoliko CB poveća količinu novca u opticaju kupovinom HOV sistem izlazi iz stanja ravnoteže, jer se povećava kreditni potencijal banaka, te one povećavaju kreditnu aktivnost na nivo L1, pa posledično dolazi do rasta količine novca u opticaju. Zbog povećane ponude kredita doći će istovremeno do pada kamatnih stopa na nivo $r_{1.}$ Odstupanje tržišne kamatne stope od prirodne kamatne stope uticaće da ekonomski subjekti kupuju nove oblike realne aktive pošto je njihova cena opala u odnosu na državne HOV. Do povećanja proizvodnje neće doći, pošto je ona neosetljiva (neelastična) na promene investicione potrošnje, pa će jedino doći do porasta opšteg nivoa cena. Povećanje opšteg nivoa cena uticaće na vraćanje kamatnih stopa na njihov prirodni nivo r_N i zaustavljanje porasta količine novca u opticaju.

KEJNZIJANSKI TRANSMISIONI MEHANIZAM

Kejnzijanci smatraju da je **kamatna stopa osnovni kanal** preko koga se monetarni tokovi prenose na realna ekonomska kretanja.[125] Prilikom objašnjavanja monetarnog transmisionog mehanizma, kejnzijanski teoretičari u prvi plan stavljaju privredne subjekte (pojedince i preduzeća) u ulogu pozajmljivača (korisnika) novčanih sredstava pri čemu polaze od pretpostavke dobre zamenjivosti između novca i drugih oblika finansijske aktive u posedu privrednih subjekata, naglašavajući efekte dohodnih ograničenja na kretanje ukupne potrošnje.

Viđenje da je kamatna stopa osnovni kanal monetarne transmisije potvrđena je empirijskim istraživanjima u SAD tokom 1970-tih godina. Kejzijanska teorija polazi od toga da monetarna politika preko kamatne stope utiče na investicije i zaposlenost, a preko njih i na nivo dohotka. Ovaj pristup u odnosu na klasičnu ekonomsku doktrinu pravi korak napred, jer integriše monetarni i realni sektor. Prema ovom objašnjenju količina novca u opticaju utiče na cenu novca, odnosno kamatnu stopu.

Dakle, povećanje količine novca u opticaju utiče na smanjenje cene novca, tj. na snižavanje kamatne stope, koji utiče na veću potražnju za kreditima i time rast investicija. Povećanje investicija utiče na rast bruto domaćeg proizvoda, a rast BDP utiče na rast štednje i u krajnjem slučaju dolazi do ponovnog uspostavljanja ravnoteže ponude i tražnje novca, na višem nivou dohotka. Obratno, smanjenje količine novca u opticaju utiče na povećanje cene novca, tj. na rast kamatnih stopa, koje uslovljavaju smanjenje tražnje za kreditima zbog skupog novca, što sa svoje strane deluje na snižavanje dohotka, a preko njega i na smanjenje štednje, čime se postiže nova ravnoteža na novčanom tržištu, ali na nižem nivou dohotka. Kejzijanci, pri tom, smatraju da je uticaj monetarne politike na realna privredna kretanja moguć samo u kratkom roku, dok na dugi rok ekspanzivna monetarna politika izaziva jedino inflaciju.

Kejzijanska teorija, dakle, polazi od toga da je kamatna stopa osnovni regulatorni instrument agregatne štednje i investicija. Uloga kamate stope kao osnovnog mehanizma monetarne transmisije polazi od važne pretpostavke da su investicije elastične na promenu

125 Živković A., Kožetinac G., isto, str. 345-349.

visine kamatne stope. Otuda se može tvrditi da ova teorija minimizira uticaj količine novca na realna privredna kretanja. Novac deluje indirektno na privredna kretanja kroz proces supstitucije (zamene) između finansijske i/ili realne aktive zavisno od promena kamatnih stopa, koje izazivaju promene količine novca u poticaju.

U objašnjenju transmisionog mehanizma kejzijanska teorija polazi od **IS-LM modela**. Suština modela polazi od istovremene ravnoteže na tržištu roba (dobara) – IS kriva i tržištu novca – LM kriva.

$$S = I$$

$$L = M$$

gde su

S – akumulacija (štednja), I – realne investicije, L – tražnja novca (količina novca koju pojedini ekonomski subjekti žele da drže), M – količina novca u opticaju.

Akumulacija (S) je definisana kao rastuća funkcija nacionalnog dohotka i predstavlja razliku nacionalnog dohotka i potrošnje tj.

$$S = Y - C(Y)$$

gde je Y – nacionalni dohodak, C – potrošnja, kao funkcija nacionalnog dohotka (sklonost potrošnji – *propensity to consume).*

Investicije su opadajuća funkcija kamatne stope

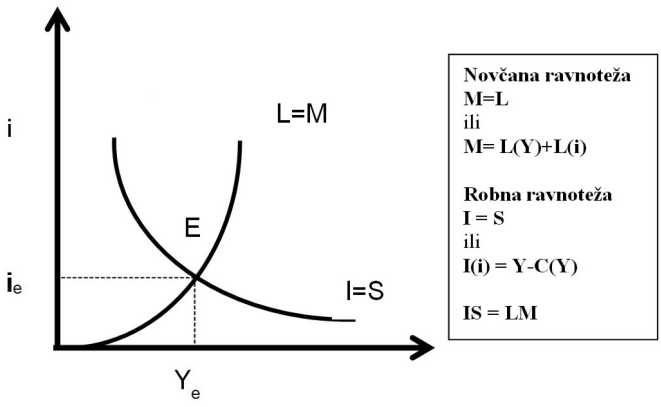
$$I = I(i)$$

gde je i – kamatna stopa (*interest rate).*

Ravnoteža na tržištu dobara (roba) se uspostavlja jednačenjem investicija i štednje i govori da za svaku kamatnu stopu postoji neki iznos nacionalnog dohotka pri kojem su izjednačene investicije i štednja (akumulacija).

$$I(i) = Y - C(Y)$$

Ravnoteža na novčanom tržištu se postiže izjednačavanjem količine novca u opticaju (M) i tražnje novca (L) i govori da postoji bezbroj tačaka ravnoteže pri odgovarajućim kamatnim stopama i iznosima nacionalnog dohotka.



Slika 8.2. Ravnoteža na robnom i novčanom tržištu

Rešenje jednačine S=I i L=M određuje ravnotežnu tačku (tačka ravnoteže, E – ekvilibrijum, Slika 8.1.), u kojoj je veličina štednje jednaka veličini investicija i nivo ponude novca jednak novčanoj tražnji. U toj tački iznos nacionalnog dohotka, kamatnih stopa, količina novca u opticaju i investicije i akumulacija odgovaraju ravnotežnom stanju. To znači da bi odstupanje neke od ovih veličina izazvalo pomeranje ostalih veličina i dovelo do neravnoteže, sve do ponovnog uspostavljanja ravnoteže.

Među osnovnim pretpostavkama kejnzijanske analize je laka zamenjivost novca za druge oblike finansijske aktive, naročito zamenjivost za HOV. Transmisioni mehanizam se po ovom objašnjenju odvija u tri faze. U prvoj fazi porast količine novca u opticaju (M) u neskladu sa tražnjom novca, dovodi do snižavanja kamatnih stopa (i). Zbog snižavanja kamatnih stopa raste tražnja za HOV koja posledično dovodi do povećanja njihovih cena (snižavanje prinosa ovih HOV). U drugoj fazi pad kamatnih stopa će izazvati rast tražnje za investicionim dobrima i dovesti do porasta investicija (I). U trećoj fazi transmisionog mehanizma, po objašnjenju kejnzijanaca, dolazi do porasta tražnje na robnim tržištima, što će uticati na porast proizvodnje odnosno rast BDP (Y). Šematski objašnjenje transmisionog mehanizma po kejnzijancima se može prikazati na sledeći način:

$$\uparrow \text{Novčana masa (M)} \rightarrow \downarrow \text{Kamatne stope (i)} \rightarrow \uparrow \text{Investicije (I)} \rightarrow \uparrow \text{Dohotka (Y)}$$

Boks 8.1. Pitanja za kejnzijance

(*Library of Economcs and Liberty*, econlib.org, Sumner S., jan 2015)

Nedavno se veći broj kejnzijanaca oglasio da mi ostali ne prihvatamo njihov model. Možda će ovo pomoći da oni ne prenebregavaju našu kritiku njihovog modela i odgovore na naša pitanja. Evo nekih od tih pitanja.

Prvo pitanje je šta je odgovarajuća mera restriktivnosti / ekspanzivnosti? Udžbenici ekonomije govore o deficitima, ali najveći broj kejzijanaca govori samo o državnom deficitu.

Drugo, zašto kejzijanci pokazuju grafikone koji pokazuju fiskalnu restriktivnost i privredni rast, mešajući ih sa zemljama koje vode nezavisno monetarnu politiku i one koje to ne čine?

Treće, zašto teže da tvrde da fiskalna politika može da bude efikasna samo u posebnim uslovima, blizu nulte zone i onda tvrde da je Evro zona u velikoj recesiji i kada to nije slučaj?

Četvrto, kada tvrde da fiskalna ograničenja vode snižavanju agregatne tražnje zašto kejnzijanci uvek koriste podatke za rast realnog BDP, kada nominalni BDP bolje prikazuje kretanja agregatne tražnje.

Peto, transmisioni mehanizam između agregatne tražnje i realnog BDP u kejnzijanskom modelu se prenosi preko zaposlenosti.

MONETARISTI

Monetaristi smatraju da se ekonomska ravnoteža uspostavlja samo delovanjem slobodnih tržišnih zakonitosti, te otuda, suprotno kejnzijancima, zastupaju stav da država ne treba da se meša u privredna kretanja. Po ovom gledištu novac ima neutralnu uticaj na realne privredne tokove i to na dugi rok. Podvajajući monetarnu i realnu sferu oni smatraju da novčana kretanja utiču isključivo na formiranje nominalnih veličina tj. kretanje nivoa cena. Istovremeno, kretanje realnih faktora uslovljeno je promenama monetarnog rasta u kratkom roku. Uravnoteženje tražnje novca sa postojećom količinom novca u kratkom roku ima efekte na opšti nivo cena i obim proizvodnje i zaposlenost. Na dugi rok monetarno uravnoteženje ima efekte samo na opšti nivo cena.

Monetarističko gledište **promene količine novca smatra najznačajnijim faktorom monetarne transmisije.** Proces transmisije se objašnjava tako što povećanje količine novca u opticaju vodi povećanju agregatne tražnje, koji vodi rastu opšteg nivoa cena. Promene cena pojedinih vrsta imovine dovodi do izmena u strukturi imovine ekonomskih subjekata, a time i do promena dohotka i izdataka ekonomskih subjekata (kompanija i pojedinaca).

Između količine novca potrebne privredi i nivoa dohotka postoji čvrst odnos, a centralna banka (CB), koja kontroliše količinu novca u opticaju preko monetarne baze (B ili M0), treba da količinu novca prilagodi stopi privrednog rasta. Prema Fridmanu[126] brzina novčanog opticaja je stabilna funkcija malog broja veličina (varijabli), stavljajući veći naglasak od kejnzijanaca na direktni mehanizam uticaja novca na privredna kretanja. Monetarna politika deluje na proizvodnju preko izmena u sastavu portfolija ekonomskih subjekata. Naime, povećanje količine novca remeti ravnotežu portfolija, što izaziva promene relativnih kamatnih stopa i supstituciju (zamenu) između različitih vrsta aktive. Oni smatraju da promene količine novca u opticaju treba da budu podređene stopi privrednog rasta, uz ograničenje da bi korišćenje monetarne politike za stimulisanje pojedinih oblasti delovalo destablizujuće. Otuda se zalažu za definisanje optimalne količine novca, koja je po njima opredeljena konstantnom stopom monetarnog rasta u srednjem roku, koja obezbeđuje stabilnost.

Boks 8.2. Monetarni transmisioni mehanizam i strategije monetarne politike
(Lučić Lj., Bankarstvo 11-12/2006)

U zlatnom standardu veza novčane i realne sfere je bila količina zlata sama po sebi. To je podstaklo Miltona Fridmana da za papirni standard preporuči rast količine papirnog novca u privredi u dugom roku po fiksnoj stopi. Monetarno targetiranje je kao strategija monetarne politike prihvaćena, ali ne i fiksna stopa. Razlog je jednostavan, fiksirana stopa rasta količine novca je u dugom roku obezbeđivala istina spor, ali stabilan i održiv rast, međutim na kratak rok fiksna stopa bi mogla biti ograničavajući faktor ostvarenja ciljeva ekonomske politike.

126 Friedman M. *The Quantitity Theory of Money*, University Chicago Press, 1956, na osnovu Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, EF Beograd, 2006., str. 349.

Nakon nekoliko decenija različitog iskustva sa primenom monetarnog targetiranja po fluktuirajućim stopama, a neposredno zbog gubitka veze između monetarnih i realnih varijabli, na kraju veka, FED – Centralna banka SAD, se oslobađa obaveze obaveštavanja bilo koga o kretanju monetarnih agregata, a Evropska centralna banka (ECB) praktično ukida monetarno targetiranje i uvodi inflaciono targetiranje i to po fiksiranom rasponu od 0-2%. Prethodnih nekoliko decenija upravljanja monetarno – kreditnom politikom nije trajno dalo za pravo ni kejnzijancima (pristalicama teorije *J.M. Keynes*-a) i kamatnoj stopi kao transmisionom mehanizmu, niti monetaristima (pristalicama *M. Friedman*-a) i monetarnim agregatima kao transmisionom monetarnom mehanizmu.

PORTFOLIO TEORIJA

Monetarni transmisioni mehanizam je proces usklađivanja tražnje novca sa emitovanom (ponuđenom) količinom novca, koji zavisi od nosilaca ekonomskih odluka. Pri tome, nosioci ekonomski odluka reaguju na stimulanse, koji su rezultat promena narušavanja monetarne ravnoteže.

Stimulansi za promenu ponašanja privrednih subjekata mogu biti odstupanja od njihove optimalne portfolio ravnoteže. Polazna pretpostavka je da je ponašanje pojedinih ekonomskih subjekata u pogledu tražnje za pojedinim dobrima određeno realnom količinom novca, realnim dohotkom i relativnim cenama pojedinih dobara. Pojedine ekonomske jedinice kod odlučivanja koji deo imovine će držati u obliku novca imaju u vidu realni iznos novčanih sredstava. Imovinski efekat realne količine novca u opticaju, efekat supstitucije (zamene) i uticaj realnog dohotka su međusobno povezani i determinišu tražnju pojedinih ekonomskih jedinica. Istovremeno, predstavljaju osnovne elemente mehanizma ponovnog uspostavljanja poremećene monetarne ravnoteže.

Među savremenim monetarnim ekonomistima pretežno je prihvaćen pristup koji se naziva **portfolio teorija monetarne politike.**[127] Portfolio teorija monetarne politike daje najobuhvatniju interpretaciju uticaja količine novca na privredna kretanja i ulogu monetarne politike, tj. objašnjenje transmisionog mehanizma. Postavljena je na širem okviru finansijskih odnosa i procesa koji se odigravaju između privrednih subjekata, odnosno, u okviru šire teorije izbora različitih oblika aktiva i upravljanja finansijskom aktivom od strane ekonomskih subjekata. Iz ovoga se može uočiti da je obim i struktura imovine ekonomskih subjekata, realnih dobara i finansijske imovine, osnovna determinanta (odrednica) u monetarnim funkcionalnim odnosima. Težište mehanizama delovanja monetarnih faktora je na njihovom uticaju na cene pojedinih vrsta imovine, čime utiču na preferencije (sklonosti) privrednih subjekata kako da formiraju svoj portfolijo imovine (strukturu i njegov obim), odnosno izvrše kupovinu jedne imovine iz prodaje druge vrste imovine.

127 Živković A., Kožetinac G.,*Monetarna ekonomija*, EF Beograd, 2006., str. 335-337.

Količina novca u opticaju je po ovom shvatanju istovremeno endogena[128] i egzogena veličina (varijabla). Prinosi koji donose različiti oblici finansijske aktive su presudni za kreditnu ekspanziju sistema poslovnih banaka. Na taj način, količina novca u opticaju je jednim delom endogeno određena i promena njenog obima se javlja kao rezultat interakcije između različitih aktivnosti učesnika tržišta. Primenom odgovarajućih instrumenata monetarne politike CB narušava ravnotežu koja postoji između pojedinih oblika aktive, s obzirom na to da izaziva promenu postojećih uslova pod kojima ekonomski subjekti žele da održe zatečeni iznos i strukturu svojih finansijskih aktiva. To izaziva reakciju kod jednog dela ekonomskih subjekata, koji će se truditi da u novonastalim (izmenjenim) okolnostima otklone odstupanje postojećeg obima i strukture svojih finansijskih aktiva od željenog u tom pogledu. Zbog procesa prilagođavanja dolazi do promene količine novca u i do odgovarajućih efekata u realnoj sferi.

Monetarni transmisioni mehanizam je proces usklađivanja tražnje novca sa emitovanom (ponuđenom) količinom novca. Zajedničko stanovište ekonomista je da ovaj proces zavisi od nosilaca ekonomskih odluka (ekonomskih, privrednih subjekata – kompanija i pojedinaca) koji reaguju na stimulanse, čija su pojava i promena izazvane inicijalnim monetarnim poremećajem – narušavanjem monetarne ravnoteže, pod kojom se podrazumeva situacija jednakosti tražnje novca sa postojećom količinom novca.

Prema M. Babiću, monetarna politika nastoji da postigne željene promene agregatne ponude pomoću određene promene novčane ponude. Da bi izvršile svoje zadatke neophodno je da se ostvare sledeći preduslovi:

1) mora postojati određena zavisnost između odnosa agregatne tražnje i novčane ponude;
2) veličina novčane ponude mora biti nezavisna od odnosa agregatne tražnje;
3) novčana ponuda mora biti pod kontrolom monetarnih vlasti (direktno ili indirektno).

Pri tome, monetarna analiza nastoji da objasni odnos i promene agregatne tražnje promenom veličine i strukture novčane ponude.

Boks 8.3. Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljane inflacije

(Kvartalni monitor br. 10, decembar 2007. s. 92-109, J. Dimitrijević, 2007)

Ciljanje inflacije je politika koju je NBS uvela avgusta 2006, a čiji je osnovni instrument repo kamatna stopa. Strategija ciljane inflacije uvodi red i predvidivost u sferu monetarne politike, čime dodatno stabilizuje inflatorna očekivanja. Kanal kamatne stope, je u Srbiji, kao i u ostalim malim i otvorenim privredama sa visokim nivoom evrizacije imao sporednu ulogu. Čini se da je u prvoj godini osnovnu ulogu u stabilizaciji inflacije odigrao kanal deviznog kursa. Na devizni kurs se u veoma kratkom roku utiče repo stopom, tako što banke plasiraju na repo tržištu kapital koji uvoze iz inostranstva kada im prinos postane atraktivan. Na količinu kredita, kanal kredita, nije se moglo

128 Egzogena veličina (varijabla) je ona koja je određena van modela, dok je endogena ona veličina za koju se osnovano pretpostavlja da je određena u samom modelu.

značajnije uticati monetarnom politikom, već je rast kredita na srednji rok određen pre svega tražnjom za kreditima. Drugim rečima, kredit je u odnosu na kamatnu stopu centralne banke egzogena kategorija, koju najverovatnije determiniše tražnja.

Koncept ciljane inflacije se u mnogim zemljama u kojima se primenjuje pokazao dobrim okvirom, jer je kao rezultat imao uspešne politike (mada u početni godinama često skupe), koje su uspele da svedu i održe inflaciju na niskom nivou, iako je odstupanje od cilja uvek bilo u određenim periodima primene. Ipak važno je znati da je za stepen uspešnosti njene primene, potrebno da bude ispunjeno nekoliko preduslova: 1) nezavisnost centralne banke, 2) elastičnost privrede na promene u kamatnoj stopi i deviznom kursu, 3) postojanje ekonometrijskog modela i dobrog razumevanja transmisionog mehanizma monetarne politike i 4) čvrsta i odgovorna fiskalna politika.

Stimulansi za promenu ponašanja privrednih subjekata mogu biti odstupanja od njihove optimalne portfolio ravnoteže, koja podrazumeva jednakost tražnje sa postojećom količinom novca. Polazna pretpostavka je da je ponašanje pojedinih ekonomskih subjekata u pogledu tražnje za pojedinim dobrima određeno realnom količinom novca, realnim dohotkom i relativnim cenama pojedinih dobara. Pojedine ekonomske jedinice kod odlučivanja koji deo imovine će držati u obliku novca imaju u vidu realni iznos novčanih sredstava, nominalni iznos novca korigovan za kretanje cena.

Ukoliko je procena da je iznos realnih novčanih sredstava manji od onoga koji se želi da drži, ekonomska jedinica koja je u pitanju smanjiće svoje izdatke i na taj način povećati realni iznos novčanih sredstava u posedu. Suprotno, ako je iznos realnih novčanih sredstava veći od iznosa koji se želi držati, konkretni privredni subjekat će pristupiti njegovom smanjivanju kroz povećane izdatke za nabavku nekih drugih oblika imovine ili za potrošnju. U pitanju je imovinski efekat realne količine novca.

Različite relativne cene pojedinih vrsta imovine utiču na tražnju privrednih subjekata tako što pojedine ekonomske jedinice teže da povećaju svoju ukupnu imovinu, kroz razmenu oblika imovine sa višom relativnom cenom za oblike sa nižom relativnom cenom. Ovaj efekat se naziva **efekat supstitucije (zamene).**

Najzad, uticaj realnog dohotka sastoji se u tome što njegov porast utiče na porast tražnje robe i obratno. Tri pomenuta efekta su međusobno povezana, tako da oni determinišu (opredeljuju) tražnju pojedinih ekonomskih jedinica i istovremeno predstavljaju osnovne elemente mehanizma ponovnog uspostavljanja poremećene monetarne ravnoteže, na višem ili nižem opštem nivou cena.

TRANSMISIONI MEHANIZAM U PRAKSI

Istraživanja o kanalima transmisije (prenosa) monetarne politike ukazuju na osnovne kanale delovanja na cene [129]:

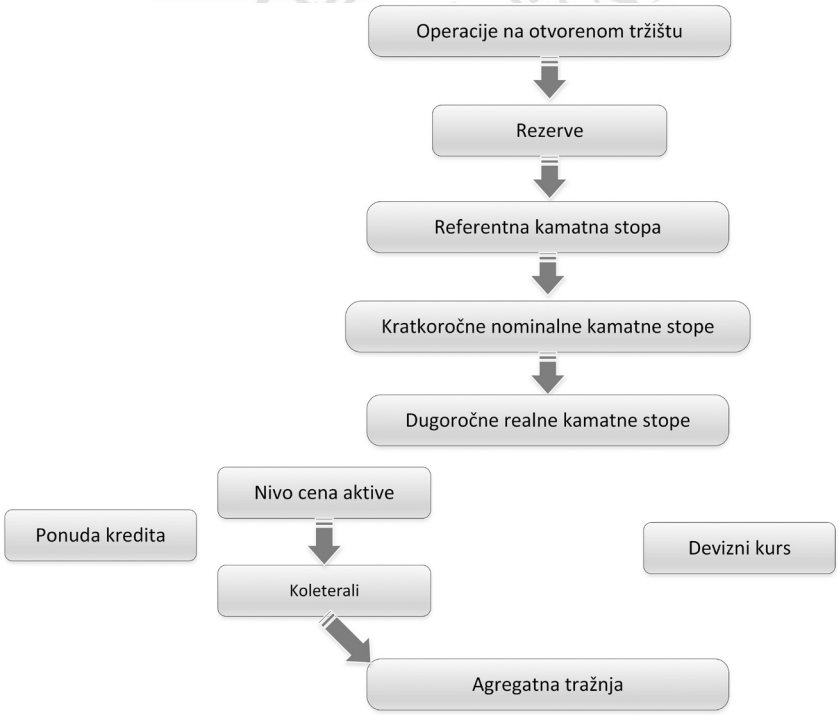
1) kanal kamatne stope,

2) kanal deviznog kursa,

3) kreditni kanal i

4) kanal očekivanja.

Empirijska istraživanja su ukazala na specifičnosti transmisionog mehanizma u zemljama u tranziciji i malim i otvorenim privredama, kakva je privreda Srbije, u odnosu na kanale transmisije u razvijenim tržišnim ekonomijama. Treba podsetiti da je osnovna strategija NBS ciljana inflacija, a da se pri tom koristi referentna kamatna stopa na nedeljne repo operacije kao osnovni instrument za regulisanje količine novca u opticaju. NBS istovremeno vodi politiku povremeno prilagođavajućeg kursa dinara (*crawlig peg policy*), što znači da je dinar fleksibilan i da se u osnovi formira na osnovu ponude i tražnje na tržištu, pri čemu NBS interveniše da spreči prevelike dnevne oscilacije kursa.



Slika 8.3. Transmisioni kanali monetarne politike NBS

129 Dimitrijević J., *Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije*, Kvartalni monitor br.10/2007, FREN, Beograd, str. 92-109.

1) Kanal kamatne stope

Kanal kamatne stope predstavlja osnovni kanal za uticaj monetarne politike na cene. On se ispoljava kroz sledeće faze:

- Uticaj kratkoročne nominalne kamatne stope, koju određuje NBS, na kratkoročne i dugoročne kamate na tržištu;
- Uticaj realne kamatne stope na agregatnu tražnju i proizvodnju.

Promena nominalne referentne kamatne stope (kamatna stopa na nedeljne repo operacije) utiče na promenu realnih kamatnih stopa na tržištu novca i kamatnih stopa na kredite banaka, što izaziva promene u komponentama agegatne tražnje, konkretno potrošnji i investicijama. Promene potrošnje i investicija izazvaće promene cena sa određenim vremenskim zaostatkom. Naime, više kamatne stope uticaće na pad potrošnje stanovništva, jer povećanje kamatnih stopa podstiče štednju i snižava tražnju za kreditima. Kod preduzeća povećanje kamatnih stopa izazvaće smanjenje investicija. Na taj način će snižavanje potrošnje i investicija sniziti agergatnu ražnju, što će ukupno rezultirati snižavanjem privredne aktivnosti. Pad privredne aktivnosti će, posledično, kroz neko vreme, izazvati obaranje cena i plata.

Teorijsko objašnjenje transmisionog kanala kamatnih stopa ukazuje na to da se promene kratkoročnih kamatnih stopa, koje direktno kontroliše CB, prenose na ostale kamatne stope, prvenstveno kamatne stope poslovnih banaka. Istovremeno promene kamatnih stopa banaka na depozite i kredite utiču na odlučivanje stanovništva i preduzeća o njihovoj potrošnji i investicijama.

Empirijska istraživanja u tranzicionim zemljama su pokazala da je prva etapa kanala kamatnih stopa, prenos promena nominalnih kratkoročnih kamatnih stopa na kamatne stope poslovnih banaka u početku praktikovanja politike ciljane inflacije slab, a da vremenom jača i da se vremenom skraćuje vreme reakcija kamatnih stopa poslovnih banaka[130]. Istovremeno, istraživanja su ukazala da postoji neujednačenost u prilagođavanju kamatnih stopa na promene nominalnih kamatnih stopa CB između banaka i kod istih banaka za različite vrste kredita.

Za drugu etapu kanala kamatnih stopa, uticaja ostalih kamatnih stopa na realni sektor, nema dovoljno istraživanja, koja obuhvataju zemlje u tranziciji. Navode se faktori koji bi mogli uticati na prigušeno delovanje ovog kanala, konkretno u Srbiji. Prvo, veliki deo domaćih banaka (u inostranom vlasništvu) se finansira izvorima iz inostranstva, pa kamatna stopa CB ne predstavlja cenu izvora, već reper za investicije ovih banaka. Drugo, pretežni deo kredita poslovnih banaka je vezan za valutnu klauzulu, pa je neosetljiv na promene monetarnih uslova u zemlji. Treće, konkurencija među bankama je nedovoljna, pa otuda promene na novčanom tržištu u uslovima nedovoljne konkurencije ne mogu izazvati punu reakciju poslovnih banaka. Drugim rečima, visoka kamatna marža, kao razlika između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, dozvoljava bankama da ne moraju da menjaju kamatnu stopu, čak

130 Coricelli, F., Balazs E., MacDonald, R., *Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Gliding on a Wind of Change*, November 2006, William Davidson Institute Working Paper No. 850, na osnovu: Dimitrijević J., isto, str. 98.

iako se troškovi finansiranja povećavaju. Istraživanje na osnovu ankete poslovnih banaka je pokazalo da postoje veliki dispariteti u kamatnim stopama na istu vrstu kredita među domaćim bankama. Četvrto, tražnja stanovništva za kreditima je u velikoj meri neosetljiva (neelastična) na promene kamatnih stopa kao cenu. Peto, kompanije su osetljivije na promenu kamatnih stopa i to u delu koji se finansira iz spoljnih izvora, banaka (svega oko 20%), a značajan deo uzetih kredita preduzeća su u stanju da supstituišu iz drugih izvora (sopstvenih izvora i iz inostranstva).

2) Kanal deviznog kursa

CB se u politici ciljane inflacije oslanja prvenstveno na referentnu kamatnu stopu kao osnovni instrument monetarnog regulisanja. Međutim, u vođenju ove politike efekat deviznog kursa na cene je moguć, jer je politika ciljane inflacije vezana za politiku fleksibilnog kursa. Kanal deviznog kursa je važan u otvorenim privredama, a naročito je važan u ekonomijama sa visokim stepenom „dolarizacije", odnosno „evrizacije", kao što je u Srbiji, gde se veliki broj transakcija, cena, potraživanja obračunava i izražava u inostranoj, stabilnoj, valuti.

NBS na kurs dinara, koji se formira u osnovi na deviznom tržištu, utiče intervencijama u cilju sprečavanja prevelikih dnevnih oscilacija, koja bi mogla da ugroze stabilnost deviznog sistema. NBS posredno deluje na kurs dinara putem kanala kamatnih stopa. Naime, ukoliko je referentna kamatna stopa (kamatna stopa na nedeljne repo operacije) u Srbiji viša nego u okruženju, to će privlačiti inostrane investitore da ulažu u državne HOV. Povećana tražnja za državnim papirima uticaće na porast agregatne tražnje, što će u kratkom roku izazvati pritisak na apresijaciju domaće valute tj. porast vrednosti dinara.

Istraživanja ukazuju na činjenicu da je referentna kamatna stopa NBS uticala na devizni kurs u Srbiji, što je samo potvrda tendencija uočenih u drugim otvorenim privredama. Drugim rečima, uočena je pozitivna povezanost (korelacija) porasta nominalne referentne kamatne stope NBS sa porastom plasmana u državne HOV (obveznice) i nominalnom apresijacijom dinara[131].

Kanal deviznog kursa deluje na sledeći način. Promene nominalnog deviznog kursa, koje su izazvane od strane CB ili ponudom i tražnjom na deviznom tržištu, imaju uticaj na cene. Za razliku od kanala kamatnih stopa, kanal deviznog kursa deluje u kratkom roku. Na osnovu promene nominalnog deviznog kursa dolazi do korekcije cena uvoznih proizvoda i domaćih proizvoda koji konkurišu uvoznim. Opšti rast cena će odraziti ovu promenu kursa u meri u kojoj su uvozni proizvodi i domaći koji im konkurišu učestvuju u ukupnim. Depresijacija dinara izaziva porast cena, jer za istu cenu uvoznog proizvoda u evrima treba platiti višu cenu u dinarima. Obratno, apresijacija dinara izaziva pad opšteg nivoa cena, tj. usporavanje inflacije. Uz opisani uticaj kanal deviznog kursa deluje i indirektno, preko vrednosti neto izvoza na agregatnu tražnju. U slučaju Srbije, koja ima dugogodišnji deficit spoljnotrgovinske razmene, to znači povećanu agregatnu tražnju, što, naravno, deluje na cene naviše.

131 Dimitrijević J., isto, str. 101.

Kako će i u kojoj meri delovati kanal deviznog kursa zavisi od nekoliko faktora. Prvo, uticaj će zavisiti od konkurencije na tržištu uvoznih proizvoda i njima konkurentnih domaćih proizvoda. Drugo, kanal deviznog kursa zavisi od načina formiranja cena u evrima i dinarima. Treće, kanal delovanja deviznog kursa različito deluje prilikom depresijacije i prilikom apresijacije, jer očigledno je da su cene osetljivije na kretanja kursa naniže kada rastu, nego kod apresijacije, kada bi trebalo da padaju.

U ekonomijama koje su visoko „dolarizovane", odnosno „evroizirane" promene kursa domaće valute utiču na promenu kreditne sposobnosti klijenata poslovnih banaka. Naime, u uslovima vezivanja kredita sa oko 80% za vrednost evra u uslovima krize, kada je prisutan stalan pritisak na depresijaciju dinara, dolazi do povećanja kreditnih obaveza stanovništva i kompanija, što smanjuje njihovu kreditnu sposobnost[132].

Emprijska istraživanje o delovanju kanala deviznog kursa u zemljama u tranziciji ukazuju na jače delovanje promena deviznog kursa kod proizvođačkih, nego kod potrošačkih cena. Uz to, vremenom dolazi do smanjivanja delovanja promena deviznog kursa na cene, naporedo sa procesom stabilizacije ovih privreda, tj. svođenjem inflacije na niske stope na godišnjem nivou. Na drugoj stranu, empirijski nalazi za Srbiju ukazuju da je prenos promene deviznog kursa na bazne cene relativno visok i iznosi 50%, jer oko 30% ukupnih cena iz korpe koja ulaze u indeks bazne inflacije odnosi se na uvozne proizvode. Pri tom treba imati u vidu da je u proteklom periodu tranzicije dinar bio češće apresira nego depresiran, što znači da je delovanje na pad cena bio manji nego kada je dolazilo do depresiranja kursa, dakle, asimetričan, uz nizak stepen konkurencije na tržištu, što dodatno utiče na smanjeni interes za korekcijom cena na dole[133].

3) Kreditni kanal

Kreditni kanal u užem smislu ili kanal bankarskih plasmana predstavlja kanal koji deluje u uslovima kada kompanije pretežno zavise od kredita banaka u finansiranju poslovanja, jer nemaju sopstvena sredstva ili kredite ne mogu zameniti plasmanima dužničkih HOV na tržištu, kao i u uslovima kada banke ne mogu kredite zameniti nekom drugom vrstom plasmana. Uz ovaj postoji i kreditni kanal u širem smislu ili bilansni kanal, koji predstavlja prenos promena u monetarnoj politici CB, kada povećanje nominalnih kamatnih stopa CB izaziva promene realnih kamatnih stopa, što utiče na pad profitabilnosti preduzeća i posledično smanjuje neto vrednost njihove imovine, zbog čega banke smanjuju izloženost (zaduženost) ovih preduzeća.

Delovanje kreditnog kanala monetarne transmisije različito je kod različitih banaka. Naime, banke koje su bolje kapitalizovane (imaju veći odnos kapitala prema ukupnoj aktivi), banke sa većim kapitalom i one sa boljom likvidnošću su manje podložne delovanju kreditnog kanala. One imaju veći prostor da na poskupljenje izvora finansiranja ne odgovore, bar ne u punoj meri, snižavanjem obima kredita koje odobravaju.

132 Dimitrijević J. isto, str. 102.
133 Dimitrijević J., isto, str. 103.

Empirijska istraživanja su potvrdila postojanje delovanja bilansnog kanala, kreditnog kanala u širem smislu, u razvijenim tržišnim privredama. U SAD se pokazalo da promene u referentnoj kamatnoj stopi utiču na rast kredita svih banaka, ali različito zavisno od visine kapitala banke i likvidnosti. Banke koje su imale veću stopu adekvatnosti kapitala, veći kapital i bile likvidnije, manje su snižavale kreditnu aktivnost sa rastom referentne kamatne stope, jer su manje zavisne od pozajmica na tržištu. Istraživanja za oblast Evro zone su potvrdila da referentna kamatna stopa ECB utiče na rast kredita, s tim što je razlika u reakcijama banaka vezana samo za njihovu likvidnost[134].

4) Kanal očekivanja

Očekivanja od inflacije u narednom periodu, budućnosti, od velikog su uticaja na ponašanje ekonomskih subjekata. Kompanije kada formiraju cene i plate uzimaju u obzir sve relevantne informacije koje mogu prikupiti. Dakle, oni neće uzeti u obzir samo trenutnu i očekivanu stopu inflacije u narednom periodu, već i mere koje CB preduzima i namerava da preduzme u pogledu stabilizacije na tržištu. Ukoliko su npr. očekivanja viša od ciljane inflacije, koju je definisala CB, onda je osnovano da CB preduzima u narednom periodu dodatne mere kojima bi uticala na stabilizaciju na tržištu. Pri tom, pored kredibiliteta koji javnost, odnosno ekonomski subjekti imaju u CB, važan je i odnos CB prema javnosti, otvorenost i transparentnost u vođenju monetarne politike.

REZIME POGLAVLJA:

Razumevanje transmisionog mehanizma uticaja monetarnih tokova na ekonomske subjekte, njihovo ponašanje, kanale, način i snagu kojima se uticaj ovih kretanja prenosi na realnu ekonomiju, opredeljujuće utiče na način kako će centralna banka voditi monetarnu politiku. Klasični ekonomisti su smatrali da novac utiče jedino na opšti nivo cena. Kejnzijanci su delovanje monetarnih faktora tumačili prvenstveno preko kanala kamatnih stopa. Monetaristi su ponovo dali primat količini novca, pri čemu su se založili za konstantnu stopu rasta količine novca na srednji rok, zato što podsticajno deluje na privredni rast i istovremeno stabilizuje privredne tokove. Najviše pristalica u savremenim uslovima ima portfolio teorija, koja način delovanja monetarnih instrumenata objašnjava preko njihovog uticaja na izmene u strukturi aktive ekonomskih subjekata usled promene relativnih cena pojedinih vrsta aktive.

KLJUČNE REČI:

portfolio teorija, klasična doktrina, monetaristi, kejnzijanci.

134 Dimitrijević J., isto, str. 103.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

8.1. Zašto je važno razumevanje monetarnog transmisionog mehanizma?
8.2. Šta je monetarni transmisioni mehanizam?
8.3. Na šta utiče količina novca po mišljenju klasičnih ekonomista?
8.4. Koje dodatne pretpostavke uvode klasični ekonomisti u objašnjenju transmisionog mehanizma?
8.5. Ako postoji pretpostavka pune zaposlenosti do čega dovodi rast novčane mase?
8.6. Kako glasi jednačina kvantitativne teorije novca?
8.7. Šta je ključni kanal transmisije po kejnzijancima?
8.8. Koji model koriste kejnzijanci u objašnjenju monetarnog transmisionog mehanizma?
8.9. Koje dve ravnoteže podrazumeva IS-LM model?
8.10. Kakva je IS kriva, rastuća ili opadajuća?
8.11. Kakva je LM kriva, rastuća ili opadajuća?
8.12. Kako savremeni monetaristi objašnjavaju transmisioni mehanizam?
8.13. Kakva treba da bude optimalna stopa monetarnog rasta po savremenim monetaristima?
8.14. Šta obezbeđuje konstantna stopa monetarnog rasta na srednji rok po monetaristima?
8.15. Kakvo je delovanje rasta monetarne mase na dugi rok?
8.16. Koje je preovlađujuće savremeno shvatanje monetarnog transmisionog mehanizma?
8.17. Kako delovanje monetarne politike objašnjava portfolio teorija?
8.18. Na šta utiče rast novčane mase po portfolio teoriji?
8.19. Šta je po savremenim monetaristima ključna veličina u transmisionom mehanizmu?
8.20. Koje su ključne veličine u transmisionom mehanizmu po portfolio teoriji?

KONCEPCIJE MONETARNE POLITIKE

9

Koncepcije monetarne politike su: anticiklična monetarna politika, politika godišnjeg programiranja rasta monetarnih agregata, stabilizaciona monetarna politika bazirana na kamatnoj stopi, monetarna politika stabilizacije deviznog kursa i targetiranje NBDP.

CILJEVI UČENJA:

- Da znate da navedete koje su koncepcije monetarne politike;
- Objasnite anticikličnu monetarnu politiku;
- Znate da objasnite politiku godišnjeg programiranja rasta monetarnih agregata;
- Objasnite stabilizacionu monetarnu politiku baziranu na kamatnoj stopi;
- Znate da objasnite monetarnu politiku stabilizacije deviznog kursa;
- Objasnite koncepciju monetarne politike baziranu na targetiranju nominalnog bruto domaćeg proizvoda.

UVOD

Delovanje ekspanzivne monetarne politike u kratkom roku dovodi do povećanja realne količine novca u opticaju, uz date cene, što izaziva obaranje kamatnih stopa. Snižavanje kamatnih stopa znači dodatnu investicionu tražnju kompanija i stanovništva. Rast realne količine novca izaziva porast agregatne tražnje, na koju kompanije odgovaraju povećanjem ponude. Povećanje agregatne tražnje znači istovremeno i porast dohodaka domaćinstava i dodatno povećanje tražnje. Sve skupa to izaziva porast bruto domaćeg proizvoda (BDP).

U srednjem roku ekspanzivna monetarna politika ne daje iste rezultate, prvenstveno zbog mogućnosti prilagođavanja cena i plata. Do ovoga dolazi, jer kompanije ne mogu odgovoriti u dužem periodu na povećanje tražnje, zbog

ograničenih zaliha. Otuda dolazi do porasta cena, koje izaziva zahteve za usklađivanjem plata, što zajedno utiče na smanjivanje realne mase novca. BDP prestaje da raste i postupno dolazi do uravnoteženja (na robnom i novčanom tržištu) na višem nominalnom nivou plata i cena.

U dugom roku ekspanzivna monetarna politika utiče samo na nominalne veličine.

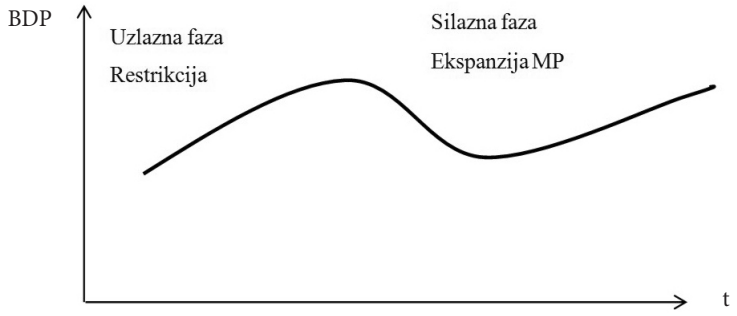
Tokom poslednjih decenija došlo je do značajnih promena u vođenju monetarne politike od strane centralnih banaka u svetu, kao posledica prilagođavanja politike izmenjenim okolnostima i istovremeno, promenama važeće ekonomske doktrine. Nastojeći da obezbede što efikasniju monetarnu politiku centralne banke su koristile sledeće koncepcije: anticiklična monetarna politika, politika godišnjeg programiranja rasta monetarnih agregata, politika bazirana na kamatnoj stopi, politika stabilizacije deviznog kursa i targetiranje nominalnog bruto domaćeg proizvoda, (NBDP).

Boks 9.1. Ciljevi monetarne politike regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju
(Fabris N., 2011)

Srbija	Postizanje i održavanje stabilnosti cena. Sekundarni ciljevi: finansijska stabilnost i podrška ekonomskoj politici.
Bosna i Hercegovina	Dostizanje i održavanje stabilnosti domaće valute, tako što izdaje domaću valutu u skladu sa pravilima valutnog odbora.
Hrvatska	Postizanje i održavanje cenovne stabilnosti; sekundaran cilj podrška ekonomskoj politici.
Makedonija	Cenovna stabilnost
Crna Gora	Finansijska stabilnost

ANTICIKLIČNA MONETARNA POLITIKA

Monetarna politika se, da bi bila efikasna, mora prilagođavati fazi privrednog ciklusa u kojem se nalazi nacionalna privreda. To znači da ekonomska politika, uključujući monetarnu, treba da deluje podsticajno, oživljavajuće (ekspanzivno) kada je privreda u silaznoj (opadajućoj) fazi privrednog ciklusa i ograničavajuće (destimulativno) kada je privreda u uzlaznoj fazi privrednog ciklusa, zbog opasnosti od (ubrzanja) inflacije. Drugim rečima, monetarna politika treba da deluje suprotno fazi ciklusa – anticiklično. Monetarna teorija se bavila pitanjem da li monetarnu politiku treba koristiti kao instrument kratkoročne anticiklične politike ili kao instrument srednjoročne, odnosno, dugoročne stabilizacione politike (konstantnost monetarne ekspanzije). U pristupu koji **zagovara korišćenje monetarne politike na kratak rok**, ekonomisti polaze od toga da je primarna funkcija monetarne politike da se bori protiv neravnoteže u privredi kratkoročnim promenama monetarnih instrumenata.



Slika 9.1. Privredni ciklus i monetarna politika (MP)

Pravilna i pravovremena reakcija centralne banke podrazumeva da ona raspolaže velikim brojem realnih i monetarnih indikatora, koji obezbeđuju precizne dijagnoze i prognoze ekonomskih kretanja. Pretpostavka je takođe da CB poznaje dejstvo monetarnih instrumenata i razume transmisioni (prenosni) mehanizam monetarne politike. Prilikom korišćenja monetarne politike kao instrumenta kratkoročne anticiklične politike, javljaju sledeći **problemi**:

- Procena u kojem se delu privrednog ciklusa ekonomija nalazi (uzlazna ili silazna faza privrednog ciklusa), kao i prognoza budućih kretanja, zbog čega postoji rizik, da će uticaj centralne banke biti procikličan, umesto anticikličan;
- Različita vremenska odloženost (kašnjenje) pojedinih mera centralne banke.

Fridman je empirijski utvrdio da je trajanje zakašnjenja mera monetarne politike promenljivo i da se teško može predvideti. Stoga, mere monetarnih vlasti u cilju korekcije određenih privrednih kretanja ne mogu biti sasvim precizne. Analize efekata monetarne politike u razvijenim zemljama su pokazale limitirani domet kratkoročnih mera monetarne politike, čak i destabilizujuće dejstvo na privrednu aktivnost.[135] Polazišta ovih analiza su bila vezana za očekivanja budućih stopa inflacije (postojanje odstupanja između stope inflacije i stope inflacije koju privreda i stanovništvo očekuju) i prirodnu nezaposlenost (nezaposlenost koja proizilazi iz sučeljavanja ponude i tražnje radne snage u uslovima kada postoje ispravna očekivanja budućih stopa inflacije).

Postoji saglasnost ekonomista da je cena konjunkturne (kratkoročne) monetarne politike suviše visoka u poređenju sa njenim eventualnim pozitivnim rezultatima. U relativno kraćim vremenskim periodima se konstantna inflacija može predviđati. To znači da bi monetarne vlasti morale da izazovu ubrzanu inflaciju ukoliko žele da dovedu do pogrešnih predviđanja. To će imati ograničeno dejstvo na obim zaposlenosti, uvažavajući činjenicu da se u današnjem društvu mere ekonomske politike sistematski analiziraju i njihove posledice ispravno proračunavaju. U osnovi dejstvo monetarne politike će biti uglavnom ograničeno na cene, što će izazvati njihovu nestabilnost.

135 Opširnije: Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 394-396.

Znači, monetarna politika u skladu sa svojom prirodom ima određenu moć u procesima regulisanja privrednih kretanja, ali ne može da deluje na zadovoljavajući način. U pitanju je poznato **asimetrično delovanje kratkoročne monetarne politike**, u slučaju da se istovremeno koristi i kao sredstvo razvoja i kao sredstvo stabilizacije privrednih kretanja. Drugim rečima, ubrzanje(akceleracija) monetarnog rasta pretežno deluje na ubrzanje inflacije, pri čemu ne obezbeđuje dovoljnu stopu privrednog rasta, dok usporavanje (deceleracija) monetarnog rasta pretežno deluje na deceleraciju rasta realnih agregata i proizvodnje, ne uspevajući da savlada inflaciju. Na kratak rok može doći do ubrzanja proizvodnje i zaposlenosti bez poremećaja na tržištu akceleracijom (ubrzanjem) stope monetarnog rasta. Do trenutka dok postoje neiskorišćeni faktori proizvodnje u privredi može doći do porasta proizvodnje, odnosno, do procesa inflacije neće doći usled dodatne agregatne tražnje izazvane ekspanzivnom monetarnom politikom.

Živković i Kožetinac[136] na osnovu primera u specifičnim uslovima stagflacije[137], dokazuju ograničen domet uticaja kratkoročne monetarne politike na privredna kretanja. Monetarne vlasti dolaze u dilemu da li da stabilizuju cene ili da postignu maksimalnu zaposlenost. Pokazuje se da kratkoročna monetarna politika ne može da ostvari optimalni spoj stabilizacione i razvojne komponente ekonomske politike, odnosno, nije u stanju da regulisanjem količine novca istovremeno postigne stabilnost i rast.

Korišćenje monetarne politike na srednji rok, polazi od hipoteze da privatni sektor nacionalne ekonomije nije stabilan, odnosno da ovaj sektor pod dejstvom svojih unutrašnjih (endogenih) faktora prouzrokuje ciklično kretanje privredne aktivnosti. Istovremeno, privatni sektor je pod uticajem delovanja različitih spoljašnjih (egzogenih) faktora, koji ga udaljavaju od stanja ravnoteže ili ga sprečavaju da se sam po sebi vrati u to stanje. Zbog toga centralna banka mora da vodi monetarnu politiku koja kompenzira delovanje endogenih i egzogenih faktora na privrednu aktivnost, ukoliko želi da postigne krajnje ciljeve ekonomske politike. Pri tom je neophodna sinhronizacija sa fiskalnom i drugim ekonomskim politikama, kao i državnim sektorom i važnim socijalnim grupama.

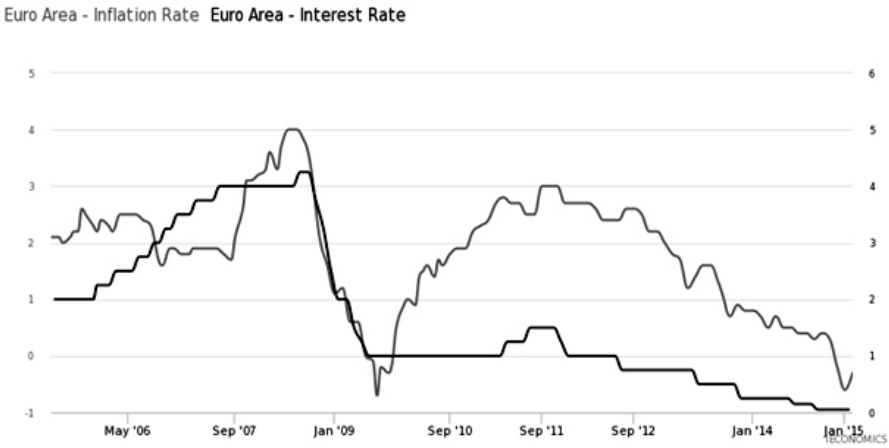
TARGETIRANJE KAMATNE STOPE

Kamatne stope su već niz decenija jedan od najznačajnijih instrumenata monetarne politike i istovremeno operativnih ciljeva (targeta) i intermedijarnih ciljeva (indikatora). One predstavljaju instrument monetarne politike koji je naročito korišćen u vreme dok je kejnzijanska doktrina bila vladajuća ekonomska doktrina, od 1930-tih do sredine 1970-tih godina[138]. Istorijski posmatrano, kamatne stope su bile najčešći targeti u monetarnoj politici.

136 Živković, A., Kožetinac, G., ibid, str. 396-400

137 Kada dolazi do stvaranja paralelnih tendencija recesije i ubrzanja inflacije - stagflacija ili recesivna inflacija.

138 Šire: Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet Niš, 2006., str. 194-196



Grafikon 9.1. Evro zona – Inflacija i kamatna stopa

Kao operativni ciljevi (targeti) koriste se najčešće kratkoročne kamatne stope kojima upravlja centralna banka, kao što su eskontna (diskontna) stopa i kamatna stopa na državne HOV. SAD, V. Britanija i Kanada su donedavno koristile stopu na prekonoćne zajmove (*overnight loan rate*) kao operativni target. Evropska centralna banaka (ECB), kao ključne kamatne stope koristi: bazičnu kamatnu stopu (*base ineterest rate*) - kamatnu stopu na noćne depozite banaka kod ECB i referentnu kamatnu stopu (*referent interest rate*) – kamatnu stopu na prekonoćne pozajmice banaka kod ECB. NBS od 2006. godine koristi kao referentnu kamatnu stopu kamatnu stopu na dvonedeljne (odskora na nedeljne) repo operacije.

Dva su osnovna cilja u korišćenju kratkoročnih nominalnih kamatnih stopa kao operativnih ciljeva (targeta) monetarne politike. Prvo, ove kamatne stope su ravnotežne, tj. promene u njima odražavaju kretanja ponude i tražnje novca. Otuda centralna banka mora voditi računa da utvrdi da li je do promene (na više) ovih kamatnih stopa došlo usled rasta tražnje za kreditima, odnosno novčanim sredstvima ili do smanjenja ponude finansijskih sredstava. Drugi važan cilj u korišćenju kamatnih stopa kao targeta proizilazi iz važnosti kamatnih stopa u transmisionom mehanizmu, tj. prenosnom mehanizmu delovanja instrumenata, preko operativnih ciljeva na konačne ciljeve monetarne politike, stabilnost, privredni rast i zaposlenost. U kejnzijanskoj teoriji kamatnim stopama se pridaje ključni značaj u transmisionom mehanizmu, dok u savremenoj monetarističkoj teoriji one predstavljaju ključnu, ali ne i jedino važnu monetarnu veličinu (varijablu).

Operacije na otvorenom tržištu (kupoprodaje HOV od strane CB) su iskustveno najefikasniji instrument monetarne politike, koji istovremeno utiče na obim novčane mase, kamatnu stopu i na kurs nacionalne valute.[139] Monetarna politika ne utiče neposredno na postavljene krajnje ciljeve, kao što su stabilnost cena, puna zaposlenost i oživljavanje proizvodnje, jer

139 Stanovište *Lusser*-a u sledećem izvoru: Lusser, M:, *Wheather targets for monetary growth have outlived their usefulness as a tool of monetary policy*, Bank for International Settlements, BIS Review, No. 231, November 1987, pg. 1-7.

nema kontrolu ni nad jednim ni nad drugim. Zbog toga se koriste intermedijarni ciljevi (obim novčane mase, kratkoročna kamatna stopa i eventualno kurs nacionalne valute) na koje monetarna politika može da utiče direktno. Ovo je bitno sa aspekta sprovođenja monetarne politike, a ne sa aspekta kako se došlo do ostvarenja finalnog cilja. Centralna banka korišćenjem monetarnih instrumenata: operacijama na otvorenom tržištu, diskontnom stopom i politikom obaveznih rezervi, opredeljuje veličinu, odnosno, stopu promene cena i proizvodnje. Znači, intermedijarni ciljevi, npr. kratkoročne kamatne stope, posredno deluju na dinamiku agregatne tražnje i preko toga na dinamiku inflacije i proizvodnje.

Boks 9.2. **Tužno za našu budućnost, jeftin novac ostaje do daljeg. Iskoristimo ga**

(Warner J., Telegraph, januar 2015)

Postoji raskorak između onoga što FED najavljuje i onoga što tržište očekuje. Kada će kamatne stope ponovo porasti? Da li će one uopšte rasti? Ideja da će kamatne stope biti unedogled na nivou bliskom nuli je nonsens, niko to ne sme prognozirati.

Ipak, stvarnost je takva da su kamate bliske nuli veoma dugo, a to nije zdravo za ekonomiju. To ima posledice na raspodelu, na međugeneracijske podele i povećava verovatnoću novih kriza.

Indikatori BDP V. Britanije u četvrtom kvartalu 2014. godine pokazuju skroman rast, ali to je daleko od potvrde sigurnog oporavka, što znači da nema povratka normalnim kamatnim stopama. Deflacioni pritisak postaje opšti okvir poslovanja.

FED i Banka Engleske (BE) su veoma jasno nagovestile porast kamatnih stopa. Guverner BE, Mark Karnej, je prošlog leta nagovestio da bi se porast kamatnih stopa mogao desiti i pre nego što se očekuje, da bi to nekoliko nedelja kasnije demantovao. Slično je bilo nedavno u Davosu.

Poruke FED-a su neznatno bolje. Dženet Jelen, predsednica, je nagovestila da će biti pažljiva u povećanju kamatnih stopa, što znači da to ostavlja za period nakon aprila 2015. godine. To je isto ono što je rekla i Kristin Lagard, izvršni direktor MMF, koja je u Davosu urgirala da kamatne stope FED-a rastu, ali od sredine godine. Tržište, naprotiv, očekuje da se to neće desiti.

U situaciji smo kada je inflacija daleko ispod targeta od 2% godišnje, kada se državne HOV na 30 godina najjačih ekonomija kupuju po realno negativnoj kamatnoj stopi, a da ne govorimo o tome da doslovno niko nije mogao pretpostaviti da će kamatne stope spuštene na 0.5% u martu 2009. godine ostati na tom nivou sledećih šest godina.



Grafikon 9.2. SAD – Inflacija i kamatne stope

Nosioci monetarne vlasti se susreću sa još jednim ograničenjem, jer ne mogu istovremeno da postave dva intermedijarna cilja (npr. stopu rasta novčane mase i kratkoročnu kamatnu stopu). Ukoliko se veličina novčane masa definiše kao intermedijarni cilj monetarne politike, to znači da će kamatna stopa da fluktuira kao odgovor na promenu tražnje. Ukoliko pri bilo kojoj kamatnoj stopi dođe do povećanja tražnje novca, a centralna banka drži ponudu novca manje ili više konstantnom, kamatna stopa će se pomeriti na novu, višu ravan (i obrnuto u slučaju pada tražnje novca).

Kod korišćenja kamatnih stopa kao targeta i njihovog dejstva na finansijske i realne tokove postoji nekoliko **problema**[140]:

- Centralna banka može da odredi nivo nominalne kamatne stope (eskontne, diskontne, referentne), ali ne može presudno da utiče na razlike između kamatnih stopa koje se posredno određuju na osnovu referentne kamatne stope (kamatne stope banaka, razlike aktivnih i pasivnih aktivnih stopa, diskontne i hipotekarne stope);
- Problem kašnjenja u delovanju kamatnih stopa na agregatnu tražnju u ekonomiji, zbog prilagođavanja ekonomskih subjekata promenama tokom vremena;
- Novčana masa se menja paralelno sa promenama tražnje i na taj način hrani te promene - postoji problem fiksiranja novčane mase;
- Stepen razvijenosti finansijskog tržišta je važno pitanje za mogućnost korišćenja kamatnih stopa kao instrumenta monetarnog regulisanja, jer nerazvijenost finansijskog tržišta deluje ograničavajuće;

140 Opširnije: Dotsey, M., *Monetary Control under alternative Operating Procedures*, Journal of Money, Credit and Banking, August, 1989, pg. 273-290; Makinen, G., Money *the Price Level, and Interest Rates*, Englewood Cliffs, N., J.Prentice-Hall, 1977; Laurent, R., *An Interest Rate-Based Indicator of Monetary Policy,* Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Janaury/February 1988, pg. 2-14; Akhtat, M., Harris, E, *Monetary Policy Influence of the Economy-An Empirical Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Quartarly Review, winter 1986-87, pg. 19-34 i Canyoneri, M., Henderson, D., Rogoff, K, *The Information content of the Interest Rate and Optimal Monetary Policy*, Quarterly Journal of Economics, November 1983, ph. 545-566., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., ibid, str. 404-408.

Pitanje je da li je tržište novca integralni deo finansijskog sistema, što je važno za zemlje u razvoju i tranziciji. U slučaju deficita u budžetu, država može da se odluči da proda javni dug, odnosno emituje HOV. Ukoliko se radi o većem budžetskom deficitu, da bi postigla atraktivnost emitovanih HOV (npr. obveznica), država povećava kamatne stope na njih, što izaziva pad cene (kamatne stope) starih hartija od vrednosti, uz povećanje njihove nominalne vrednosti (odnosno prihod koji se dobija na njih) i povećanja stope prihoda ostalih vrednosnih papira. Ukratko, dolazi do porasta kamatnih stopa u celokupnom finansijskom sistemu.

Boks 9.3. Efekti monetarne politike
NBS pod lupom domaćih i stranih ekonomista

(Okrugli sto Naučnog društva ekonomista Srbije, Danas, decembar 2006.)

Prvi put se u Srbiji određuju ciljevi inflacije, a fleksibilan devizni kurs nije više cilj nego instrument monetarne politike. Potrebno je vreme da NBS uđe potpuno u režim targetiranja inflacije.

David Vavra, češki ekonomista, smatra da su vidljivi efekti nove monetarne politike stabilizacija kamata na dvonedeljne repo operacije i kamata na depozite, kao i stabilizacija cena, a da je za snižavanje inflacionih očekivanja potrebno vreme.

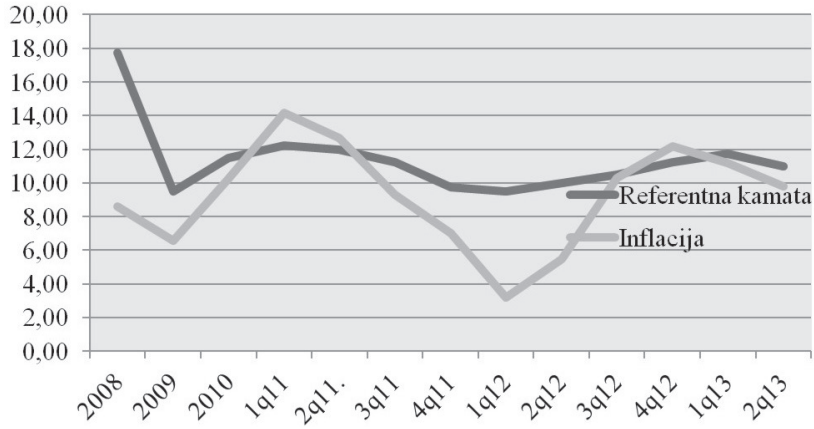
Laurian Lungu, rumunski ekspert, je pokazao na primeru svoje zemlje da targetiranje inflacije daje pune efekte tek posle godinu ili dve, a da ovakvu koncepciju ograničava nerazvijeno finansijsko tržište i nedostatak podrške fiskalne politike.

Djordje Djukić je ukazao na postojanje kartela u bankarskom sektoru, zbog čega je skeptičan da će banke na obaranje kamatnih stopa NBS reagovati snižavanjem svojih kamata.

Boško Živković, istovremeno, smatra da banke reaguju povećanjem kamata, a ne njihovim snižavanjem ne zbog kamatne politike, već zbog apresijacije dinara.

Pavle Petrović smatra otvorenim pitanje da li je efikasniji koncept targetiranja inflacije primenom kamatne politike ili je to efikasnije činiti preko deviznog kursa.

Treba imati u vidu da sposobnost države da prodaje svoje HOV mnogo zavisi od stope inflacije. Znači, bitna je sposobnost ekonomskih subjekata da akumuliraju svoju finansijsku aktivu u zavisnosti od nominalnog bogatstva, koje je uslovljeno dešavanjima sa nominalnim dohotkom i nominalnom štednjom. Ukoliko pretpostavimo da inflacija ne utiče na izbor između realne i finansijske aktive, onda je bitna veličina učešća nominalnog zaduživanja države u BDP. Država je u mogućnosti da proda više svojih HOV, a da pri tome ne izazove osetnije pomeranje kamatnih stopa, ukoliko je viša stopa rasta nominalnog BDP, zbog povećanja proizvodnje ili zbog inflacije.



Grafikon 9.3. Srbija, Referentna kamatna stopa i inflacija

Ukoliko centralna banka želi da snizi kamatne stope, ona će na nove emisije hartija od vrednosti primenjivati niže kamatne stope. Međutim, to će navesti ekonomske subjekte (kupce) da otkupljuju državne hartije od vrednosti u obimu koji nije dovoljan za pokrivanje budžetskog deficita. Povećanju bankarskih depozita, odnosno, depozita banaka kod centralne banke će doprineti dodatna potrošnja države. S obzirom na neatraktivnost kamatne stope emitovanih državnih HOV, centralna banka će finansirati dodatnu potrošnju države. Tim potezom, centralna banka povećava depozitnu bazu bankarskog sistema i deluje u pravcu sniženja kamatne stope. Usled toga dolazi od rasta vrednosti emitovanih HOV od strane države, čime se povećava atraktivnost HOV i spremnost ekonomskih subjekata (pre svega banaka) da ih otkupljuju u povećanom obimu.

Možemo zaključiti da je generalno problem koji intermedijarni cilj izabrati u određenom trenutku, s obzirom na njegove prednosti i nedostatke. Za korišćenje kamatne stope kao targeta je važno da u privredi postoji razvijeno tržište novca, kako bi mogle da se sprovode operacije na otvorenom tržištu. Značajan deo ukupnih operacija na otvorenom tržištu je usmeren na prigušivanje oscilacija gotovog novca, sredstava trezora, varijacija u obimu novčane mase i slično, što rezultira promenama u depozitnoj bazi bankarskog sistema.

Boks 9.4. Režimi monetarne politike zemalja regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju

(Fabris N., 2011.)

Srbija	Targetiranje inflacije
Bosna i Hercegovina	Valutni odbor
Hrvatska	Diskreciona monetarna politika
Crna Gora	Eurizacija
Makodonija	Targetiranje deviznog kursa

TARGETIRANJE MONETARNIH AGREGATA

Od 1970-ih godina centralne banke većine razvijenih tržišnih zemalja su prihvatile koncept targetiranja novčane mase, umesto do tada korišćene politike kamatne stope. Razlozi ove promene su bili usmereni na efikasnije suzbijanja visoke inflacije.[141] **Politika godišnjeg programiranja rasta (targetiranje) monetarnih agregata** je bazirana na praktičnom iskustvu koje pokazuje da su posledice naglih i velikih oscilacija u stopama monetarnog rasta negativne na obim i strukturu privrednog rasta. Naime, Fridman je, na osnovu istraživanja sprovedenog u SAD, zaključio da suvišne oscilacije u monetarnom rastu imaju negativne efekte na realna privredna kretanja i formulisao pravilo prema kome bi novčana masa trebalo da raste po stopi od 3-5% godišnje u srednjem roku. Monetaristi smatraju da je ključna varijabla za izbegavanje inflacije i preventivno delovanje protiv inflacije količina novca i da novčana masa obezbeđuje bolju kontrolu ekonomije nego kamatne stope.

Banka Kanade je u ranim 1970-tim na ubrzanje inflacije odgovorila targetiranjem monetarnih agregata putem monetarnog gradualizma (postupno prilagođavanje), gde je rast M1 bio kontrolisan postepenim snižavanjem količine novca. Banka Engleske (BoE) se fokusirala na M3, mnogo širi monetarni agregat. Sredinom 1970-tih monetarno targetiranje su uvele Švajcarska i Nemačka, pri čemu je najpre kontrolisan rast M0, bazni novac, a kasnije M3. Evropska centralna banka, ECB, je usvojila strategiju hibridne monetarne politike, gde je važan deo targetiranje monetarnog agregata M3[142].

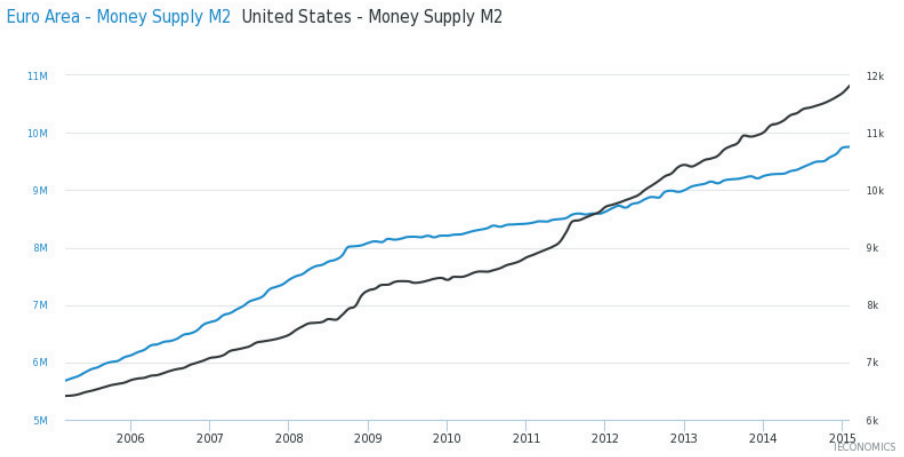
U praksi ekspanzivna monetarna politika ima i pozitivne i negativne uticaje na privredu, koja se u današnje vreme sa složenom strukturom teško prilagođava na velike i nagle promene obima unutrašnje likvidnosti. Isuviše visoke stope monetarne ekspanzije iznad optimalno potrebnih, kreirane u svrhu podsticanja privrednog rasta, znače ubacivanje inflatornog novca putem deficitarnog finansiranja investicija. Ovo direktno vodi ubrzanju inflacije, jer se privreda relativno brzo adaptira na povećanu količinu novca u opticaju. Suprotno, putem snažnog obaranja stopa monetarnog rasta doći će do privredne recesije, dok će uticaj na inflaciju biti neznatan zbog prilagođavanja realnog sektora.

Prednosti targetiranja monetarnih agregata kao koncepcije monetarne politike su sledeće:

- Mogućnost prilagođavanja politike okolnostima u nacionalnoj privredi;
- Dobijanje validnih informacija o ostvarivanju targeta – veličina monetarnih agregata – veoma brzo;
- Ostvarivanje targeta kao signal utiče na inflatorna očekivanja.

141 Opširnije: Rea, J., *Monetary Policy and the Ciclical Behavior of the Money Supply*, Journal of Money Credit and Banking, August, 1976; Fand., D., *A Monetarist Model of Monetary Process*, in the book: *Monetary Economices, Reading on Current Issues*, ed. W.Gibson and G.Kaufman, McGraw Hill, 1971 i Zoltas. X., *Inflation and the Monetary Target in Greece*, Bank of Greece, Papers and Lectures, Athnes, 1978, pg. 9-11., na osnovu: ŽivkovićA., Kožetinac G., ibid, str. 400-404.

142 Opširnije: Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet Niš, 2006.,.str. 183-187.



Grafikon 9.4. SAD i Evro zona, M2

U praksi centralnih banaka razvijenih zemalja politika targetaranja monetarnih agregata razlikovala se od predloga Fridmana, koji se zalagao za stalnu (konstantnu) stopu monetarnog rasta, jer je bila dosta fleksibilnija. Monetarni ciljevi služe da ukažu na pravac prema kome moraju biti prilagođene ostale ekonomske politike, čemu treba da se prilagođavaju i privredni subjekti. Politika monetarnog rasta bi trebalo da:

- bude fleksibilno postavljena, uz mogućnost revizije postavljenih ciljeva, ukoliko je to neophodno;
- je dovoljno efikasna da obezbedi finansiranje aktivnosti u privredi, u okviru postavljenih ograničenja (limita) planiranog rasta realnog bruto domaćeg proizvoda i stope inflacije;
- je konzistentna sa dugoročnom željenom stopom inflacije;
- pomaže koordinaciju segmenata ekonomske politike.

U razvijenim zemljama je tokom 1990-tih, usled pojave finansijskih inovacija i promena u tehnologiji plaćanja, došlo do narušavanja stabilnog odnosa između monetarnih agregata i inflacije, te nestabilnosti cena, zbog čega je ovaj koncept monetarne politike napušten.

TARGETIRANJE DEVIZNOG KURSA

Devizni kurs je cena domaćeg novca izražena u stranom novcu. Devizni kurs je veličina (varijabla) koja se koristi prilikom formulisanja monetarne politike, a **targetiranje deviznog kursa kao koncepcija monetarne politike** postoji relativno dugo. Targetianje deviznog kursa može biti u formi **vezivanja vrednosti domaće valute za neku robu kao što je zlato**, kao što je to bilo u vreme primene tzv. zlatnog standarda. Skorija forma režima fiksnih deviznih kurseva obuhvata **vezivanje vrednosti nacionalne valute za vrednost valute neke niskoinflatione razvijene zemlje,** kao što su SAD, Nemačka (sidro zemlja – *ancchor*

country) ili korpe valuta (grupe valuta). **Druga mogućnost je prihvatanje puzajućeg targetiranja** ili održavanje cena na stabilnom nivou, gde se nastoji obezbediti depresijacija po stabilnoj stopi, bez većih oscilacija.

Strategija targeitranja deviznog kursa ime sledeće **prednosti**:

- nominalno sidro targetiranog deviznog kursa doprinosi držanju opšteg nivoa cena pod kontrolom, jer vezuje stopu inflacije za robu koja je predmet međunarodne trgovine;
- tagretiranje deviznog kursa obezbeđuje automatizam u vođenju monetarne politike i otklanja korišćenje nepotrebnih oscilacija u vođenju monetarne politike (vremenski dosledna politika nasuprot diskrecionog delovanja);
- targetiranje deviznog kursa je jednostavno i jasno pravilo, što obezbeđuje transparentnost vođenja monetarne politike za javnost (ekonomske subjekte).

Koncepcija targetiranja deviznog kursa korišćena je u većem broju razvijenih zemalja u cilju obuzdavanja inflacije tokom 1980-tih i 1990-tih godina. Francuska (1987.) i V.Britanija (1990.) su svoju valutu vezale za nemačku marku i na taj način postigle željeni cilj - snižavanja stope inflacije.

Treba imati u vidu i niz **problema** koje otvara targetiranje deviznog kursa:

- Devizni kursevi su pod uticajem znatno šireg skupa realnih i finansijskih varijabli, nego što je to slučaj sa cenama ostalih sredstava, a prisutno je i povratno dejstvo kursa na cene sredstava. Isto tako, kursevi zavise od tržišnih očekivanja, koja uključuju veći broj faktora;
- Devizni kurs je u suštini međunarodna veličina (varijabla), pod uticajem kretanja u domaćoj i inostranim privredama. Tako se negativna kretanja iz zemlje čija se valuta koristi kao sidro prenose na matičnu zemlju;
- Korišćenje deviznih kurseva u monetarnoj politici, je složen postupak koji uključuje šira sporna pitanja u poređenju sa upotrebom tradicionalnih veličina (varijabli);
- Zemlje koje primenjuju devizno sidro mogu biti predmet deviznih špekulacija na međunarodnom tržištu;

Vođenje monetarne politike utiče na cenu domaće valute, tj. devini kurs. Brži rast osnovnih monetarnih agregata od rasta tražnje za novcem vodi depresijaciji nominalnog kursa nacionalne valute, i obrnuto. Na dugi rok zemlje sa bržim rastom novčane mase imaju (po pravilu) visoke kamatne stope i inflaciju. Promena kamatnih stopa pod uticajem monetarnih činilaca deluje na kurs i podstiče priliv, odnosno odliv kapitala iz domaće ekonomije.

Važno pitanje koncepta targetiranja deviznog kursa tiče se samostalnosti tj. odgovornosti CB u vođenju monetarne politike. Naime, korišćenje ovakve koncepcije znači da centralna banka (CB), čak i kod razvijenih zemalja, posredno priznaje da nije sposobna za samostalno uspešno vođenje monetarne politike. Dodatni razlog korišćenja ovog koncepta je što doprinosi integraciji u međunarodno tržište. Kod zemalja u razvoju i tranziciji, zbog niskog stepena samostalnosti CB i sklonosti visokim stopama inflacije, targetiranje deviznog kursa je rešenje koje doprinosi slamanju tržišnih očekivanja i trajnijoj stabilizaciji.

Boks 9.5. Režim kursa dinara i politika privrednog rasta

(Antić S., Finansije top 2013/14)

Od prejakog dinara najveću direktnu korist imaju finansijske institucije koje kupuju papire NBS sa visokim kamatama, bez rizika i uvoznici, zbog neopravdano jakog dinara.

Prvi kvartal 2014. bio je karakterističan po čestim i znatnim intervencijama NBS na deviznom tržištu. Takva politika rezultirala je gotovo nepromenjenim kursom dinara, što je paradoksalno za politiku targetiranja inflacije. Pored toga troškovi intervencije su veoma visoki. Izrazita stabilnost kursa pokrenula je pitanje režima kursa i mehanizma monetarne politike.

Ekonomisti se slažu da je dobar izbor režima i nivoa kursa domaće valute važan za rast i finansijsku stabilnost. Izbor režima kursa u velikoj meri zavisi od izvora i prirode šokova u nekoj ekonomiji, strukture privrede, kao i od preferencija vlade i CB. Smatra se da je optimalan režim onaj koji stabilizuje makroekonomske performanse, odnosno minimizira fluktaciju *output*-a, potrošnje, inflacije ili nekog drugog makroagregata. U uslovima kada su šokovi koji pogađaju ekonomiju pretežno monetarni, teorija smatra da je bolje imati fiksni ili relativno fiksni režim kursa, dok u slučajevima realnih i eksternih šokova treba imati relativno ili potpuno fleksibilni kurs.

Nakon 2000. godine Srbija se opredelila za režim rukovođeno fleksibilnog kursa, a dalji pomak ka fleksibilnom kursu dogodio se 2006. godine usvajanjem inflacionog targetiranja. Međutim, NBS je poslednjih nekoliko godina promenom obaveznih rezervi na devizne depozite, čestim intervencijama na deviznom tržištu, pokušajem promena smera na OOT i veoma visokom referentnom kamatnom stopom pokazala da je težila da upravlja kursom, iako stalno tvrdi da to ne čini. Najvažniji efekat pomenutih mera je snažna nominalna i realna apresijacija dinara.

MMF je i ranije imao neke prigovore na politiku kursa, a to je naročito izraženo od sredine 2006. godine. Prelaskom na targetiranje inflacije koje je MMF podržao pitanje kursa je izgubilo značaj kao instrument spoljne ravnoteže. Za razliku od nas, MMF je bio svestan da targetiranje inflacije neminovno dovodi do apresijacije kursa.

NBS kreira dinare samo na bazi deviznih transakcija, što je osobina valutnog odbora. Uz to, NBS reverzibilnim repo operacijama povlači deo novca koji je prethodno emitovan na bazi kupovine deviza, čime stvara uslove za nelikvidnost. Ovakva kombinacija monetarne politike se sprovodi u visoko evroiziranoj ekonomiji. Još jedna specifičnost monetarne politike kod nas je obračun obavezne rezerve na devizne depozite u dinarima. Pored uticaja na likvidnost ovim se stvara dodatni pritisak na apresijaciju dinara.

Nastavkom snažnih intervencija na deviznom tržištu NBS se izlaže snižavanju deviznih rezervi, a primetna je tendencija njihove stagnacije. Dalje, Srbija ima izuzetno visoke kamatne stope, a one su delom rezultat politike odbrane precenjenog dinara, a delom prekomernog zaduživanja države na domaćem tržištu. Realno jačanje dinara negativno utiče na izvoz, a time i na privredni rast, a isti pravac delovanja – negativan – imaju i visoke kamatne stope.

Monetarna politika bi buduće reforme mogla da podrži pre svega ublažavanjem apresijacije dinara. Ovo bi se postiglo prvo, promenom odluke o

izdvajanju obavezne rezerve na devizne depozite umesto dinara izdvajanjem deviza i drugo, svođenjem referentne kamatne stope na reverzibilne repo operacije na kamatnu stopu koja se formirana tržištu trezorskih zapisa, jer je razlika među njima samo u ovoj godini iznosila oko dva procentna poena. Alternativa ovim merama je politika fiksnog kursa dinara sa posledicama nominalnog smanjivanja dohotka, deflacije, jer bi kresanje dohodaka kreiralo robne viškove za izvoz i bez pomoći kursa dinara.

Efekti ovakvog koncepta monetarne politike su različiti u zavisnosti od toga da li monetarna (kao i fiskalna) politika deluje u uslovima fiksnog ili plivajućeg (fleksibilnog) deviznog kursa. **Izbor valutnog režima** je vrlo važan za svaku privredu. On utiče na to kako i koliko će država da kontroliše kurs nacionalne valute, obim novčane mase, nivo kamatnih stopa, i na promenu u realnom sektoru privrede (na proizvodnju i zaposlenost). Važnost valutnog kursa je značajniji što je veće učešće spoljne trgovine u BDP. [143]

Vođenje monetarne politike je neposredno određeno (determinisano) izborom valutnog režima. Istovremeno, centralna banka može za svoj cilj da postavi samo jednu veličinu: količinu novca ili izabrani valutni kurs. Ukoliko **fiksni kurs** postavi kao cilj, monetarna politika više ne može da kontroliše obim novčane mase (osim da sa obe veličine upravlja administrativno). Tada se promenom kamatne stope uravnotežava odnos između ponude i tražnje, odnosno, kamata može da poraste do bilo koje visine neophodne da se ta ravnoteža postigne. Na ovaj način, monetarna politika se podređuje održavanju pariteta domaće prema izabranoj konvertibilnoj valuti ili prema korpi valuta (kompozitnoj valuti, grupi valuta). Prema ovom modelu, svako opadanje tražnje za novcem vodi sniženju kamatnih stopa, i obrnuto.

Moguće alternative u ovom modelu su:

- Da centralna banka izađe u susret uvećanoj tražnji novca, pri čemu kamatne stope ostaju nepromenjene, ali se time ruši osnovna pretpostavka od koje zavisi održanje fiksnog pariteta.[144] Rezultat kreiranja dodatne količine novca je uvećana kupovna moć, koja deluje u dva smera: povećava proizvodnju i cene i utiče na porast uvoza, a u krajnjoj liniji, vodi deficitu trgovinskog bilansa. U slučaju da zemlja ne raspolaže potrebnim obimom deviznih rezervi, kurs će morati da se pomeri ili zvaničnom odlukom o devalvaciji ili faktičkom promenom na sivom tržištu. Administrativnim regulisanjem novca, sve ostaje nepromenjeno, ali ponude deviza nema i dolazi do usporavanja proizvodnje;
- Da se centralna banka opredeli za očuvanje određene visine kratkoročnih kamatnih stopa, kao svoj intermedijarni cilj (target), ukoliko dođe do povećanja tražnje za novcem. Tada se mora povećati i njegova ponuda i to u ekvivalentu uvećane tražnje. Na taj način, kamatne stope ostaju nepromenjene, ali se kurs ne može zadržati na istom nivou. Ovo dalje u tržišnim uslovima otvorene privrede inicira priliv kapitala

143 Opširnije: Artis, M., Currie, D., A., *Monetary Targets and the Exchange Rate: A Case for Conditional Targets*, Oxford Economic Papers, Supplement, July 1981.

144 Opširnije: OECD, *Exchange Rate Arrangement and the Conduct of Monetary Policy*, Paris 1985. i Dornbusch, R., *Inflation, Exchange Ratees and Stabilization*, Princeton University, Essays in Inetrnational Finance, No. 1965.

iz inostranstva i suficit u platnom bilansu. Finalni rezultat zavisi od toga da li je konkretna zemlja sposobna da neutrališe monetarne efekte suficita (viška) platnog bilansa. Ukoliko to nije slučaj, doći će do porasta novčane mase po osnovu deviznih transakcija sa inostranstvom. Trebalo bi imati u vidu da će, uvećana količina novca, voditi vraćanju kamatne stope na niži nivo, ali ne mora delovati na kurs. Ravnoteža će biti očuvana (a kurs nepromenjen) ukoliko je dodatni devizni priliv u kapitalnom bilansu ekvivalentan dodatnoj tražnji stranog novca.

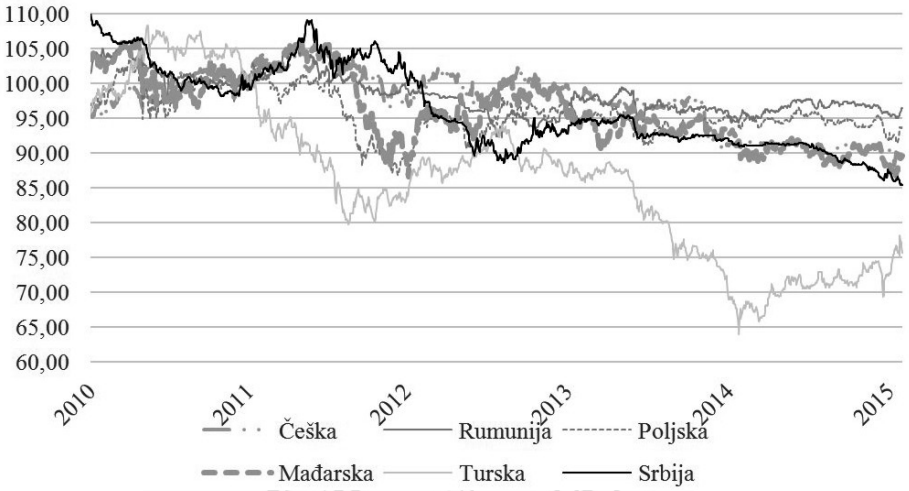
Boks 9.6 **Režim deviznog kursa zemalja regiona sa posebnim osvrtom na Srbiju**
(Fabris N., 2011)

Srbija	Rukovođeni fluktuirajući devizni kurs
Bosna i Hercegovina	Fiksni režim deviznog kursa
Hrvatska	Režim fluktuirajućeg kursa ??? (fiksni)
Crna Gora	Eurizacija
Makodonija	De facto fiksni od 2002. godine, vezan za evro

Kada postoji **sistem fiksnog kursa** (ali sa slobodnim kretanjem kapitala), **nema autonomne monetarne politike**. Targetiranje deviznog kursa može koristiti sledeće opcije:

- **Fiksiranje za neku čvrstu kvalitetnu valutu** – kada mala privreda vrednost svoje valute veže za vrednost valute razvijene, niskoinflatorne privrede. Devizne rezerve pokrivaju domaći novac sa 100% i drže se u toj kvalitetnoj valuti. To podrazumeva striktnu disciplinu celokupnog bankarskog i finansijskog sektora. Povećanje novčane mase se obezbeđuje isključivo povećanjem rezervne valute u istom iznosu. Monetarne politike u takvim uslovima nema, pošto mala država automatski preuzima strukturu i nivo kamatnih stopa države rezervne valute, uključujući i njenu stopu inflacije. Monetarna stabilnost velike države (države sidra, *anchor* države) se prenosi na malu i ona će uvažavati sve prednosti stabilnosti toliko dugo koliko će stabilnost biti očuvana u državi jake valute.
- **Fiksiranje za korpu valuta** – koristi se grupa valuta niskoinflatornih zemalja, pri čemu se vrednost domaće valute vezuje za prosek ili ponderisanu vrednost korpe, gde se pojedinim valutama pridaje različit značaj (ponder);
- **Valutni odbor** (*currency board*) - uspostavlja se fiksirani paritet između domaće valute i paritetne (čvrste) valute, pri čemu je domaća valuta u potpunosti pokrivena čvrstom valutom. Prednosti valutnog odbora su prvo, da rast novčane mase može biti realizovan samo u slučaju porasta deviznih rezervi; drugo, doprinosi snižavanju inflatornih očekivanja i stabilizaciji. Nedostaci ovog koncepta su prvo, gubljenje samostalnosti u vođenju monetarne politike i drugo, gubitak mogućnosti intervencije CB kao poslednje odstupnice likvidnosti. Valutni odbor se uspešno koristi u nekim zemljama tranzicije, kao što su Bugarska i BiH.

- **Dolarizacija ili evrizacija –** predstavlja sklonost visokoinflatornih privreda i ekonomskih subjekata u njima da transakcije izražavaju i vrše velikim delom u inostranoj valuti. Ona može biti **službena**, kao što je to urađeno u Ekvadoru 2000. godine ili **neslužbena**, što je pojava vezana za tranzitorne ekonomije.



Grafikon 9.5. Odnos valuta prema Evru

- **Sistem kontrolisano plivajućeg (ograničeno fleksibilnog, fluktuirajućeg) deviznog kursa - koji je određen**: predstavlja kombinaciju sistema fiksnog i plivajućeg kursa, gde CB dozvoljava da kurs neznatno osciluje, zavisno od kretanja na deviznom tržištu, u zadatim okvirima. Ovaj koncept se koristi u zemljama u tranziciji (uključujući našu zemlju), i osnovna karakteristika, ujedno i prednost, je da se utvrđuje unapred, čime postaje ciljni parametar monetarne politike, pri čemu CB takođe određuje limite klizanja kursa u zavisnosti od ekonomske situacije, stanja u platnom bilansu i promeni nivoa deviznih rezervi. Ovo dozvoljava intervencije CB na deviznom tržištu, kojima ona sprečava prevelike oscilacije, van unapred utvrđenog limita. Uslov je da CB raspolaže relativno obilnim deviznim rezervama kako bi mogla da interveniše. Prednosti korišćenja kontrolisano fleksibilnog kursa su: za države koje nemaju na raspolaganju dovoljno velike devizne rezerve, izbegavanje formiranja neregularnog sivog tržišta deviza i država izbegava da unapred odredi neki kursni odnos, što je ujedno i nedostatak kompletnih informacija o agregatima i promenama na tržištu koje je u tranzicije.

Režim **slobodno fluktuirajućeg (fleksibilnog, plivajućeg) kursa** je suprotan od prethodno prezentovanog, jer se formiranje cene domaće valute prepušta tržištu. Ovaj režim omogućava državi da vodi autonomnu, nezavisnu monetarnu politiku. U tom sistemu kurs nacionalne valute isključivo zavisi od obima ponude i tražnje inostranog novca, što određuje i relativne cene na domaćem tržištu. Otuda se strukturne promene u privredi mogu odvijati nezavisno od stanja u platnom bilansu ili raspoloživosti deviznih rezervi.

Ključni efekat sistema slobodnog (plivajućeg, tržišno) formiranog kursa je nezavisnost i efikasnost monetarne politike, jer stvara povoljne uslove za aktiviranje procesa automatskog uravnoteženja na liniji cene – kurs - druge ekonomske varijable.

Boks 9.7. Valutni odbor i kriza u Argentini

(J.M. Fanelli, „Argentina's Currency Board and the Case fo Macroeconomic Policy Coordination in Mercosur", na osnovu: D. Salvatore, J. Dean, and T. Willet, Eds, The Dollarization Debate, New York, *Oxford University Press*, 2003, pp 401-424[145])

Argentina je prihvatila aranžman deviznog veća od 1991. do kraja 2001. godine, kada je doživela kolaps i ušla u duboku ekonomsku krizu. Valutni odbor u Argentini je funkcionisao prilično dobro sve do 1999. godine kada je Brazil bio prinuđen da devalvira svoju valutu i onda da nastavi sa naglom depresijacijom. Pošto je pezos bio vezan za dolar, Argentina je pretrpela značajan pad konkurentnosti u odnosu na Brazil (svog najvećeg spoljnotrgovinskog partnera) i upala u recesiju. Ali Argentina nije imala samo taj problem da joj je valuta bila precenjena. Još ozbiljniji problem je bio ogroman budžetski deficit koji je izmakao kontroli. Aregentina je jednostavno živela iznad svojih mogućnosti i to je bilo neodrživo. Precenjeni pezos samo je dodatno pogoršavao stvari. Stezanje javnih finansija, međutim, samo je produbilo recesiju i dovelo do uličnih nemira, a da skoro nijedan strani investitor nije bio privučen, jer su se bojali da će Argentina napustiti valutni odbor i da će pezos devalvirati.

To je Argentinu dovelo u situaciju da bira: ili da devalvira pezos ili da prihvati punu dolarizaciju. Argentina je pokazala da bi veoma nerado napustila valutni odbor i pristupila devalvaciji pezosa, čime bi se vratila u situaciju iz 1980-ih kada je preživela hiperinflaciju. Ali ni dolarizacija nije bila bez rizika. Posebno, iako bi se eliminisao devizni rizik i privukao više stranih investitora, dolarizacija ne bi eliminisala problem niske konkurentnosti, posebno u odnosu na Brazil, niti bi rešila problem u fiskalnom sektoru. U januaru 2002. Argentina je objavila moratorijum na otplatu inostranog duga i bila je prinuđena da napusti režim vautnog odbora i pristupi devalvaciji pezosa koji od tada fluktuira. Do kraja 2002. godine, pezos je depresirao od 1 pezosa za dolar pri valutnom odobru na 3,5 pezosa za dolara (depresijacija od 350 posto).

TARGETIRANJE NOMINALNOG BDP

Targetiranje nominalnog bruto domaćeg proizvoda (NBDP) za sprovođenje monetarne politike, podrazumeva dva pristupa:

- **Ciljevi monetarne politike su NBDP i istovremeno količina novca u opticaju**. Polazište za određivanje odgovarajućih ciljnih limita za monetarne agregate su ciljne vrednosti NBDP. Stvarno ponašanje monetarnih agregata će uticati na način reagovanja monetarne politike u odnosu na kratkoročne privredne poremećaje. Nemačka Bundesbanka je dugo koristila ovakav pristup.

145 Izvor: Salvatore, D., *Međunarodna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009., str. 754.

- **NBDP je jedini cilj monetarne politike**. Trebalo bi imati u vidu da je nominalni BDP proizvod blisko vezan sa dve važne veličine (varijable) koje predstavljaju krajnje ciljeve monetarne politike. Nominalni proizvod je po definiciji proizvod odgovarajućeg nivoa cena i realnog BDP. Postizanje određenog nivoa cena i realnog BDP, koji su saglasni sa stabilnošću cena na dugi rok i poželjnim privrednim rastom, jesu krajnji ciljevi monetarne politike.

Ekonomisti koji zastupaju koncept targetiranja nominalnog BDP, iznose sledeće **prednosti** ovog koncepta:[146]

- Instrumenti monetarne politike mogu biti mnogo pouzdanije povezani sa nominalnim BDP nego sa drugim veličinama (varijablama) u ulozi intermedijarnog cilja ili krajnjeg cilja monetarne politike;
- Ciljevi koji se odnose na kretanje nominalnog BDP mogu sprečiti nosioce monetarne politike da posegnu za mogućnošću iskorišćavanja kraktoročnog raskoraka (*trade-off*-a) između proizvodnje i inflacije, ubrzavajući kretanje realnog BDP, ali po cenu permanentno visoke inflacije;
- Može biti uspešno sredstvo za obezbeđivanje dugoročne stabilnosti cena, pri čemu taj postupak istovremeno ostavlja dovoljno manevarskog prostora CB za reagovanje na kratkoročne privredne poremećaje, što je ujedno najznačajniji argument kejnzijanskih ekonomista.

Važno je naglasiti da je za CB značajnije pitanje da li je dostignuti nivo BDP podeljen između cena i proizvodnje, nego da li je dostignut predviđeni nivo. Ovo je ujedno najranjivije mesto koncepta targetiranja NBDP. Trebalo bi takođe imati u vidu da postoji dugoročna veza između porasta NBDP i porasta cena. Faktori koji nisu povezani sa monetarnom politikom određuju realnu stopu privrednog rasta na dugi rok. Na primer, demografske i tehnološke promene utiču na porast radne snage. Udruženo, ovi faktori u uslovima razvijenih tržišnih ekonomija generišu stabilnu dugoročnu stopu rasta realnog BDP. Uvažavajući činjenicu da je porast NBDP zbir stope inflacije i stope porasta realnog BDP, proizilazi da je targetiranje NBDP isto kao targetiranje dugoročne stope inflacije. U slučaju niže dugoročne stope inflacije, nosioci monetarne politike moraju, tokom vremena, da smanje ciljnu vrednost NBDP. To zahteva sprovođenje restriktivne monetarne politike, koja može na kratak rok da izazove smanjenje obima proizvodnje. Intenzitet privremenih negativnih efekata na privredni rast zavisi od brzine kojom se menjaju očekivanja privrednih subjekata u pogledu inflacije. Ukoliko se njihova inflatorna očekivanja relativno sporo prilagođavaju uslovima sprovođenja restriktivne monetarne politike, tada će snižavanje stope rasta NBDP izazvati relativno skromno obaranje inflacije, uz relativno veliko smanjenje stope rasta BDP. Ovaj gubitak može biti umanjen pristupom centralne banke da unapred

146 Opširnije: Friedman, B., *Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, October 1975, pg. 443-473; McCallum, B., *On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting*, Journal of Money, Credit and Banking, November 1985, Part2, pg. 587; McCallum, B., *The Case of Rules in the Conduct of Monetary Policy*, Weltwirtschaftliches Archiv, No. 3/1987, pg. 415-429 i Sibet, S., Weiner, S., *Maintaining Central Bank Credibility*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, September/October 1988, pg. 3-15., na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., ibid, str. 416-421.
Opširnije: Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 593-605.

objavi višegodišnji plan za (postupno – gradualističko) smanjivanje stope rasta NBDP, koji je poznat kao gradualistički pristup.

Možemo uočiti da je koncept targetiranja NBDP **problematičan** iz sledećih razloga:

- Na agregatnu tražnju utiče monetarna politika, fiskalna politika i odluke velikog broja pojedinačnih privrednih subjekata. Takođe, nosioci monetarne politike imaju slabu mogućnost kontrole nad faktorima ponude, kao što su na primer cene energenata. Iz tog razloga CB je prinuđena da ove faktore prihvati kao ograničenja u procesu formulisanja monetarne politike, a koja ne mogu da kontrolišu;
- Dugoročni cilj za NBDP ne može bitno da smanji troškove dezinflacije u jednoj tržišnoj privredi, jer cilj koji se odnosi na period od nekoliko godina može imati kod privrednih subjekata mali kredibilitet. U praksi su ekonomske jedinice više zainteresovane za monetarnu politiku na kratak rok (posebno u slučaju recesije).

Poremećaji na strani ponude i poremećaji na strani tražnje su dve široke kategorije privrednih poremećaja koje imaju različite implikacije na kretanje nominalnog BDP.[147] Poremećaji na strani tražnje navode i cene i proizvodnju da se pomeraju u istom smeru (npr. smanjenje poreza dovodi do porasta cena i realnog BDP na kratak rok, samim tim i do porasta NBDP). U skladu sa tim centralna banka bi vodila odgovarajuću ekspanzivnu ili restriktivnu monetarnu politiku.

Poremećaji na strani ponude izazivaju pomeranja cena i proizvoda suprotnog smera (npr. slabljenje inflatornih očekivanja ili smanjenje cena hrane i energije utiču na snižavanje opšteg nivoa cena i povećanje stopa rasta realnog BDP na kratak rok). U skladu sa tim monetarna politika treba da bude restriktivnija ili ekspanzivnija, a ukupni efekti na kretanje NBDP mogu biti pozitivni ili negativni. Kada su u pitanju poremećaji na strani ponude, targetiranje BDP ne može da spreči kolebanje cena i proizvodnje. Monetaristi ističu da je tada mnogo primerenije koristiti ciljane novčane agregate, jer su efikasniji, nego ciljani NBDP.[148]

Možemo zaključiti da je za efikasno sprovođenje mera kratkoročne monetarne politike baziranoj na ciljnom NBDP neophodno raspolagati pouzdanim prognozama koje se prvenstveno odnose na tačke zaokreta u privrednim ciklusima.

TARGETIRANJE INFLACIJE

Targetiranje inflacije je kao pristup monetarne politike prvi put primenjeno na Novom Zelandu 1990. godine, a zbog relativno brze uspešnosti obaranja i stavljanja inflacije pod kontrolu, potom u Kanadi 1991. godine, Velikoj Britaniji 1992. godine, Švedskoj i Finskoj 1993. godine, Australiji i Španiji 1994. godine, kao i u Izraelu, Čileu i Brazilu.[149]

147 Opširnije: Bean, C., *Targeting Nominal Income: An Apprisal*, Economic Journal, December 1983, pg. 806-819.

148 Opširnije: Taylor, J., *What Would Nominal GNP Targeting Do to the Business Cycle,* u knjizi K.Bruner, A.Maltzer: *Understanding Monetary Regimes*, u Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, Vol. 22, North-Holland, Amsterdam, 1985, pg. 61-84.

149 Opširnije: Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet Niš, 2006.,.str. 191-193.

Ideja za uvođenje inflacije kao targeta za vođenje monetarne politike javila se na Novom Zelandu u sklopu reforme javne uprave, čiji je važan korak bio davanje daleko većeg stepena nezavisnosti centralnoj banci u vođenju monetarne politike. Kao cilj vođenja monetarne politike zakonom je određena stabilnost cena oko koje bi se postizao dogovor između Ministarstva finansija i Centralne banke vezan za numerički izraz ciljane inflacije i raspon tolerancije, pri čemu je u prvoj 1990. godini definisan 3-5%. Ostanak guvernera na funkciji bio je vezan direktno za uspeh u ostvarenju cilja. Osnovni cilj je veoma brzo i ostvaren, ali uz cenu recesije i povećanja stope nezaposlenosti. Kanada je isti recept primenila sa sličnim rezultatima i posledicama. U Velikoj Britaniji se pristupilo targetiranju inflacije kao zamena za politiku targetiranja deviznog kursa koja je morala biti napuštena zbog špekulativnih napada na funtu.

Politika targetiranja inflacije uključuje sledeće elemente:

- Javno saopštavanje srednjoročnog cilja inflacije numerički izraženog;
- Stabilnost cena je formulisanja kao primarni dugoročni cilj monetarne politike, uz obavezu ostvarenja;
- Usvajanje strategije u kojoj su sve veličine, targeti i indikatori podređeni tom cilju;
- Uvođenje transparentnosti kao važnog elementa monetarne politike;
- Povećana odgovornost CB za realizaciju cilja.

Politika ciljane inflacije ima nekoliko **prednosti**, koje su uslovile njenu primenu u većem broju zemalja:

- Monetarna politika je usmeren prvenstveno na unutrašnje potrebe i prvenstveno se formuliše kao odgovor na unutrašnje šokove;
- Ova politika omogućava CB da koristi sve raspoložive informacije;
- Politika ciljane inflacije je jednostavna za razumevanje javnosti;
- Ova politika uključuje pojačanu odgovornost CB.

Najvažnija osobina politike ciljanja inflacije je njena delotvornost, jer relativno brzo dovodi do snižavanja opšte stope rasta i istovremeno snižavanja inflatornih očekivanja. Osim toga ona obezbeđuje dugoročno održavanje inflacije na niskom nivou, čak i u uslovima ulaska u uzlaznu fazu privrednog ciklusa.

Pored navedenih prednosti politika ciljanja inflacije ispoljava sledeće **nedostatke**:

- Odloženo signaliziranje, jer stopa opšteg rasta cena je krajnji cilj monetarne politike, čije se delovanje ispoljava sa priličnim vremenskim kašnjenjem;
- Prevelika rigidnost politike, jer jednom usvojena ova politika ne trpi odstupanja;
- Otvaranje mogućnosti prejakog delovanja monetarne politike ukoliko se ispolji rezultat koji odstupa od ciljanog okvira;
- Gotovo siguran niži od potencijalno mogućeg privredni rast.

Boks 9.8. Targetiranje inflacije

(Fabris N., 2011)

Četiri osnovna principa na kojima se bazira targetiranje inflacije su: (1) Opredeljenost za stabilnost cena, (2) Numerički izražena targetirana stopa inflacije, (3) Visok stepen transparentnosti sistema: objavljivanje izveštaja, ekonometrijske procene, nastupi u medijima i (4) Odgovornost za ostvarivanje rezultata.

Da bi targetiranje inflacije bilo uspešno neophodno je da postoji visok stepen nezavisnosti CB. Inflacioni target može biti definisan na različite načine: u vidu jedinstvene vrednosti, u vidu zone fluktuacije ili u vidu zone fluktuacije sa centralnim paritetom.

U najvećem broju slučajeva zemlje koje su prihvatile targetiranje inflacije imaju slobodu instrumenata za ostvarivanje targetirane stope inflacije, ali nemaju slobodu izbora targeta. Isključuje mogućnost da CB osim targetirane stope inflacije može imati bilo koji drugi cilj. Ovaj koncept podrazumeva visok stepen transparentnosti i kredibiliteta CB. Samo objavljivanje inflacionog targeta se ne smatra procesom targetiranja inflacije. Dilema: (1) za koji vremenski horizont postaviti inflacioni target, (2) može biti koji indeks treba targetirati.

Institucija koja je objavila target	Zemlja
Vlada	Brazil, Island, Izrael, Norveška, Ujedinjeno kraljevstvo.
Centralna banka	Čile, Kolumbija, Finska, Meksiko, Poljska, Španija, Švedska, Tajland.
Zajedno vlada i centralna banka	Australija, Kanada, Češka, Mađarska, Koreja, Novi Zeland, Filipini, Južnoafrička republika.

Zajednička karakteristika svih zemalja koje koriste targetiranje inflacije je da koriste model za procenu buduće stope inflacije. Sprovođenje ovog režima otežavaju nedovoljno razvijena tržišta kapitala, fiskalna dominacija i nedovoljno jaki instrumenti monetarne politike. Kritičari ovog režima ističu da iako je on baziran na pravilu u suštini predstavlja čistu diskreciju. Slabost se ogleda i u tome što ovaj režim monetarne politike u velikoj meri počiva na prognoziranoj stopi inflacije, a tehnike prognoziranja još uvek nisu u dovoljnoj meri pouzdane. U suštini ovog modela je slobodno fluktuiranje deviznog kursa, koje može imati negativne posledice. Slično kretanje inflacije i kod zemalja koje ne koriste targetiranje inflacije.

Može se zaključiti da je politika ciljanja inflacije pružila značajna pravila za vođenje monetarne politike, više kao usmerenje nego kao rigidni recept, da u pravilu zahteva srednji rok za njenu upotrebu i sagledavanje rezultata, a da je, što je najvažnije, bila efikasna u snižavanju stope inflacije i inflatornih očekivanja i njihovom trajnijem stabilizovanju.

REZIME POGLAVLJA:

Kako će se sprovoditi monetarna politika i koji koncept usvojiti zavisi od preovlađujućeg shvatanja monetarne teorije i situacije u kojoj se nacionalna ekonomija nalazi sa stanovišta faze privrednog ciklusa i u pogledu ekonomskih odnosa sa inostranstvom. Anticiklična monetarna politika predstavlja pristup koji naglašava značaj oživljavanja proizvodnje u silaznoj fazi privrednog ciklusa, odnosno smirivanja tražnje u situaciji ubrzanja inflacije. Targetiranje kamatnih stopa dugo je bilo preovlađujući koncept,u vreme dominacije kejnzijanske doktrine. U vreme dominacije monetarista primat je preuzela koncepcija targetiranja monetarnih agregata, koja je doprinela stabilnosti. Za male zemlje u razvoju ili tranziciji pokazalo se da se stabilizacija postiže efikasnije targetiranjem deviznog kursa, što istovremeno znači da gotovo da nema autonomne monetarne politike. Značajan iskorak u pogledu efikasnosti monetarne politike u ovim zemljama pokazala je politika ciljanja inflacije, korišćena u većem broju zemalja.

KLJUČNE REČI:

target, indikator, anticiklična monetarna politika, targetiranje inflacije, targetiranje kamatnih stopa, tagretranje kursa, targetiranje NBDP.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

9.1. Koje su koncepcije monetarne politike?

9.2. Kako funkcioniše anticiklična monetarna politika?

9.3. Kakvi su efekti sprovođenja anticiklične monetarne politike u razvijenim zemljama?

9.4. Koji su problemi anticiklčnog koncepta menetarne politike?

9.5. Šta je koncept programiranja rasta monetarnih agregata?

9.6. Kako se postavljaju ciljevi u koncepciji targetiranja monetarnih agregata?

9.7. Koje su prednosti koncepta targetiranja monetarnih agregata?

9.8. Koji su nedostaci koncepta targetiranja monetarnih agregata?

9.9. Šta je koncept targetiranja kamatne stope?

9.10. Koji su monetarni instrumenti u konceptu targetiranja kamatne stope?

9.11. Koje su prednosti koncepta targetiranja kamatne stope?

9.12. Koji su nedostaci koncepta targetiranja kamatne stope?

9.13. Šta je koncept targetiranja deviznog kursa?

9.14. Po čemu se devizni kurs razlikuje od drugih monetarnih varijabli?

9.15. Šta je valutni režim?

9.16. Koje vrste valutnog režima postoje i koje su njihove karakteristike?

9.17. Šta je koncept targetiranja deviznog kursa?

9.18. Šta znači izbor valutnog režima za nosioce monetarne politike?

9.19. Da li je monetarna politika ograničena u konceptu targetiranja deviznog kursa?
9.20. Šta je valutni odbor?
9.21. Šta znači dolarizacija ili evrizacija?
9.22. Šta znači vezivanje kursa za jednu ili za korpu valuta?
9.23. Šta je koncept targetiranja NBDP?
9.24. Koje su prednosti taregitaranja NBDP?
9.25. Koji su problemi targetiranja NBDP?

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

10 MONETARNA POLITIKA

Kretanje novčane mase je važna determinanta promena u privrednoj aktivnosti. U skladu sa tim, monetarna politika bi trebalo da bude osnovni instrument ekonomske politike koji bi trebalo na određeni način da reguliše kretanje novčane mase, putem monetarnog transmisionog mehanizma. Pri tome, značajna je uloga CB u obezbeđivanju kretanja novčane mase primenom odgovarajućih diskrecionih i nediskrecionih mera.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje na šta se odnose teorijske rasprave o smernicama koje omogućavaju sprovođenje monetarne politike;
- Znate koja su stanovišta o novcu i monetarnoj politici najznačajnijih ekonomskih pravaca;
- Znate da definišete vremenski doslednu i vremenski nedoslednu monetarnu politiku;
- Objasnite šta je kredibilitet monetarne politike;
- Odgovorite na pitanje šta je početna osnova formiranja monetarne politike;
- Znate koji su osnovni ekonomski ciljevi nacionalne privrede;
- Znate šta je osnovni cilj monetarne politike;
- Znate kako se meri kvalitet monetarne politike;
- Objasnite čime je determinisana strategija monetarnih ciljeva;
- Znate kada centralna banka primenjuje ekspanzivnu, a kada restriktivnu monetarnu politiku;
- Odgovorite na pitanje koji su instrumenti ekspanzivne, odnosno restriktivne monetarne politike.

UVOD

Monetarna politika se, zajedno sa fiskalnom, smatra najvažnijom među makroekonomskim politikama. U njenom vođenju centralna banka ima svakako najvažnije mesto, a stepen njene samostalnosti u kreiranju i realizaciji ove politike predstavlja važan faktor uspešnosti.

Niz je ključnih pitanja na koje svaka centralna banka treba da odgovori, od toga koji su krajnji ciljevi (makro)ekonomske politike, ciljeva monetarne politike, do targeta i indikatora kao posrednih ciljeva. Među predstavnicima različitih ekonomskih škola ne postoji saglasnost o tome da li centralna banka treba da vodi striktnu, stabilnu monetarnu politiku ili politiku koju će se prilagođavati s vremena na vreme, zavisno od toga šta se u privredi dešava.

Koliko će monetarna politika biti uspešna zavisi u velikoj meri od poverenja koju javnost, a prvenstveno ekonomski subjekti, kompanije i pojedinci, imaju u centralnu banku. U svakom slučaju, postoje opšta pravila kojih se centralna banka u vođenju monetarne politike mora pridržavati, pri čemu treba imati u vidu da ona zavise od vladajuće ekonomske doktrine, specifičnosti i razvijenosti nacionalne privrede.

OKVIR SPROVOĐENJA MONETARNE POLITIKE

U praksi je važno pitanje definisanja smernica (pravila) koje bi omogućavale sprovođenje efikasne monetarne politike. Među takvim pitanjima je prvenstveno **da li voditi stabilnu ili vremenom prilagođavajuću politiku**, a ono odražava različito viđenje ekonomskih škola u pogledu načina vođenja monetarne politike.

Monetaristi, sa *Friedman*-om kao glavnim zastupnikom, se zalažu za stabilno (permanentno) vođenje monetarne politike.[150] Oni zastupaju stanovište da je kretanje novčane mase ključna veličina (faktor) promena u privrednoj aktivnosti. Po njima, monetarna politika je osnovni instrument ekonomske politike koji treba da reguliše kretanje novčane mase, putem monetarnog transmisionog mehanizma. Pri tome, se smatra da je centralna banka sposobna da obezbedi određeno, željeno kretanje novčane mase.[151]

Mišljenje *Friedman*-a je da nosioci monetarne politike polažu isuviše veliku pažnju tekućoj ekonomskoj situaciji i nedovoljno se obaziru na dugoročne efekte svog delovanja, kada situacija u privredi može da bude sasvim drukčija od one koja se očekivala. U svojim analizama on se usredsređuje na problem vremenskog kašnjenja kod veličina (varijabli) koje određuju krajnju efikasnost monetarne politike, i naglašava da akcije monetarnih vlasti, ne mogu biti sasvim precizne, pa otuda naglašava značaj konstante stope rasta novčane mase. Naime, česte promene u vođenju monetarne politike unose nestabilnost u privredna kretanja i nanose više štete nego koristi. Zbog toga naglašava da bi monetarne vlasti morale da formulišu i sprovedu monetarni plan za vođenje monetarne politike, koji bi doprinosio da se kod privrednih subjekata uspostavi veće poverenje u stabilnost ekonomskih performansi,

150 Opštirnije: Đurović – Todorović, J., Jovanović M., Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet Niš, 2006.,.str. 181-183

151 Prema *Friedman*-u novčana masa je egzogena varijabla, tj. uzrok, a ne posledica.

i da se spreče okolnosti u kojima bi delovanje monetarne politike postalo uzrok privredne nestabilnosti.[152] Monetaristička škola za vođenje kratkoročne monetarne politike, otuda, preporučuje prethodno objavljivanje cilja u pogledu porasta odgovarajućeg monetarnog agregata. Monetaristi se zalažu za stabilno vođenje monetarne politike na osnovu prethodno objavljenog cilja, bez čestih izmena, smatrajući da nema potrebe za diskrecionom monetarnom politikom, jer se stabilnost postiže kroz delovanje mehanizma relativnih cena.

Neokejnzijanci se, naprotiv, zalažu za diskreciono vođenje monetarne politike, tj. za njeno povremeno prilagođavanje zavisno od kretanja na tržištu. Neokejnzijanski model ekonomske analize, pretpostavlja nužnost korišćenja instrumenata monetarne i ekonomske politike na diskrecioni način, tj. preduzimanjem povremenih promena u vođenju politike bez najave, kako bi se ublažila kolebanja u tokovima privredne aktivnosti. To se bazira se na pretpostavci da privatni sektor u tržišnoj privredi nije stabilan, već izaziva ciklično kretanje privredne aktivnosti, pod dejstvom unutrašnjih i spoljašnjih faktora i istovremeno utiče na udaljavanje od stanja ravnoteže. U takvim uslovima, centralna banka mora da vodi monetarnu politiku koja kompenzira delovanje raznih unutrašnjih (endogenih) i spoljnih (egzogenih) faktora na tokove privredne aktivnosti, kako bi se postigli krajnji ciljevi ekonomske politike. Iz tog razloga je neophodno da nosioci monetarne politike raspolažu adekvatnim informacijama. Centralna banka, naime, mora da ima pouzdane, relativno precizne dijagnoze (o tekućim kretanjima) i prognoze (budućih) ekonomskih kretanja, kao i poznavanje delovanja instrumenata monetarne politike i delovanje transmisionog mehanizma, da bi mogla da reaguje na adekvatan način.

VREMENSKA DOSLEDNOST MONETARNE POLITIKE

Koncept „vremenske doslednosti" monetarne politike je rezultat rasprave, odnosno, pokušaj ekonomista da objasne fenomen rasprostranjenosti inflacije u razvijenim zemljama sveta u periodu od kraja drugog svetskog rata do kraja 1970-tih godina. U svim zemljama OECD[153] inflacija je imala prosečnu vrednost iznad nule u posleratnom periodu. Inflacija u većini razvijenih zemalja je počela da pokazuje uzlazni trend tokom 1970-tih godina, prvenstveno zbog drastičnog rasta cena nafte i ostalih sirovina (tzv. prvi i drugi naftni šok). Istovremeno, njihove centralne banke naglašeno priznaju značaj održavanja poverenja privrednih subjekata u nosioce monetarne politike, koji su preuzeli obavezu striktnog kontrolisanja inflacije.

Pojavilo se niz pokušaja objašnjenja problema. Prema jednom, inflacija u razvijenim privredama je bila uzrokovana pogrešno vođenom monetarnom politikom u odnosu na vrstu poremećaja u tokovima privredne aktivnosti i izostankom spremnosti nosilaca monetarne politike (centralnih banaka) da prihvate cenu dezinflacije (obaranja opšteg nivoa cena, uz posledično izazivanje privredne recesije).

152 Opširnije: Friedman, M., Schwartz, A., *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

153 OECD – Organizacija za međunarodnu saradnju i razvoj (*Organization for Economic Cooperation and Development*), sa sedištem u Parizu.

Prema drugom tumačenju, koje dominira u ekonomskoj literaturi, polazi se od postavki teorije racionalnih očekivanja i koncepta „vremenske doslednosti" monetarne politike. Naime, privredni subjekti ocenjuju formulisanje monetarne politike kao nešto što je obeleženo prilagođavanjem (oportunizmom). Nosioci monetarne politike (CB) kako bi povećali proizvodnju kroz ekspanzivnu monetarnu politiku, koja izaziva tzv. „iznenađujuću" inflaciju, su skloni da iskoriste kratkoročni *trade-off* (raskorak) inflacija - proizvodnja. Zaključak bi bio: ukoliko javnost očekuje sigurnu inflaciju u budućnosti, jer je uverena da će nosioci monetarne politike pokušati da iskoriste ovaj *trade-off*, [154] ključ za snižavanje tekuće i očekivane inflacije jeste u otklanjanju mogućnosti za takvo ponašanje monetarnih vlasti. Mogući mehanizam kojim bi se ovo sprovelo jeste u predlaganju pravila koje isključuje slobodu odluke (diskreciju) nosilaca monetarne politike da (bez najave) prekomerno povećavaju količinu novca u opticaju. U literaturi je predloženo nekoliko načina za ograničenje slobodnih odluka (diskrecionog delovanja) centralnih banaka, kada je reč o vođenju neinflatorne politike: 1) zahtevi da se ispunjenje obaveze obezbedi kroz aktuelne zakone, 2) obezbediti uslove da sva narušavanja datih obećanja budu očigledna i dostupna javnosti, i 3) napraviti izbor nosilaca monetarne politike u korist onih čiji je isključivi cilj niska inflacija.

Ukoliko govorimo o tržišnom privrednom modelu, pretpostavka je da društvo i centralna banka žele da postignu svoja dva glavna krajnja cilja – nisku stopu inflacije i visoku stopu zaposlenosti. Inflacija se smatra nepoželjnom, jer izaziva stvaranje socijalnih tenzija kroz redistribuciju društvenog bogatstva i nameće društvu realne ekonomske troškove, što dovodi do neefikasne alokacije raspoloživih resursa. Nezaposlenost je takođe nepoželjna, jer podrazumeva da jedan značajan resurs društva – radna snaga, ostaje neiskorišćena ili nedovoljno iskorišćena. Drugim rečima, na kratak rok istovremeno smanjivanje nezaposlenosti i snižavanje stope inflacije nije moguće realizovati, odnosno, postoji inverzan odnos, pa CB mora birati jedan od dva cilja. [155]

Boks 10.1. Ozdravljenje ekonomije je lako

(Pravda.ru, Nathan P., februar 2015.)

Ekonomija je bolesna. Ona raste po anemičnoj stopi od 2% godišnje poslednjih šest godina. To je najlošije izdanje privrede SAD tokom oporavka u istoriji.

Kada je ljudski organizam bolestan najbolji lek je odmoriti se i piti dosta tečnosti. Prirodne snage oporavka učine da se telo oporavi. Da bismo prepisali lekovito sredstvo za ekonomiju moramo utvrditi dijagnozu. Jednostavan odgovor je nedostatak slobode. Ekonomija grca poslednjih decenija sa hiljadama novih propisa, zakona, kontrole. Normalna posledica je pasivizacija ljudskih aktivnosti.

Mnogi preduzetnici govore da danas ne bi mogli da pokrenu aktivnosti koje su pokrenuli u prošlosti. Početkom ove godine broj zakona, akata, regulative,

154 Termin *trade-off* znači da koristi od pojedinačne politike u sprovođenju jednog cilja može da ima otežavajuće i suprotne efekte na druge ciljeve.

155 Nastojanje na dugi rok da se nezaposlenost drži na niskom nivou kroz sprovođenje ekspanzivne monetarne politike, takođe vodi ka višoj stopi inflacije.

taksi, obaveza je toliko veliki da pojedinci i preduzeća nemaju ideju kako da se usaglase sa ovim zahtevima. U svakom slučaju ne mogu da donesu odluku o razvoju kada nisu sigurni šta je zakonito, a šta nije.
Ukratko, ako želimo da izlečimo ekonomiju i prekinemo stagnaciju sugerišem da uklonimo svu šumu regulative i umesto njih uspostavimo jedan jedini zakon: pojedinci i kompanije ne mogu delati i poslovati protiv drugih, što uključuje pranje novca i prinudu.

Kako su kod privrednih subjekata prisutna racionalna očekivanja, na osnovu kojih oni donose poslovne odluke, onda će i ti subjekti reagovati na tekuću i na buduću stopu rasta novčane mase, u skladu sa inicijalno ciljanim veličinama objavljenim od strane monetarnih vlasti. Tada, centralna banka ima mogućnost da iskoristi najavljene efekte da bi uticala na ponašanje privrednih subjekata i da promeni monetarnu politiku bez najave, na diskretan način. Istovremeno, ovo predstavlja i mogućnost za nastanak problema „vremenske nedoslednosti" u sprovođenju monetarne politike. [156] U slučaju da postoji verovanje javnosti (racionalna očekivanja) u prethodno datu obavezu monetarnih vlasti da će voditi neinflatornu monetarnu politiku, CB može postići bolje efekte kroz privremeno odstupanje od svog obećanja, korigujući tekuću monetarnu politiku. Ovo će biti slučaj ukoliko postoji kratkoročni *trade-off* između nezaposlenosti i inflacije i ako centralna banka i društvo preferiraju višu proizvodnju. U tom slučaju, povećanjem stope monetarnog rasta (ekspanzivnom monetarnom politikom), centralna banka može da unapredi blagostanje društva na kratak rok (poveća proizvodnju i zaposlenost). Ova opcija je održiva samo ako je javnost uverena da će se monetarne vlasti u narednim periodima nepokolebljivo vratiti neinflatornoj monetarnoj politici.

Vremenski dosledna (*time consistent*) monetarna politika bi bila ona politika koja u punoj meri uzima u obzir diskrecione akcije monetarnih vlasti u budućnosti[157], a **vremenski nedosledna (*time inconsistent)* monetarna politika** se definiše kao politika koja obuhvata (prethodno) obavezivanje monetarnih vlasti na odgovarajuće (diskrecione) akcije u budućnosti, koje ne moraju da budu optimalne kada dođe vreme za njihovo sprovođenje. Drugim rečima, vremenski dosledna monetarna politika je ona koju zagovaraju kejnzijasnci i neokejnzijanci, a zalaže se za prilagođavanje monetarne politike tekućim kretanjima i istovetna je sa diskrecionim delovanjem centralne banke, jer oni objašnjavaju da se ne može istovremeno postići i stabilnost i puna zaposlenost.

156 Problem „vremenske nedoslednosti" u sprovđenju monetarne politike prvi su analizirali *F.Kydland* i *E.C.Prescott*, u radu: *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, June 1977, pg. 473-492. Samu ideju su popularizovali *R.Barro*-u i *D.Gordan* u radu: *A Postive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, Journal of Political Economcy, August 1983, pg. 589-610.

Vremenski nedosledna monetarna politika je usmerena prema nultoj inflaciju. U ekonomskim modelima sa klasičnom osobinom dugoročne monetarne neutralnosti, inflatorna monetarna politika će, posmatrano na dugi rok, neminovno da proizvede nepovoljnije rezultate nego jedna neinflatorna monetarna politika. Objašnjenje za to je što dodatna inflacija (kao posledica takve politike) nije praćena bilo kakvim viškom proizvodnje. Stoga, najbolja monetarna politika na dugi rok je politika koja ne dopušta inflaciju.

157 Definicija *R.Barro* i *D.B.Gordon* iz cit. dela.

Efikasnost monetarne politike zavisi od mnogo faktora, kao što su:[158]

- Nesposobnost privrednih subjekata da predvide ponašanje (akcije) nosilaca monetarne politike;
- Ciljevi nosilaca monetarne politike;
- Previdivost lančanih spojeva između instrumenata i krajnjih ciljeva monetarne politike;
- Veličina šoka (udara) kojima je privredni mehanizam izložen u pojedinim vremenskim periodima;
- Uspostavljeni kreditibilitet (poverenje) nosilaca monetarne politike.

Monetarna politika treba da doprinese ostvarenju ciljeva makroekonomske politike. Znači, polazište za formiranje monetarne politike predstavljaju ciljevi makroekonomske politike. Problemi sa kojim se susreće monetarna politika jesu:

- koje ciljeve ekonomske politike treba podržavati, uvažavajući suprotne zahteve različitih ciljeva ekonomske politike:
  - ciljevi više proizvodnje i zaposlenosti, koji zahtevaju ekspanzivnu monetarnu politiku ili
  - ciljevi poboljšanja platnog bilansa i cena, koji nameću restriktivnu monetarnu politiku.
- Pitanje kredibiliteta monetarne politike za koju se centralna banka opredelila da sprovodi.[159]

Kredibilitet monetarne politike je stepen poverenja javnosti u obavljanje namera centralne banke. Nivo kredibiliteta je zavistan od razlike između objavljivanja namera CB i očekivanja privrednih transaktora o rastu novčane mase. O savršenom kredibilitetu možemo govoriti kada je objavljena i očekivana stopa monetarnog rasta identična. Kredibilitet utvrđene monetarne politike zavisi od kvaliteta monetarne kontrole.[160] Kredibilitet nosilaca monetarne politike zavisi od toga da li će CB odstupiti od najavljenih ciljeva svojevoljno, zbog promena u performansama privrede ili pod pritiskom javnosti.

158 Opširnije: Živković, A., *Analiza efikasnosti monetarne politike u Jugoslaviji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1993, str. 205.

159 Opširnije: Živković, A., *Monetarna politika i bankarski sistem u procesu tranzicije jugoslovenske privrede ka modernoj tržišnoj ekonomiji,* Zbornik radova: Institucionalna infrastruktura u tranziciji ka tržišnoj privredi, Beograd, 1994, str. 201-202.

160 Opširnije: Cuklerman A., Meltzer A., *The Credibility nad Monetary Announcments* in: M.J. Neumann (Ed.), *Monetary Policy and Uncertainty*, Namos Verlagsgeselschaft, Baden-Baden, 1986, pg. 39-67.

Boks 10.2. Monetarna politika ruši pravila

(R.A.London, Economist, oktobar 2014.)

Nepovoljni globalni ekonomski uslovi su na sreću bolji nego što su bili 2009. godine, ali povoljniji nego 1931. Da li smo u pravu?

Ima dovoljno dokaza da mislimo da će ekonomija nastaviti narednih godina kao što se razvija prethodne dve godine. Međutim, čini se da su šanse za novi sunovrat uvećane. Rastući rizik je posledica fenomena monetarne politike neviđenog još od 1930-tih godina.

Dakle, da li globalni sistem može upasti u zamku koja je uništila zlatni standard? Konvencionalna teorija kaže ne, jer svega nekoliko CB brani fiksni kurs i nemaju slobodu da se bore protiv deflacije. Kursevi valuta se uglavnom formiraju slobodno, omogućavajući deficitarnim ekonomijama da se restrukturiranjem prilagode vraćajući konkurentnost.

Analizirajući kretanja poslednje dve godine ja sam zabrinut iz dva razloga. Prvo, zabrinut sam zbog toga što su kamatne stope uglavnom bliske nuli i tako je već šest godina. Očigledno je da monetarna politika nije otklonila opasnost od depresije. Drugo, ne postoji dovoljna monetarna saradnja među centralnim bankama. Na početku krize sve CB su se borile za oporavak privrede. Danas nije tako. Na primer Kina se čini da otvara širok prostor za ubrzanje inflacije. Slično je sa SAD, jer nastavlja uporno sa monetarnom ekspanzijom, mada je inflacija ispod ciljane.

Očekivana stopa inflacije značajno utiče na stvarnu stopu inflacije i realni domaći bruto proizvod. Ova relacija je objašnjena Lukasovim pravilom ponude i Filipsovom krivom. Prema ovim pravilima stvarna stopa inflacije proporcionalna (srazmerna) je očekivanoj stopi inflacije,a realni proizvod je obrnuto proporcionalan očekivanoj stopi inflacije. U ovom svetlu se posmatra kredibilitet CB. Ukoliko je u nacionalnoj privredi očekivana stopa inflacije jednaka stvarnoj stopi inflacije i CB odluči da snizi stopu inflacije zavisno od stepena kredibiliteta CB moguća su dva scenarija. U uslovima poverenja u CB ukoliko ona snizi obim novčane mase ekonomski subjekti će reagovati odmah snižavanjem očekivane stope inflacije, što će uticati da se do snižavanja inflacije dođe uz isti obim zaposlenosti privrede, bez opadanja BDP. Međutim, ukoliko nema poverenja u CB – nedostaje uopšte ili je kredibilitet nizak, snižavanje obima novčane mase neće izazvati snižavanje očekivane inflacije, što će uticati da dođe do privredne recesije i snižavanja BDP, jer će očekivana stopa inflacije biti veća od stvarne stope inflacije.

Kredibilitet monetarne politike (poverenje) usko je vezano za pojmove „vremenski dosledne" i „vremenski nedosledne" monetarne politike. Uspešnost sprovođenja monetarne politike zavisi od uverenja javnosti da nosioci monetarne politike neće dopustiti inflaciju. Monetarne vlasti mogu postići dobre krajnje rezultate ukoliko izbegavaju najgora rešenja, dopuštajući da se na kratak rok inflacija ubrza do određenog nivoa. Znači, motivisanost nosilaca monetarne politike za izgrađivanje i očuvanje reputacije, kada je reč o njihovoj spremnosti da uspešno sprovedu antiinflacionu politiku, vezana je sa usvojenom dužinom

vremenskog horizonta posmatranja. Ukoliko se centralna banka rukovodi realizacijom ciljeva na dugi rok, neće se upuštati u vođenje kraktoročne proinflatorne politike, jer na taj način može da izazove trajnije povećanje stope inflacije i pogoršavanje kratkoročnog *trade-off*-a (raskoraka) između proizvodnje i inflacije, što bi nužno dovelo do njenog reputacionog gubitka, odnosno do gubitka poverenja javnosti (ekonomskih subjekata) u njenu monetarnu politiku. Takođe, bi trebalo imati u vidu da u kratkom roku nosiocima monetarne politike na raspolaganju stoje relativno male mogućnosti da uvere javnost u svoju inflatornu nameru. [161]

Možemo zaključiti, da bi monetarna politika u zemljama u razvoju trebalo da se sprovodi na takav način da se omogući postizanje i održavanje stabilnosti cena na dugi rok, zajedno sa maksimalno mogućom uzlaznom linijom proizvodnje (koji znači puno korišćenje raspoloživih kapaciteta u privredi). U razvijenim privredama, s obzirom na visok nivo razvijenosti finansijskih instrumenata i finansijskih derivata, monetarne vlasti bi trebalo da prihvate neku varjantu tzv. politike doziranja novčane mase.

MONETARNI MENADŽMENT I MONETARNA POLITIKA (OPERACIONALIZACIJA MONETARNE POLITIKE)

Makroekonomska politika ima prvenstveno za cilj da ostvari nisku inflaciju i punu zaposlenost. Na kratak rok ti ciljevi su međusobno konfliktni i jednom se mora dati prvenstvo. Na dugi rok moguće je postići i nisku inflaciju i visoku zaposlenost. Makroekonomska politika treba da se pridržava određenih unapred utvrđenih pravila, dok drugi ekonomisti smatraju da treba da reaguje od slučaja do slučaja, zavisno od trenutne privredne situacije tj. da deluje diskreciono.

Prvo pravilo[162] koje izaziva najviše polemike među ekonomistima tiče se zahteva da CB stalno održava istu **(konstantnu) stopu rasta novčane mase**. Monetaristi, naime, smatraju da česte promene količine novca u opticaju izazivaju fluktacije (kolebanja) proizvodnje i zaposlenosti, tako da takva promenljiva monetarna politika više šteti nego koristi. Problem ovog pravila predstavlja činjenica da promena brzine novčanog opticaja utiče na veličinu novčane mase i bez izmene količine novca u opticaju. Zbog toga se preporučuje **drugo pravilo, da CB svake godine objavi prognozu porasta BDP** i da tome prilagodi monetarnu politiku, tj. da ukoliko ostvarenje porasta bude manje od prognoziranog više poveća novčanu masu i obratno, ukoliko je rast BDP veći od prognoziranog porast novčane mase tokom godine koriguje naniže. **Treće pravilo nameće obavezu CB da joj primarni cilj bude stabilnost domaće valute.** To znači da, slično prethodnom pravilu, na početku godine CB objavi prognozu inflacije i da tome prilagođava monetarnu politiku, tj. ukoliko je inflacija veća od prognozirane pristupi monetarnoj restrikciji (manjem rastu novčane mase od predviđenog) ili monetarnoj ekspanziji (porastu novčane mase) ukoliko je inflacija niža u odnosu na prognoziranu.

161 Opširnije: *Barro, R.* i *Gordon, D.*, cit. delo, str. 589-610 i Canzoneri, M., *Monetary Policy Games and the Role of Private Information*, American Economic, Revies, Vol. 75.

162 Šire Labus M., *Osnovi ekonomije*, Jugoslovenska knjiga Beograd, 1997, str. 267-268.

Ciljeve monetarne politike treba staviti u širi okvir nacionalne ekonomske (makroekonomske) politike. Savremeno stanovište je:

1) da je osnovni cilj monetarne politike monetarna stabilnost,
2) uticaj na stopu privrednog rasta, investicije i druge ciljeve, prepušteno je drugim makroekonomskim politikama, pogodnijim za stimulisanje neinflatornog i stabilnog rasta u privredi. Kvalitet monetarne politike se može meriti stepenom usklađenosti monetarne ekspanzije (rasta) sa stvarnim potencijalom rasta ekonomije, posebno na dugi rok.

Osnovni smisao monetarne politike je njeno delovanje na nivo i dinamiku privredne aktivnosti regulisanjem obima i strukture efektivne novčane tražnje, adekvatnim formiranjem visine i strukture novčane mase. Na taj način, monetarna politika postaje izuzetno aktivno sredstvo u vođenju stabilizacione, odnosno konjunkturne politike (politike tekuće privredne aktivnosti) na finansijskom planu. Centralna banka, kao monetarna institucija, može da preduzima:

- **Ekspanzivnu monetarnu politiku,** kojom podržava privrednu aktivnost (konjunkturu) kada je u padu, odnosno kada privredna aktivnost i zaposlenost padaju;
- **Restriktivnu monetarnu politiku,** kojom smanjuje obim novca i kredita u periodu kada potrošnja preti da postane ekscesno velika, čiji dalji rast može da izazove porast cena, odnosno, inflaciju ili njeno ubrzanje.

OKVIR MONETARNE POLITIKE

Osnovu formulisanja monetarne politike predstavlja postavljanje ciljeva makroekonomske politike čijem ostvarenju monetarna politika treba da doprinese. Makroekonomska teorija predstavlja logično povezan naučni sistem o ekonomskim procesima, koji omogućavaju upravljanje. Postojanje makroekonomske teorije, odnosno ekonomske politike podrazumeva (pretpostavlja) tržišnu ekonomiju. [163]

Boks 10.3. Deset principa ekonomije

(Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 4-14)

Princip 1. Ljudi se suočavaju sa izborom

Princip 2. Trošak nečeg jeste ono čega se odričete da biste dobili

Princip 3. Racionalni ljudi razmišljaju o „graničnim slučajevima"

Princip 4. Ljudi reaguju na podsticaje

Princip 5. Trgovina može svakog dovesti u bolji položaj

163 Prema *Mankiw*-u (*Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, str. 727-756) tri ključne činjenice o ekonomskim fluktuacijama su: 1) ekonomske fluktuacije su nepravilne i nepredvidive, 2) većina makroekonomskih veličina fluktuira istovremeno, 3) kada proizvodnja opada, nezaposlenost raste.

Princip 6.	Tržišta su obično dobar način da se organizuju ekonomske aktivnosti
Princip 7.	Vlade su ponekad u stanju da poboljšaju tržišne ishode
Princip 8.	Životni standard u zemlji zavisi od njene sposobnosti da proizvede dobra i usluge
Princip 9.	Cene rastu kada država štampa previše novca
Princip 10.	Društvo se na kratak rok suočava s izborom između inflacije i nezaposlenosti

Dobar deo teorijskih razmatranja iz oblasti makroekonomije baziran je na matematičkim modelima, koji u osnovi više zamagljuju nego što pojašnjavaju stvari, jer vrlo teško mogu da prate i predvide ljudsko ponašanje i ljudsku inventivnost. Osnovni problem sa korišćenjem matematičkih metoda i modela u (makro)ekonomiji je što ovi modeli sagledavaju, uključuju manji broj veličina (stvarnost je mnogo složenija) i polaze od niza pretpostavki i stalnih odnosa veličina, koji se vremenom menjaju. U praksi ne funkcionišu jednom za svagda uspostavljeni odnosi, pošto (na jedan nejasan način) sve utiče na sve. Analize iz oblasti ekonomije dopuštaju da se predvide opšte posledice tekućih ekonomskih procesa i mera ekonomske politike, ali bez tačnog vremenskog koeficijenta i/ili precizne procene prognoziranih uzroka i/ili posledica. Ukoliko se žele relevantni odgovori, odnosno, adekvatno upravljanje makroekonomskom politikom neophodno je da se analiziraju društveni procesi i institucije.[164] Pored ovih nedostataka matematičkim metoda i modela nije sporna njihova korist u olakšavanju objašnjenja ekonomskih pojava i mehanizama i upravljanja ekonomijom.

Možemo reći da **makroekonomski cilj** predstavlja određenu vrednost koja se želi postići. Pri tome, ekonomski ciljevi su specifične zavisne veličine (varijable) koje se traže da bi se unapredile performanse izabranih pojedinačnih ekonomskih politika.

U ekonomske ciljeve spadaju:[165]

- Efikasnost – podrazumeva korišćenje svakog resursa u proizvodnji roba i usluga po želji potrošača na najproduktivniji način;
- Privredna sloboda – je mogućnost ostvarenja privrednih ciljeva koji su izabrani od strane privrednih subjekata;
- Pravičnost – je legitimna raspodela dohotka i bogatstva, pri čemu nije jednom zauvek utvrđena;
- Zaštita okruženja – je obezbeđenje prirodnog okruženja, kako bi moglo da se koristi i u budućnosti (od strane budućih generacija na isti način);

164 Opširnije: *Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions*, Studies in Banking and Finance, No. 2, 1985, Amsterdam, pg. 1-451; Kuttner, *O stanju u oblasti ekonomije,* Pregled, 1985, str. 65-71 i Henderson, D., *Nezavisnost i koncept – uticaj ekonomskih ideja na politiku*, Ekonomski institut, Beograd, 1991.

165 Opširnije: Browne, M., Hans, P., *Modern Economics, Principles, Goals and Trade –offs*, Prentice-Hall International Inc, 1987, pg. 29-34 i Hoyle, K., Whifehead, G., *Money and Banking*, Heinemann, London, 1982, pg. 129-134.

- Privredni rast – je prirast privrednih kapaciteta koji obezbeđuju višak robe i usluga po stanovniku (*per capita)*, pri čemu promene u proizvodnim mogućnostima pokazuju kako se ostvaruje ekonomski rast;
- Puna zaposlenost – znači da ima posla za svaku osobu koja želi da radi;[166]
- Stabilnost cena – pretpostavlja da je opšti nivo cena na niskoj i stabilnoj stopi inflacije;
- Bilans plaćanja sa inostranstvom – je determinisan (određen) dvema grupama internih faktora: 1) obrasci potrošnje koji se menjaju kao rezultat inovacija, više ili manje uslovljenih iz inostranstva, 2) domaća inflacija, koja čini cene domaćih (domicilnih) roba većim na lokalnom i međunarodnom tržištu. Važno je, otuda, sagledati uticaj monetarnih faktora na platni bilans, pri čemu se imaju u vidu tekući računi platnog bilansa i bilans kapitala.

Možemo zaključiti, da sprovođenje brojnih ekonomskih ciljeva može dovesti i najčešće dovodi do konfliktnih akcija od strane nosilaca makroekonomske politike. Pri tome, **ključno je pitanje izbora prioriteta između ciljeva**. **Prioritizacija (pitanje redosleda) ciljeva** zavisi od konkretnih potreba privrede u datom trenutku. Naime, zbog konfliktnosti pojedinih ciljeva međusobno i ograničenih resursa kojima raspolaže nacionalna ekonomija, kreatori (makro)ekonomke politike moraju se fokusirati na manji broj, nekoliko ciljeva u odgovarajućem periodu. Takođe, ciljeve monetarne politike treba staviti u širi okvir nacionalne makroekonomske politike. Savremeno stanovište je:

1) da je **osnovni cilj monetarne politike monetarna stabilnost** (odnosno smanjenje i eliminisanje inflacije, očuvanje kupovne moći novca);
2) uticaj na stopu privrednog rasta, investicije i druge ciljeve, prepušteno je drugim delovima makroekonomske politike, drugim makroekonomskim politikama, pogodnijim za stimulisanje neinflatornog i stabilnog rasta u privredi.

Kvalitet (efikasnost) monetarne politike se može meriti stepenom usklađenosti monetarne ekspanzije sa stvarnim potencijalom rasta ekonomije, posebno na dugi rok. Stabilan i dovoljno visok realan rast nacionalne ekonomije se najbolje postiže neinflatornom monetarnom politikom. Insistiranjem na monetarnoj disciplini se postiže realan rast, uz novčanu stabilnost. Stabilnost novca mora imati prednost čak i kada kamatne stope rastu, a devizni kursevi padaju. Prioritet mora dobiti trajni rast na stabilnoj osnovi, a ne ubrzani privredni rast sa perspektivom buduće ekonomske krize inflatornog vrtloga. Znači, tržišna stabilnost se može osigurati samo ako novčani opticaj bude u granicama koje odgovaraju ponudi roba i usluga.[167]

Prilikom sprovođenja monetarne politike važna je i **strategija monetarnih ciljeva**, koja podrazumeva strategiju vođenja akcija monetarne politike u uslovima neizvesnosti i kaš-

166 U praksi ne postoji puna saglasnost oko toga šta se podrazumeva pod punom zaposlenošću. Neki sugerišu da puna zaposlenost postoji onda kada svako lice, registrovano kao nezaposleno, može da nađe posao. Drugi prihvataju niski procenat zaposlenosti (3%) kao efektivnu „punu" zaposlenost.

167 Opširnije: Brynat, R., *Money and Monetary Policy in Interdependant Nations*, The Brooking Instituan, Washington, C.C., 1980, pg.485-510 i Blessing, K., *U borbi za dobar novac*, Yugoslaven Public, Beograd, 1970, str. 264.

njenja u prijemu informacija u ostvarenju ciljeva makroekonomske politike. Karakteristike strategije monetarnih ciljeva su:[168]

- Postavljanje i javno objavljivanje kvantifikovanih ciljeva monetarnog rasta;
- Usvajanje ciljeva monetarnog rasta odgovarajućih monetarnih agregata;
- Reduciranje kratkoročne ciklične nestabilnosti u privrednoj aktivnosti;
- Kvantifikovanje ciljeva monetarnog rasta, sa aspekta dugoročne perspektive - zadatak da postepeno reducira stopu rasta novčane mase na nivo saglasan sa dugoročnom stopom rasta potencijalnog BDP;[169]
- Postavljanjem monetarnog okvira unapred i javnim publikovanjem dekomponovanih ciljeva monetarnog rasta monetarne vlasti (CB) daju elemente pravila ponašanja koje imaju efekte na politiku cena i dohodak privatnog i javnog sektora.

Faktori koji su bitni za formulisanje strategije monetarnih ciljeva su:

1) neizvesnost o strukturi privrede;
2) znanja o tekućoj ekonomskoj situaciji, jer su one samo delimične, a informacije o tekućem stanju su dostupne tek posle određenog (protoka) vremena;
3) prognoze o budućim privrednim kretanjima, uključujući spoljne uticaje na privredni sistem, koje imaju vrlo široke intervale vrednosti.

Na kraju, možemo uočiti da se strategija monetarnih ciljeva sastoji iz:

- kratkoročne komponente, koja ima za cilj smanjivanje godišnjih oscilacija monetarnog rasta oko trendnog nivoa;
- dugoročne komponente, koja ima za cilj smanjivanje razlike između stope monetarnog i realnog rasta, odnosno obezbeđivanje tolerantne stabilnosti cena.

Boks 10.4. Tokovi ekonomije

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 488-489)

Čitanje finansijskih novosti je prilično komplikovano kada je predmet celokupna ekonomska aktivnost. U stvari, kada se mere performanse ukupne ekonomije ne postoji ni jedna pojedina brojka koja to može da obavi. Umesto toga, mnogi statistički podaci koje država saopštava i koji se objavljuju mesečno ili kvartalno u poznatijim dnevnim novinama, služe kao značajni indikatori. Bilo bi korisno podeliti ove statističke podatke na merila ukupnog autputa i nezaposlenosti, s jedne strane, i nivoa cena i inflacije, s druge strane.

Ukupan proizvod i nezaposlenost – Najobuhvatnija mera ekonomske aktivnosti je realni bruto domaći proizvod. Procene se objavljuju u aprilu za prvi

168 Strategija monetarnih ciljeva odražava, više ili manje, pristup monetarista, ondosno vuče korene u bazičnim monetarističkim pretpostavkama. Opširnije o tome u sledećem izvoru: Duwendag, D., *The „New Era" of Controlling Monetary Aggregates*, R.Holbrook and H.Schaprio, *The Choice of Optimal Intermediate Economic Targets*, Kredit und Kapital, Berlin, Heft 3, 1977, pg. 391-393.

169 Ciljevi monetarnog rasta moraju da vode računa o nekim cikličnim komponentama, kao što su: promene u korišćenju kapaciteta, dohodna brzina novca i stopa inflacije. Kvantifikovani ciljevi monetarnog rasta se sastoje od neophodne stope inflacije i očekivane stope rasta realnog BDP-a.

kvartal (januar-mart), julu za drugi kvartal (april-jun) itd. Mada se realni bruto domaći proizvod saopštava kao dolarski iznos, najvažniji podatak je njegova stopa rasta. Prema tome, ako realni proizvod raste po godišnjoj stopi od 4% tokom jednog kvartala, smatra se da je to brz tempo ekonomske aktivnosti; ako raste samo za 1% smatra se da je razvoj usporen.

Najvažnija brojka koja se objavljuje mesečno je stopa nezaposlenosti. Stopa nezaposlenosti između 5 i 6 % smatra se da je politički prihvatljiva i da pokazuje da ne postoji inflatorni pritisak. Povećanje stope nezaposlenosti za polovinu od jednog procenta tokom perioda od jednog ili dva meseca implicira da se ekonomska aktivnost smanjuje u dovoljnoj meri da uzme svoj danak u radnoj snazi.

Nivo cena – deflator bruto domaćeg proizvoda je najobuhvatnija mera nivoa cena. To je ponderisani prosek cena roba i usluga proizvedenih u ekonomiji. On se saopštava kvartalno zajedno sa podacima o bruto domaćem proizvodu. Stopa povećanja deflatora za oko 1 do 2 % godišnje smatra se prihvatljivom poslednjih godina.

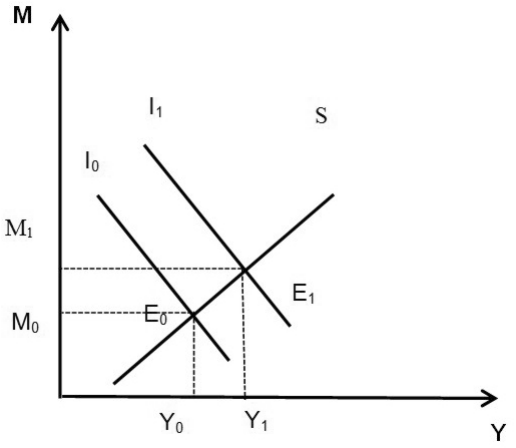
Dva nešto uža merila inflacije saopštavaju se mesečno: indeks potrošačkih cena i indeks proizvodnih cena. Kao što to i njihovi nazivi govore, prvi indeks meri stopu promena cena robe koju kupuje tipični potrošač (kako je to definisalo Ministarstvo trgovine), dok drugi indeks meri promene cena na nivou prodaje na veliko. Iz očiglednih razloga, mada je indeks potrošačkih cena manje obuhvatna mera nivoa cena u poređenju sa deflatorom bruto domaćeg proizvoda, njemu se poklanja lavovski deo pažnje, jer meri kako inflacija direknto utiče na svakog od nas u ulozi potrošača. Još jednom, povećanje od 1 do 2% na godišnjoj osnovi moglo bi da se smatra kao prihvatljivo, povećanje od 5 do 6% je neprihvatljivo.

EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA

Osnovni smisao monetarne politike je njeno delovanje na nivo i dinamiku privredne aktivnosti regulisanjem obima i strukture efektivne novčane tražnje, adekvatnim formiranjem visine i strukture novčane mase. Na taj način, monetarna politika postaje izuzetno aktivno sredstvo u vođenju stabilizacione, odnosno konjunkturne politike na finansijskom planu. Centralna banka, kao institucija nadležna da kreira i realizuje monetarnu politiku, može da preduzima:

- **Ekspanzivnu politiku** - ubrzanje, akceleracija monetarnog rasta, kojom podržava konjunkturu (tekuću privrednu aktivnost) kada je u padu, odnosno kada privredna aktivnost i zaposlenost padaju. Ovom merom dolazi do povećanja obima novca (i kredita) iznad optimalnog. Instrumentima monetarne politike, se nastoji podstaknuti potrošnja, investicije i poslovna klima u privredi, koji treba da dovedu do rasta realnog dohotka i zaposlenosti;
- **Restriktivnu politiku** – usporavanje, deceleracija monetarnog rasta, kojom smanjuje obim novca i kredita u periodu kada potrošnja preti da postane ekscesno velika, čiji dalji rast može da izazove porast cena, odnosno, inflaciju. Monetarna korekcija

treba da formira novčanu masu ispod optimalne – u zavisnosti od visine poremećaja ravnoteže, odnosno, da dovede do resimetrične monetarne politike.



Grafikon 10.1. Ekspanzivna monetarna politika

Ekspanzivna monetarna politika je predstavljena na Grafikonu 10.1., gde **M** osa označava novčanu masu, a **Y** osa označava BDP, **P** predstavlja cene, E označava ravnotežnu tačku, **S** predstavlja štednju, dok **I** predstavlja investicije. Porast ponude novca sa $\mathbf{M_0}$ na $\mathbf{M_1}$ dovodi do porasta investicija sa $\mathbf{I_0}$ na $\mathbf{I_1}$i ostalih oblika finalne tražnje, što dovodi do multiplikativnog rasta dohotka. Promene količine novca (**M0M1**) imaju direktan odraz na proporcionalni rast cena (**P0P1**). Pretpostavlja se da je brzina opticaja konstantna, pri čemu se svako povećanje mase novca iznad ravnotežne visine odražava na rast cena, bez uticaja na robne transakcije.

Ekspanzivna monetarna politika preko rasta investicija višestruko povećava bruto domaći proizvod BDP (**ΔY**), a preko rasta bruto domaćeg proizvoda i rast dodatne štednje (**ΔS**) preko porasta zaposlenosti. Polazi se i od pretpostavke da je povećana ponuda novca (**ΔM**) praćena snižavanjem kamatne stope. Prema kejnzijanskoj teoriji, politika jeftinog novca (niske kamatne stope) dovodi do porasta tražnje kredita, zbog porasta efikasnosti kapitala, uz porast investicija. Porast investicija sa $\mathbf{I_0}$ na visinu $\mathbf{I_1}$, uz postojeću krivu štednje **S**, dovešće do multiplikovanog rasta nacionalnog dohotka, sa $\mathbf{Y_0}$ na $\mathbf{Y_1}$ uz prelaz ravnotežne tačke sa $\mathbf{E_0}$ na $\mathbf{E_1}$, koja bi, po mogućnosti trebalo da se nađe na liniji pune zaposlenosti.

Usled dejstva povećanja količine novca (ekspanzije novca) i kredita došlo je do multiplikovanog porasta nacionalnog dohotka u odnosu prema inicijalnom rastu investicija nastalom kreditnom politikom (**ΔI<ΔY**). Na makroplanu, povezivanjem monetarne politike sa analizom nacionalnog dohotka, dolazi se do sledećih opštih zaključaka:

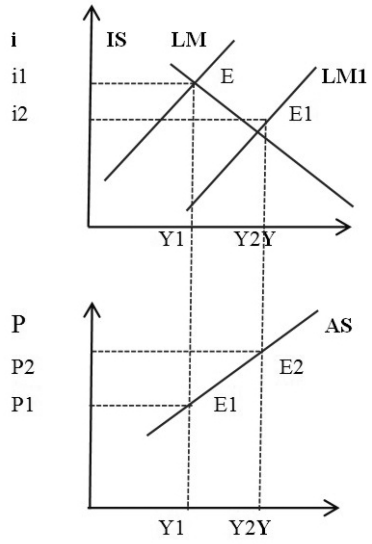
- Ekspanzivna monetarna politika može značajno da doprinese uklanjanju već nastale ili sprečavanju procesa recesije i nezaposlenosti;

- Ekspanzivna monetarna politika, primarne efekte daje na domaćem tržištu (interna ekonomija), pre svega u nedovoljno razvijenoj privredi, dok u razvijenim zemljama slobodnim kretanjem novca i kapitala (zbog razlike u kamatnim stopama i reagovanju novca i kapitala na te razlike) primane i osnovne efekte davaće u eksternoj ekonomiji (platni bilans), a manje u internoj ekonomiji;
- Ekspanzivna monetarna politika danas se sprovodi snižavanjem kamatne stope i osetljivijim (senzitivnijim) i elastičnim instrumentima (OOT npr.) iz kojih se bira instrument koji će privrednoj situaciji nacionalne ekonomije da pruži optimalne rezultate;
- Povećanje količine novca u uslovima stabilnih cena može da se koristi kao metod stimulacije porasta proizvodnje i zaposlenosti.

Ekspanzivna monetarna politika se takođe može prikazati i modelima:

- IS-LM, koji pokazuje ravnotežu i odnose monetarnog i realnog sektora, pri datoj kamati i visini BDP – Grafikon 10.2. [170]
- AD – AS, koji pokazuje stanje ekonomije u kojoj je uz dati nivo cena i proizvodnje agregatna tražnja jednaka agregatnoj ponudi – Grafikon 10.3.[171]

Povećanje ponude novca sa **LM** udesno na viši nivo ponude novca **LM1** (Grafikon 10.2.) praćeno je snižavanjem kamatne stope sa **i1** na **i2**, a to dovodi do porasta BDP (proizvodnje) sa **Y1** na **Y2**. To će, istovremeno, dovesti do povećanja cena sa **p1** na **p2**. Postavlja se osnovno pitanje: da li će se ekspanzija novca odraziti pre svega na cene, a ne i na proizvodnju, generišući inflaciju, ili



Grafikon 10.2. Ekspanzivna monetarna politika IS-LM, AS-AD model

Izvor: Živković A., Kožetinac G, isto, str. 455

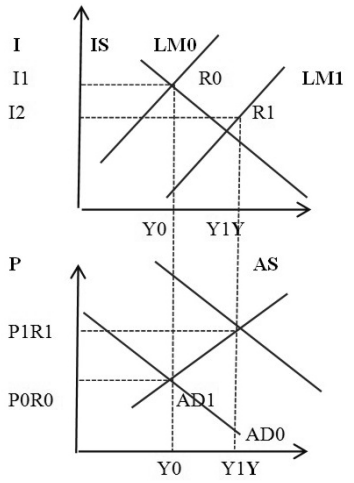
170 ISLM analiza je složeniji model za utvrđivanje BDP. Pored brojnih prednosti ova analiza pokazuje interakcije između monetarne i fiskalne politike; šta određuje relativne efekte multiplikatora svake od ove dve politike, pruža delimičnu integraciju klasičnog i kejnzijanskog sistema u jedan konceptualni okvir i ukazuje na neke fundamentalne karakteristike po kojima se razlikuju klasična gledišta od kejnzijanskih. Osnovna prednost ISLM analize jeste što prikazuje ponašanje tržišta novca i tržišta proizvoda na jednom dijagramu. Važan mehanizam je to što kamatna stopa utiče na BDP kroz investicije i trpi uticaj BDP kroz tražnju za novcem.

U ISLM modelu uticaj fiskalne politike na BDP ublažen je rastom kamatnih stopa koje istiskuju privatne investicije. Monetarna politika podiže BDP sniženjem kamatnih stopa i podsticanjem investicija. Fiskalna politika povećava BDP povećanjem brzine postojeće novčane mase.

171 Model agregatne tražnje i agregatne ponude je model na osnovu koga većina ekonomista objašnjava kraktoročne fluktuacije ekonomskih aktivnosti oko njenog dugoročnog trenda. Pomeranja agregatne tražnje se dešavaju usled: potrošnje, investicija, državnih izdataka i neto izvoza. Pomeranja agregatne ponude se dešavaju usled: radne snage, kapitala, prirodnih resursa i tehnološkog znanja.

će se delom odraziti na rast cena. Osnovni problem kod ekspanzivne monetarne politike je, dakle, kako iskoristiti pozitivne efekte na potrošnju, a istovremeno neutralisati i sprečiti efekte na rast cena.

Ekspanzivna monetarna politika koja prikazuje pomeranje krive **LM0,** udesno na viši nivo količine novca u opticaju **LM1** (Grafikon 10.3.) dovodi do porasta novčane tražnje sa **AD0** na **AD1**. Nastaje porast proizvodnje ili bruto domaćeg proizvoda sa **Y0** na **Y1**, ali to je praćeno i porastom cena sa **p0** na **p1**. To je pod pretpostavkom da je proizvodnja visoko elastična na dodatnu emisiju novca i kredita u kratkom roku.



Grafikon 10.3. Ekspanzivnaa monetarna politika LM-IS, AD-AS model

Izvor: Živković A., Kožetinac G, isto, str. 456

Kejnzijanska ekonomija pri tome polazi od stave da porast ponude novca povećava proizvodnju sve do nivoa pune zaposlenosti, posle čega dodatna emisija pokreće cene (inflaciju). Monetaristi, nasuprot tome, polaze od stava da rast ponude novca dovodi do porasta cena bez oživljavanja proizvodnje, posebno na dugi rok. Na kratak rok porast ponude novca dovodi i do rasta cena i do porasta proizvodnje. Istina, zbog delovanja novčane iluzije, moguća je pojava izvesnog vremenskog kašnjenja između rasta ponude novca i rasta cena. Na duži rok nije moguće povećanom ponudom novca ubrzati (dinamizirati) proizvodnju, već samo podstaknuti rast cena (ubrzati inflaciju), a zahvaljujući delovanju novčane iluzije, moguće je „trgovati" (*trade-off*) ponudom novca na kratak rok. Međutim, savremena shvatanja u monetarizmu dopunjena „racionalnim očekivanjima" i gotovo savršenim i brzim informacijama o delovanju monetarne politike, ukazuju da nije moguće koristiti dodatnu emisiju novca ni na kratak rok.

Prilikom određivanja osnovne orijentacije monetarne politike neophodno je naći vezu sa određenim privrednim agregatima ili parametrima. U praksi se obično monetarna politika vezuje za kretanje BDP, odnosno, iz odnosa stopa rasta BDP i novčane mase određuje se i karakter monetarne politike. Ukoliko je stopa rasta novčane mase veća od rasta BDP u istom periodu (tokom godine), smatra se da se vodi ekspanzivna monetarna politika. Ukoliko je niža, tada se vodi restriktivna monetarna politika.

U savremenim monetarnim uslovima**, ekspanzivna monetarna politika se sprovodi primenom sledećih instrumenata:**

- sniženjem eskontne stope,
- sniženjem kamatne stope na kredite u bankarskom sistemu,
- ekspanzijom kredita privredi,
- ekspanzijom kredita stanovništvu,
- smanjenjem stope obavezne rezerve,

- smanjenjem stope rezerve likvidnosti,
- oslobađanjem od plafoniranja (ograničavanja rasta) kredita,
- ekspanzivnom politikom otvorenog tržišta (kupovina HOV od strane CB).

Danas, monetarne vlasti nastoje da prilagođavaju novčanu masu – vode ekspanzivnu monetarnu politiku, prvenstveno promenama dohotka ekspanzijom kredita (privredi i stanovništvu), operacijama na otvorenom tržištu (kupovinom HOV od strane CB) i smanjenjem obavezne rezerve banaka (povećava kreditni potencijal banaka), dok istovremeno izbegavaju nagle i velike promene (snižavanje) kamatnih stopa.

Veoma je važno napomenuti da je za efikasnu monetarnu politiku neophodno obezbediti punu sinhronizaciju i koordinaciju sa ostalim makroekonomskim politikama, prvenstveno fiskalnom politikom u sprečavanju recesije, odnosno suzbijanja inflacije troškova.[172]

Boks 10.5. ISLM analiza živi

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banka Srbije, Beograd, 2009., str. 531)

Da parafraziramo Marka Tvena, izveštači o smrti IS-LM modela u velikoj meri preteruju. Model IS-LM je smislio ser *John Hicks* u poznatom članku iz 1937. godine:"Gospodin *Keynes* i klasični ekonomisti". Članak je ubrzo postao standardno objašnjenje kejnzijanske doktrine, mada su uvek postojale rezerve o tome koliko su verodostojno IS-LM analize predstavljale gledište samog lorda *Keynes*-a.

Velike primedbe na IS-LM pristup odnose se na sledeće:

(1) analiza prihoda i rashoda (kriva IS) je koncept toka, dok je novac i portfolio (kriva LM) koncept zaliha i ne postoji veza između tokova i zaliha;

(2) monetarni efekti su se pretopili u jedan jedini parameter, kamatnu stopu, a da tako potencijalno važni faktori kao što su sastav bankarskih portfolija i struktura finansijskih tržišta nemaju nikakvu ulogu;

(3) na novac se gleda kao na direktnu zamenu za drugu finansijsku aktivu, ali ne i za materijalna sredstva;

(4) cene robe su ili fiksne ili fleksibilne, a ne fleksibilne u različitim stepenima.

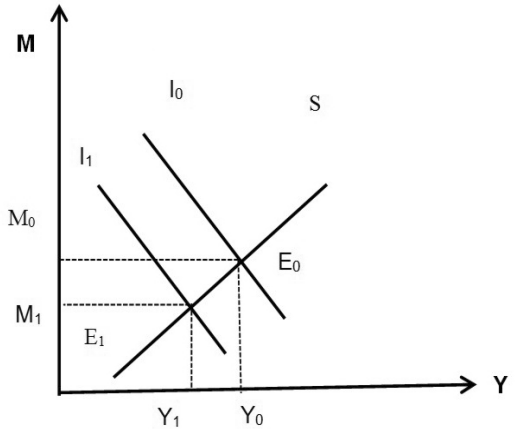
Bez sumnje, svaka od ovih primedbi sadrži jake elemente istinitosti, a svaka od njih je izrodila sofisticiranije pristupe makro monetarnoj analizi. Ipak IS-LM je izdržao test vremena. I pored svojih nedostataka sa nama je preko 60 godina. Verovatno je da će trajati bar još neko vreme.

172 Opširnije: Friedman, M., *The Role of Monetary Policy*, AER, March 1968.; Tinbergan, J., *On the Theory of Economics Policy*, Amsterdam 1952.; Browne, M., Haas, P., *Modern Economics, Principles, Goals and Trade-offs*, Prentice-Hall International, Inc. 1987, pg. 371-375; Cooper, K., Fraser, D., Gene, U., *Money, the financial system and economic policy*, Addison-Ewsley Publishing Company, 1983, pg. 536-537 i Cornwall, J., *After staglfation*, Oxfort, Bleckwell, 1974.(na osnovu: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005., str. 548-562).

RESRIKTIVNA MONETARNA POLITIKA

Restriktivna monetarna politika, podrazumeva akciju centralne banke, kojom smanjuje obim novca i kredita u periodu kada potrošnja preti da postane ekscesno velika, čiji dalji rast može da izazove porast cena, odnosno, inflaciju. To istovremeno znači da se vodi **politika „skupog novca",** politika visokih kamatnih stopa, odnosno restriktivna kreditna politika banaka. Nivo privatnih i javnih investicija i ukupne potrošnje opada usled porasta kamate i smanjenja likvidnosti. Snižavanje krive investicije dovešće do multiplikovanog pada nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Pad investicija, s druge strane, dovodi do depresivnog delovanja na potrošnju. Ovako usmerena politika novca, da bi bila efikasna u svom delovanju, mora da bude „dugotrajna". Ovo obično rezultira usporavanjem (decelaracijom) privrednog rasta, što prisiljava monetarne vlasti da budu oprezne u sprovođenju te politike, jer je cena koja se za to plaća vrlo visoka. Naime, pokušaj da se dođe do finansijske stabilnosti ograničavanjem globalne tražnje, verovatno će da izazove veći gubitak u stopi realnog rasta i zaposlenosti.

Restriktivna monetana politika se grafički prikazuje na način prikazan Grafikonom 10.4.



Grafikon 10.4. Restriktivna monetarna politika

Restriktivna monetarna politika je predstavljena na Grafikonu 10.4. gde **M** osa označava novčanu masu, a **Y** osa označava BDP. **P** predstavlja cene, **R** označava ravnotežnu tačku, **S** predstavlja štednju, dok **I** predstavlja investicije. Smanjenje količine novca u opticaju sa $\mathbf{M_0}$ na $\mathbf{M_1}$ dovodi do smanjenja potrošnje i investicija sa $\mathbf{I_0}$ na $\mathbf{I_1}$. Smanjenje tražnje i potrošnje uzrokovano nestašicom novca i kredita, istovremeno povećava preferenciju likvidnosti (zadržavanje neutrošenog novca), posebno kada se očekuje produženo vođenje restriktivne monetarne politike.

Restrikcija novca i kredita ne samo da smanjuje potrošnju i investicije, već dovodi do multiplikovanog pada proizvodnje (dohotka) za visinu multiplikatora investicija (**m**).

Istovremeno, pad potrošnje aktivira i negativan proces akceleracije (delovanje potrošnje na investicije i nacionalni dohodak). Efekti restriktivne monetarne politike su višestruko negativni na realni rast, proizvodnju, investicije i zaposlenost. Stoga se mora dosta oprezno, dozirano i kratkoročno sprovoditi. Duže vođenje restriktivne monetarne politike, posebno radi stabilizacije cena i deviznog krusa, redovno vodi privredu u recesiju.

Boks 10.6. Čitanje indikatora: Da li zaposlenost raste ili opada?

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banka Srbije, Beograd, 2009., str. 613-614)

U izdanju *Barron*-a od 2.juna 2003. godine kolumnista Gene Epstein se nije složio sa pesimističkom procenom tržišta rada koja je objavljena u *Wall Street Journal*-u 29.maja. *Jon Hilsenrath* u svom članku primetio je da „SAD doživljavaju najduži pad na tržištu rada posle Velike depresije". Epstein, s druge strane, nazvao je članak iz *Journal*-a „fantazijom na prvoj strani" i tvrdio da se zaposlenost u stvari povećava.

Šta je izvor ove razlike u mišljenju? Ko je bio u pravu? Šta je ovo značilo za tržište? Pokazalo se da su oba autora u pravu. Kao što je Epstein istakao, članak u *Journal*-u imao je u vidu ekonomske indikatore iz dela izveštaja o zaposlenosti o firmama, a ne izveštaj o domaćinstvima. Epstein je naveo da su indikatori firmi i domaćinstvima upućivali u suprotne pravce još od početka 2002.godine.

Izveštaj o domaćinstvima i izveštaj o firmama mogu da daju različite informacije i pod različitim okolnostima svaki od njih može da bude pouzdaniji od drugog. Na bazi ranijih trendova Epstein tvrdi da će se podaci o firmama promeniti i da će se uskladiti sa podacima o domaćinstvu. Samo će vreme moći da pokaže da li je Epstein u pravu, ali je sasvim jasno da je korišćenje i tumačenje indikatora dosta komplikovano.

Može se zaključiti da monetarna politika pokazuje potrebnu efikasnost, kada su uzroci nestabilnosti uglavnom monetarni faktori, dok se u slučaju poremećaja izazvanih drugim faktorima redovno javlja potreba za zajedničkim delovanjem i drugih makroekonomskih politika.

Trebalo bi imati u vidu da uslovi stagflacije (istovremene recesije i inflacije) dovodi monetarnu politiku pred dilemu da li da se orijentiše na stabilnost (pojačava oscilacije realnog dohotka), ili da nastoji da se ostvari punu zaposlenost (dovodi do varijacija u cenama). Takođe, ekonomisti ne raspolažu pouzdanim procenama o tome kolika je cena smanjenja inflacije, posmatrana u izrazima nezaposlenosti i gubitka realnog dohotka. Međutim, ono što se zna jeste da se cena povećava sa brzinom kojom pokušavamo da snizimo stopu inflacije.

Restriktivna monetarna politika podrazumeva primenu sledećih monetarnih instrumenata:

- povećanje eskontne (diskontne ili referentne) stope,
- povećanje kamatnih stopa u bankarskom sistemu,

- kontraktivna politika otvorenog tržišta (prodaja HOV od strane CB),
- restrikcija (smanjivanje obima) kreditiranja privredi i stanovništvu,
- povećanje stope rezervi likvidnosti,
- povećanje stope obaveznih rezervi,
- blokiranje (ograničavanje) depozita banaka, posebno namenjenih investicijama, stimulacija svih oblika štednje.

U praksi se vrši sinhronizovana primena više instrumenata monetarne politike.

Možemo zaključiti, da je **cilj monetarne politike dostizanje neinflatorne stope monetarnog rasta, ali u zoni postizanja mogućeg rasta proizvodnje i zaposlenosti**.

Boks 10.7. Zašto se ekonomisti ne slažu?

(Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 30-32)

"Kada bi sve ekonomiste poređali jedan do drugoga, ni tada ne bi došli do zaključka". Ova opaska Džordža Bernarda Šoa mnogo toga govori.

Ekonomisti kao grupa često su kritikovani zbog davanja kontradiktornih saveta vodećim političarima. Razlozi za to su:

- Ekonomisti mogu da se ne slažu oko validnosti alternativnih pozitivnih teorija o funkcionisanju sveta.
- Ekonimisti mogu da imaju različita načela, a samim tim i različita normativna gledišta o tome koju politiku treba sprovoditi.
- Tvrdnja (i procenat) ekonomista koji se slažu (R.*Alston, J.Kearl, M.Vaughn*):
- Ograničenje visine zakupnine smanjuje kvantitet i kvalitet raspoloživih stanova. (93%)
- Carinske stope i uvozne kvote najčešće smanjuju opšte ekonomsko blagostanje. (93%)
- Promenljivi i plivajući devizni kurs omogućavaju povoljne međunarodne monetarne aranžmane. (90%)
- Fiskalna politika (npr. smanjenje poreza i/ili porasta vladinih izdataka) ima značajno stimulativno dejstvo na ekonomiju čiji resursi nisu u potpunosti uposleni.
- Ako je potrebno izvršiti rebalans saveznog budžeta, to treba činiti u toku poslovnog ciklusa, a ne godišnje.
- Gotovinsko plaćanje u većoj meri povećava blagostanje primalaca nego plaćanje u naturi u ekvivalentnoj vrednosti gotovine. (84%)
- Veliki budžetski deficit na saveznom nivou ima nepovaoljan uticaj na privredu. (83%)
- Minimalne nadnice povećavaju nezaposlenost među mladim i nekvalifikovanim radnicima. (79%)
- Vlada bi trebalo da preuredi sistem socijalne zaštite u pravcu „negativnog poreza na dohodak". (79%)
- Porez na otpadne vode i dozvole za zagađenje kojima se može trgovati predstavljaju bolji pristup kontroli zagađenosti od uvođenja dozvoljene gornje granice zagađenja. (78%)

REZIME POGLAVLJA:

Monetarna politika je jedna od ključnih makroekonomskih politika. Važno je da se vrši koordinacija i sinhronizacija sa drugim makroekonomskim politikama u cilju povećanja efikasnosti. Monetarna politika treba da se sprovodi bez oscilacija u odnosu na postavljene zadatke, što je stav monetarista, odnosno diskreciono, prilagođavanjem aktuelnoj privrednoj situaciji, što je preovlađujući stav neokejnzijanaca. Pri tom je veoma važno poverenje, kredibilitet javnosti u CB, koji se meri odstupanjem politike od zacrtane, najavljene. Ekspanzivna monetarna politika se u pravilu sprovodi povećanjem količine novca u opticaju sa ciljem oživljavanja privredne aktivnosti, kada je ona u padu. Nasuprot tome, restriktivna monetarna politika se sprovodi snižavanjem količine novca u opticaju ili usporavanjem njenog rasta, sa ciljem smirivanja inflacije.

KLJUČNE REČI:

ekspanzivna, restriktivna monetarna politika, diskreciona politika, kredibilitet, inflacija, recesija, privredni rast.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

10.1. Na šta se odnose teorijske rasprave o pravilima monetarne politike?
10.2. Koje je stanovište monetarista o ulozi novca i monetarne politike?
10.3. Koje je stanovište neokejnzijanskog modela ekonomske analize o ulozi novca i monetarne politike?
10.4. Šta je vremenski dosledna monetarna politika?
10.5. Šta je diskreciona monetarna politika?
10.6. Šta je kredibilitet monetarne politike?
10.7. Kako se postiže poverenje u monetarnu politiku?
10.8. Šta je početna osnova formiranja monetarne politike?
10.9. Koji su osnovni ekonomski ciljevi nacionalne privrede?
10.10. Šta je osnovni cilj monetarne politike?
10.11. Šta je prioritizacija ciljeva monetarne politike?
10.12. Kako se meri efikasnost monetarne politike?
10.13. Koji su faktori strategije monetarnih ciljeva?
10.14. Šta je ekspanzivna monetarna politika?
10.15. Kojim se instrumentima postiže ekspanzivna monetarna politika?
10.16. Kada se primenjuje ekspanzivna monetarna politika?
10.17. Šta je restriktivna monetarna politika?
10.18. Kada se primenjuje restriktivna monetarna politika?
10.19. Koje instrumente CB koristi za restriktivnu monetarnu politiku?
10.20. U kojim modelima se može prikazati ekspanzivna monetarna politika?
10.21. U kojim modelima se može prikazati restriktivna monetarna politika?

MONETARNI INSTRUMENTI 11

Instrumenti monetarne politike su alati kojima centralna banka realizuje monetarnu politiku.

CILJEVI UČENJA

- Da znate šta su instrumenti monetarne politike i kako se klasifikuju;
- Odgovorite na pitanje koji su efekti instrumenata monetarne politike;
- Znate šta je eskontna (diskontna stopa) i koji su efekti njene primene;
- Objasnite šta je obavezna rezerva, kako se obračunava i koji su njeni efekti;
- Objasnite šta su operacije na otvorenom tržištu centralne banke;
- Znate kada i kako centralna banka kreditira poslovne banke;
- Objasnite šta je selektivna kreditna politika i koji su joj efekti;
- Znate šta je politika minimalne stope likvidnosti poslovnih banaka;
- Objasnite šta je obavezni koeficijent likvidnosti banke;
- Znate šta su obavezni kreditni plasmani.

UVOD

Centralne banke koriste različite instrumente monetarnog regulisanja u želji da ostvare krajnje ciljeve monetarne politike, stabilnost, punu zaposlenost i privredni rast. Na raspolaganju im je niz alata, manje ili više direktnih i manje ili više snažnih i osetljivih, kao što su krediti poslovnim bankama, regulisanje kamatnih stopa, regulisanje nivoa stope obavezne rezerve banaka, kupoprodaje hartija od vrednosti koje izdaje država, regulisanje likvidnosti banaka.

Oko korišćenja različitih instrumenata monetarne politike ne postoji saglasnost ekonomista u pogledu njihovih efekata, jer ekonomisti različito tumače ulogu pojedinih instrumenata u transmisionom mehanizmu i njihovu važnost u tome. Otuda se tokom vremena pojedinim instrumentima pridavalo različito mesto u vođenju monetarne politike. Izbor instrumenata monetarne politike takođe je određen stepenom razvijenosti finansijskog sistema nacionalne ekonomije i njegovim specifičnostima.

INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE

Instrumenti monetarne politike su alati kojima centralna banka realizuje monetarnu politiku. Centralne banke, koriste različite instrumente monetarnog regulisanja u želji da ostvare (neposredne) ciljeve monetarne politike.

Instrumenti monetarne politike, u zavisnosti od načina na koji deluju, se mogu grupisati na sledeći način:

- **Direktni instrumenti** - omogućavaju neposredno postizanje ciljeva nosilaca monetarne politike. Najčešće korišćeni direktni instrumenti su regulisanje kamatne stope i mere regulisanja porasta plasmana banaka (kreditni limit);
- **Indirektni instrumenti** - deluju koristeći odnos između novčane mase i primarnog novca, kao i monopolski položaj centralne banke u pogledu kreiranja primarnog novca.

U skladu sa prethodnim konceptom je i podela instrumenata na dve osnovne grupe:

- **Kvantitativni instrumenti** - deluju na nivou cele privrede, bez izuzetka. Osnovni oblici kvantitativnih instrumenata monetarne politike su politika obaveznih rezervi, politika eskontne stope i kamatnih stopa generalno i operacije na otvorenom tržištu;
- **Kvalitativni instrumenti** - deluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namene, načina korišćenja, rokova, kamate.

Izbor konkretnih instrumenata monetarne politike je određen stepenom razvijenosti i specifičnostima finansijskog sistema nacionalne ekonomije.

▪ **Direktni instrumenti** –neposredno postizanje monetarnih ciljeva ✓ Regulisanje kamatne stope ✓ Regulisanje porasta plasmana banaka	▪ **Kvantitativni instrumenti** – opšte delovanje ✓ politika obaveznih rezervi, ✓ politika eskontne stope, ✓ operacije otvorenog tržišta	▪ **Instrumenti regulisanja ponude kredita** ✓ Instrumenti reg. primarnog novca, ✓ instrumenti reg. mon. multiplikatora, ✓ instrumenti reg. ponude kredita
▪ **Indirektni instrumenti** ✓ Koriste odnos između novčane mase i primarnog novca	▪ **Kvalitativni instrumenti** – deluju selektivno: ✓ vrste kredita, ✓ korisnika kredita, ✓ namena kredita, ✓ način korišćenja, ✓ rokovi kredita, ✓ kamate	▪ **Instrumenti regulisanja tražnje kredita** ✓ određivanje kamatne stope za kredite iz primarne emisije CB ✓ propisivanje min opštih uslova kred. sposobnosti zajmotražioca

Tabela11.1. Instrumenti monetarne politike

U Srbiji osnovna podela instrumenata monetarne politike bi se mogla izvršiti zavisno od kriterijuma namere centralne banke – da li centralna banka želi da utiče na ponudu ili pak na tražnju kredita:

- **Instrumenti regulisanja ponude kredita** obuhvataju:
  1) **instrumente regulisanja primarnog novca**, kao što su: kreditiranje poslovnih banaka od strane centralne banke, izdavanje obveznica i blagajničkih zapisa, kupovina i prodaja hartija od vrednosti i monetizacija drugih finansijskih oblika, kupovina i prodaja deviza i stranih valuta;
  2) **instrumente regulisanja monetarnog multiplikatora, kao što su:** određivanje (i promene) visine i osnovice obavezne rezerve poslovnih banaka kod centralne banke i drugi obavezni depoziti kod centralne banke;
  3) **druge instrumente regulisanja ponude kredita, kao što su:** propisivanje minimalnih uslova likvidnosti banaka i ročne strukture plasmana, ograničavanje obima kredita (plasmana) banaka i međubankarski sporazumi o kreditiranju.
- **Instrumenti regulisanja tražnje kredita**, koji obuhvataju
  1) **određivanje kamatne stope za kredite iz primarne emisije** centralne banke;
  2) **propisivanje minimalnih opštih uslova kreditne sposobnosti** zajmotražioca.

Boks 11.1. Instrumenti monetarne politike zemalja regiona s posebnim osvrtom na Srbiju
(Fabris N., 2011)

Srbija	Obavezna rezerva Operacije na otvorenom tržištu (trajne i repo transakcije) Krediti i devizne olakšice (krediti za olakšavanje likvidnosti, deponovanje viškova likvidnih sredstava)
Bosna i Hercegovina	Obavezna rezerva
Hrvatska	Operacije na otvorenom tržištu Stalno raspoložive mogućnosti (lombardni kredit, novčani depozit, unutardnevni kredit) Obavezna rezerva Ostali instrumenti (blagajnički zapisi HNB, minimalno potrebna devizna potraživanja, kratkoročni kredit za likvidnost)
Crna Gora	Obavezna rezerva Operacije na otvorenom tržištu Krediti za održavanje likvidnosti (intra-dnevni i intra-noćni kredit) Kreditor u krajnjoj instanci
Makedonija	Obavezna rezerva Operacije na otvorenom tržištu Prekonoćni i dnevni krediti

ESKONTNA (DISKONTNA) STOPA

Nivo privredne razvijenosti i struktura finansijskog sistema u konkretnoj zemlji određuju koje metode, odnosno instrument će centralna banka izabrati za svoje delovanje**.** Putem regulisanja visine eskontne (diskontne) stope i operacija na otvorenom tržištu centralna banka obavlja kontrolu rada novčanog tržišta. Konkretno, to znači održavanje potrebne ravnoteže ponude i tražnje na novčanom tržištu, regulisanjem obavljanja transakcija visinom kamatne stope, odnosno kupovinom i prodajom hartija od vrednosti. Na ovaj način se postiže direktan uticaj na kreditni potencijal i likvidnost banaka, način formiranja kamatnih stopa na tržištu, kao i održavanje motiva vlasnika slobodnih novčanih sredstava za ulaganje u hartije od vrednosti.[173]

Eskontna (diskontna) stopa je kamatna stopa na kredite centralne banke, odnosno kamatna stopa po kojoj centralna banka prodaje/kupuje HOV države ili centralne banke između trenutka emitovanja i dospeća. Eskontna (diskontna) predstavlja direktni, kvantitativni instrument monetarne politike preko koga centralna banka vrši monetarnu kontrolu i monetarno upravljanje u skladu sa postavljenim ciljevima monetarne politike.

Politika eskontne stope se sastoji u podizanju ili spuštanju visine kamatne stope po kojoj centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama (određivanje cene kredita – reeskontnih ili drugih oblika) radi delovanja na tržištu novca i kredita, troškove kredita i kreditni potencijal. Delovanjem na kreditni potencijal banaka (determiniše visinu kamate po kojoj će poslovne banke odobravati kredite svojim klijentima), centralna banka nastoji da deluje na ukupne robnonovčane odnose, zaposlenost i stopu rasta, odnosno nacionalni dohodak i platni bilans.

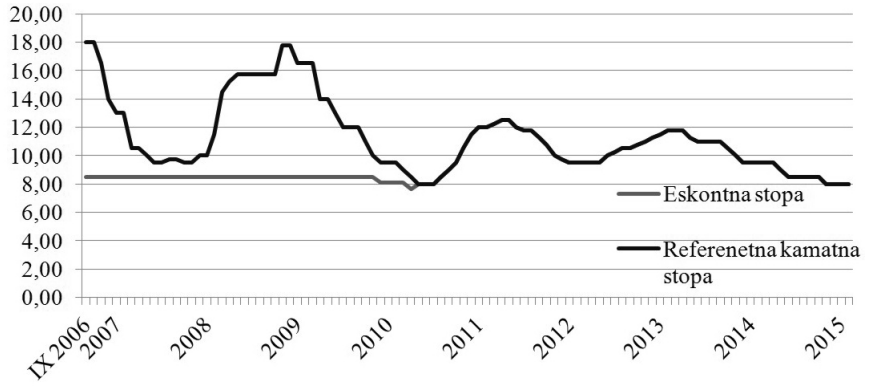
Eskontna politika obuhvata čitav niz aktivnosti: regulisanje visine eskontne stope (po kojoj centralna banka prima u reeskont od poslovnih banaka menice i druge HOV), uslovi reeskonta, vrste poslovnih aktivnosti koje se reeskontuju, rokovi reeskonta, procenat reeskonta.

Snižavanje eskontne stope predstavlja vođenje politike jeftinog novca, odnosno instrument je ekspanzivne monetarne politike. Ukoliko dođe do snižavanja eskontne stope trebalo bi automatski da dođe do povećanja tražnje za bankarskim kreditima od strane ekonomskih subjekata, pojedinaca i kompanija, jer su krediti jeftiniji, što bi trebalo da rezultira povećanjem količine (kvantuma) primarnog novca i time i ukupne količine novca u opticaju.

Obrnuto, **porast eskontne stope** znači vođenje politike skupog novca, odnosno predstavlja instrument restriktivne monetarne politike. Porast eskontne stope trebalo bi da dovede do smanjenja tražnje za kreditima od strane ekonomskih subjekata, što dalje utiče na smanjivanje rezervi likvidnih sredstava banaka, jer one odgovaraju na smanjenje zahteva

173 Opširnije: Rich, G., *Swiss and United States Monetary Policy: Has Monetarism Failed?*, Federal Reserve Bank of Ricmond, Economic Review, May/June 1987, pg. 12-13; Wallich, H., *Innovations in Monetary Policy,* in: *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*, ed. R.L.Teigen, R.D.Iuwing, 1978, pg.220; Gordon, S, Seiber, D., *The Discount Rate: Expericence Under Reserve Targeting*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Sptember-October 1982, pg. 3-8 i Thronton, D., *The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence*, Federal Reserve Bank of St. Lous, Review, August-September 1986, pg. 5-19.

na tržištu za kreditima, obima primarnog novca i posledično, smanjenja ukupne količine novca u opticaju.



Grafikon 11.1. Kamatne stope NBS

Možemo zaključiti da promenama u visini eskontne stope centralna banka nastoji da preko regulisanja kamatnih stopa na tržištu deluje na ponudu i tražnju novca na novčanom tržištu i uslove koji vladaju na području kamatne politike u celom kreditnom sistemu. [174]

U praksi je veoma teško precizno predvideti efekat određene promene eskontne (diskontne) stope na obim zaduženja banaka kod centralne banke i na sam obim novčane mase. Razlozi za to su:

- Stepen zavisnosti poslovnih banaka od dopunskih sredstava likvidnosti koja potiču od kredita centralne banke;
- Osetljivost tražnje za dopunska sredstva likvidnosti banaka od razlike (marže) između njihovih aktivnih i pasivnih kamatnih stopa;
- Stepen u kojem su se druge (tržišne) kamatne stope već promenile ili će se promeniti u doglednom vremenu;
- Situacije u pogledu tražnje kredita uopšte i ponude novčanih sredstava uopšte.

Eskontna politika, kao i celina monetarne politike, mora biti vođena u koordinaciji sa ostalim segmentima makroekonomske politike, pre svega fiskalne politike, politike tržišta i cena, politike dohodaka, spoljnotrgovinske politike, politike deviznih i robnih rezervi. Mere se pri tom moraju preduzimati simultano i uz primenu i uvažavanje pozitivnih i negativnih efekata ovih mera i njihova uzajamna delovanja, naročito kada se privreda nalazi na različitim pozicijama u privrednom ciklusu, tj. kada je u dubokoj krizi, odnosno

174 U literaturi se dosta pažnje posvetilo aspektu efekata „najave promene diskontne stope". Na primer, ako se povećava diskontna stopa, to se može protumačiti kao signal da centralna banka menja kurs u svom delovanju i da sledi restriktivniju monetarnu politiku. Međutim, u praksi razvijenih tržišnih privreda to nije tako čest slučaj. Naime, mnogo češće promene diskontne stope nastupaju kao posledica prilagođavanja politike centralne banke promenama do kojih je već došlo kod tržišnih kamatnih stopa, s namerom da se diskontna stopa dovede u odgovarajući odnos s kamatnim stopama na novčanom tržištu i za poslovne banke umanji profitabilnost pozajmljivanja sredstava preko kreditnog mehanizma centralne banke.

visokoj inflaciji. Eskontna stopa kao kamatna stopa po kojoj centralna banaka pozajmljuje novac predstavlja najnižu kamatnu stopu na tržištu. Poslovne banke prilikom formiranja cene kredita kao bazni deo uzimaju eskontnu (diskontnu) stopu centralne banke i dodaju odgovarajuću marginu, kojom pokrivaju troškove koje imaju i zaračunavaju svoj profit po konkretnom kreditnom aranžmanu.

OPERACIJE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Operacije na otvorenom tržištu (OOT) su operacije kupovine i prodaje državnih HOV, obveznica i blagajničkih zapisa, kao najčešće korišćenih hartija od vrednosti na finansijskom tržištu koje sprovodi centralna banka. Ovaj instrument monetarnog regulisanja je indirektni, kvantitativni instrument monetarne politike, koji CB obilato koriste. Pri tom treba imati u vidu da njegovo korišćenje predstavlja tipičan tržišni monetarni instrument, kojim je CB u stanju da vrši fino podešavanje (*fine tuning*) monetarne politike. Njegovo korišćenje uslovljeno je, međutim, stepenom razvijenosti finansijskog tržišta nacionalne ekonomije, tako da ga prevashodno koriste CB razvijenih zemlja, dok je korišćenje OOT u zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji ograničeno nerazvijenošću finansijskih tržišta i nedovoljnim obimom, vrednošću transakcija koje se na njemu obavljaju. Za razliku od regulisanja stope obavezne rezerve, koja je robustan, netržišni instrument, koji ostvaruje efekte odmah, OOT je tipičan tržišni instrument finog podešavanja, čije je delovanje veoma posredno, a konačni efekti zavise umnogome od transmisionog mehanizma. Osim toga za kupoprodaje HOV CB mora izdvojiti određena sredstva, dok istovremeno kod regulisanja stope obavezne rezerve to nije slučaj.

Kupovne operacije centralne banke (kupovine HOV) predstavljaju instrument ekspanzivne monetarne politike. Prilikom kupovine HOV od strane CB za povučene HOV CB plaća bankama, kompanijama, odnosno pojedincima vrednost HOV, pa time dolazi do povećanja količine primarnog novca. Prilikom kupovine HOV u aktivi bilansa centralne banke dolazi do povećanja pozicije HOV i paralelnog povećanja primarnog novca na strani pasive bilansa CB. Kreiranje primarnog novca znači povećanje kreditnih potencijala banaka. Plasiranje viškova kreditnog potencijala od strane poslovnih banaka dovodi u daljem toku do povećanja količine novca u opticaju.

Kada centralna banka kupi državne HOV u vrednosti 1.000 RSD tada se povećava aktiva CB za isti iznos stavkom plasman u HOV, a na drugoj strani se smanjuje pasiva CB za iznos kupljenih HOV. Kod poslovne banke koja je prodala HOV dolazi do sledeće transakcije i promene na bilansima: povećava se pasiva tj. finansijski potencijal banke za iznos od 1.000 RSD, dok se istovremeno smanjuje stavka plasmana u HOV u aktivi poslovne banke za isti iznos.

Kada centralna banka prodaje HOV u vrednosti od 1.000 RSD tada se smanjuje aktiva CB za ovaj iznos plasmana u HOV, dok se na drugoj strani smanjuje depozit banke „A" za isti iznos kojim je plaćena kupovina HOV. Istovremeno na računima Banke „A" se depoziti kod CB smanjuju dok se povećava stavka plasmana u HOV.

Primer: Kupovina HOV od strane Centralne banke

Centralna banka

Aktiva	Pasiva
Državne HOV +1.000 RSD	Depozit banke „A“ +1.000 RSD

Banka „A“

Aktiva	Pasiva
Depozit banke „A“ kod CB + 1.000 RSD Državne HOV – 1.000 RSD	Dugovanje prema CB 1.000 RSD

Prodajne operacije centralne banke, prodaja HOV od strane CB, je suprotan proces koji predstavlja instrument restriktivne monetarne politike. Kada CB prodaje HOV ona u njihovoj vrednosti, koju plaćaju ekonomski subjekti za kupljene HOV, povlači primarni novac sa tržišta, čime se smanjuje i količina novca u opticaju. Kod CB dolazi do snižavanja pozicije HOV u aktivi bilansa stanja i istovremeno povećanja stavke primarnog novca u pasivi CB. Istovremeno smanjenjem primarnog novca kroz proces prodaje HOV od strane CB snižava se i kreditni potencijal banaka, čime se ograničava ponuda novca na tržištu. Znači, instrumenti monetarne politike otvorenog tržišta imaju direktno delovanje na količinu novca i kredita u privredi.

Operacije na otvorenom tržištu su u razvijenim zemljama naglašeno favorizovani instrument monetarne politike, a sve šire razmere poslednjih godina dobija i u zemljama u razvoju**.** U Srbiji Narodna banka sprovodi operacije na otvorenom tržištu putem repo i trajnih transakcija blagajničkim zapisima Narodne banke Srbije i dugoročnim obveznicama koje je Republika Srbija emitovala radi izmirivanja obaveza prema Narodnoj banci Srbije. Operacije na otvorenom tržištu NBS koristi kao instrument monetarnog regulisanja ozbiljnije od 2006. godine, a do tada se uglavnom oslanjala na regulisanje stope obavezne rezerve, prvenstveno zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta.

Pod **repo transakcijom** hartijama od vrednosti podrazumevaju se kupovina i prodaja hartija od vrednosti u kojoj su se ugovorne strane sporazumele da na datum kupovine prodavac proda kupcu hartije od vrednosti, koji plaća prodavcu kupovnu cenu za te hartije, uz istovremenu obavezu kupca da na ugovoreni datum reotkupa te iste hartije od vrednosti proda prodavcu, koji je u obavezi da kupcu plati ugovorenu reotkupnu cenu. Od 1. septembra 2006. godine, u skladu sa usvojenim novim okvirom monetarne politike, osnovni instrument sprovođenja operacija Narodne banke Srbije na otvorenom tržištu su dvonedeljne repo transakcije po referentnoj kamatnoj stopi Narodne banke Srbije, a od 2014. godine na nedeljne repo operacije.

Osnovne funkcije politike otvorenog tržišta su:

- **Održavanje kursa (cena) državnih vrednosnih papira na željenom nivou**, jer je to pretpostavka za buduće emisije državnih zajmova. U slučaju rasta kurseva ovih vrednosnih papira, centralna banka, kupovinom većeg broja iznosa ovih papira na finansijskom tržištu, povećava opštu tražnju, što dovodi do povećanja ovog kursa;

- **Centralna banka** određenim intervencijama, odnosno kupovinom ili prodajama ovih obligacija na kreditnom tržištu, **reguliše kreditni potencijal banaka**, a preko njega i masu novca i kredita u privredi. Preko regulisanja mase novca i kredita, ona nastoji da deluje i na ponašanje investicija, lične potrošnje, cene i platno-bilansne odnose.

Centralna banka koristi operacije na otvorenom tržištu zavisno od situacije u privredi, odnosno zavisno na kojoj tački privrednog ciklusa se nalazi nacionalna ekonomija. U fazi recesije CB će pristupiti kupovini HOV od privrednih subjekata kao delu ekspanzivne monetarne politike. Obratno, u fazi pregrevanja privrede i ubrzanja inflacije CB će pristupiti prodaji HOV, koja predstavlja deo restriktivne monetarne politike.

U slučaju prisutnih tendencija recesije u privredi, koje se ogledaju u padu proizvodnje, investicija i zaposlenost, centralna banka, da bi parirala navedenim negativnim kretanjima pristupa ekspanzivnoj monetarno-kreditnoj politici. Na otvorenom tržištu ova politika se sprovodi preko kupovine vrednosnih papira na kreditnom tržištu, čime se za vrednost kupljenih vrednosnih papira pušta u opticaj odgovarajuća količina novca u privredu.

U slučaju pojave inflatornih tendencija u privredi, kreditno-monetarna politika je orijentisana deflatorno, kroz restrikciju novca i kredita. Tada centralna banka pristupa prodaji vrednosnih papira na kreditnom tržištu, što dovodi do povlačenja novca od vlasnika tih papira.

Na kraju možemo zaključiti da se operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti, u tehničkom smislu, smatraju vrlo efikasnim instrumentom monetarne politike pod uslovom da:

1. postoji dobro organizovano i razvijeno tržište hartija od vrednosti, prihvatljive širine, dubine i elastičnosti;
2. da centralna banka raspolaže sa dovoljno mogućnosti za prodaju i kupovinu hartija od vrednosti (obveznica);
3. da centralna banka nije opterećena uvažavanjem nekih drugih stavki u postupku ostvarivanja konkretnih ciljeva monetarne politike.

Boks 11.2. Akcije drže vrednost postignutu u velikom rastu – Obveznice Trezora se ponovo povlače

(Browning E.S. *Wall Street Journal*, New York, Jun, 2003.)[175]

Jedan dan posle rasta za više od 200 poena, najjači napredak za više od dva meseca, *Dow Jones Industrial Average*, uspeo je da zadrži svoj rast – iznenadivši mnoge trgovce svojom otpornošću.

Rast *Dow Industrials* i mnogih drugih glavnih indeksa je bio mali, u najboljem slučaju, a na Njujorškoj berzi akcija mnoge akcije su pale umesto da rastu. Ali onog dana kada su mnogi analitičari očekivali pad, poboljšanje je shvaćeno kao signal da menadžeri novca još uvek traže priliku da kupe akcije. Cene

175 Izvor: Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banka Srbije, Beograd, 2009., str. 618.

obveznica Trezora su ponovo pale, jer je još jedna runda blago ohrabrujućih ekonomskih vesti učinila da neki investitori povuku novac iz obveznica i prebace ga u akcije.

Vest da je nova stambena gradnja prošlog meseca zabeležila skok za daljih 6,1%, pomogla je da se stimuliše dobit na tržištu akcija, dok su industrijska proizvodnja i potrošačke cene neznatno porasle. Ovi izveštaji nisu bili preovlađujući, ali su pomogli da se umiri zabrinutost zbog deflacije.

Neki analitičari sada predviđaju da bi Federalne rezerve mogle da smanje svoju ciljnu kratkoročnu kamatnu stopu za samo jednu četvrtinu procentnog poena na svojoj predstojećoj sednici sledeće nedelje, umesto za jednu polovinu kako su neki investitori očekivali. Ova promena u očekivanjima, zajedno sa spekulacijom da bi FED mogao da izbegne dalja smanjenja kamatne stope ako ekonomija pokaže ozbiljne signale oporavka, bila je razlog da se izađe iz obveznica Trezora.

"Dobija se utisak da je Alan Greenspan (predsednik FED-a) iza zavese i da vuče konce nagoneći ljude na tržište akcija, jer su kamatne stope tako niske", izjavio je *David Briggs*, šef trgovine akcijama grupe Udruženih investitora uzajamnog fonda u Pitsburgu.

OBAVEZNA REZERVA BANAKA

Obavezna rezerva banaka je zakonska obaveza banaka da određeni deo prikupljenih depozita ne može koristiti za kreditiranje klijenata, već moraju držati imobilisan na računima kod centralne banke. **Regulisanje obavezne rezerve** se može definisati kao mera kojom CB od poslovnih banaka zahteva da depoziti kod centralne banke budu manji ili veći u odnosu na ukupne depozite. Prvobitno ova mera je bila korišćena za zaštitu bančinih depozita, da bi kasnije našla široku primenu u regulisanju monetarnih kretanja i kreditnih plasmana.

U razvijenim tržišnim ekonomijama obavezna rezerva i njeno regulisanje se koriste kao alternativa najraširenijem instrumentu, operacijama na otvorenom tržištu (OOT). Ovaj instrument se koristi više u zemljama koje zbog nerazvijenog finansijskog tržišta ne mogu obilatije da koriste OOT. Obavezna rezerva se posmatra kao rigidan, netržišni instrument monetarnog regulisanja, koji se povremeno koristi kada je to neophodno. Smatra se defanizivnim instrumentom monetarnog regulisanja. U novije vreme ima tumačenja po kojima je obavezna rezerva oblik skrivenog oporezivanja, jer su prihodni efekti jednaki posedovanju državnih obveznica sa niskom ili nultom kamatnom stopom. Banke su veliki protivnici ovog instrumenta, jer ih stavlja u neravnopravan položaj sa ostalim finansijskim institucijama, na koje se ne primenjuje.

Regulisanje stope obavezne rezerve se vrši promenama osnovice na obračun obavezne rezerve, čime se poveća ili smanjuje obuhvat stavki bilansa obaveznom rezervom, i/ili povećanjem /snižavanjem stope obavezne rezerve. **Kada se stopa obavezne rezerve poveća (ili poveća obuhvat osnovice)**, to je deo instumentarijuma restriktivne monetarne politike, jer se povećanjem stope OR vrši veći zahvat stavki bilansa, čime se povećava imobilisani deo finansijskog potencijala, a smanjuje slobodni, koji je moguće plasirati na tržištu.

Obratno, **snižavanje stope obavezne rezerve (ili sužavanje osnovice)** ima karakter mere monetarne ekspanzije, jer se time smanjuje imobilisani deo i oslobađa deo finansijskog potencijala banke, čime se može izaći u susret tražnji klijenata za odobravanjem kredita.

Danas se obavezna rezerva široko koristi kao instrument kojim se utiče na kreditni i monetarni potencijal banaka, na različite načine:[176]

- Primenom na različitu osnovicu:
  - jedinstvenu osnovicu ili diferenciranu osnovicu;
  - obuhvatajući stavke bilansa banaka u pasivi i/ili u aktivi;
  - na stanje određenog dana ili na prosečne iznose stavki u bilansima banaka;
  - na stanje ili na promene stanja (marginalna osnova);
- Primenom jedinstvene stope ili diferenciranih stopa;
- Deponovanjem obavezne rezerve na posebni račun kod centralne banke ili na regularnom računu kod centralne banke;
- Dozvola privremenog korišćenja obavezne rezerve za obezbeđenje likvidnosti banke ili bez ove dozvole;
- Uz plaćanje kamate na deponovana sredstva u vidu obavezne rezerve od strane centralne banke ili bez kamate;
- Primena obavezne rezerve kao osnovnog (jednog od osnovnih) instrumenata monetarnog regulisanja ili kao sporednog instrumenta;
  - kao stabilnog instrumenta ili kao fleksibilnog instrumenta;
  - sa većim ili manjim ograničenjima odlučivanja o obaveznoj rezervi od strane centralne banke.

Postoje dve osnovne mogućnosti za izbor osnovice za obračun obavezne rezerve:

- **Izbor pojedinih oblika aktive bilansa banaka**, kada će obavezna rezerva uticati na strukturu aktive u bilansima banaka i to u korist onih oblika aktive kreditnih institucija koji podležu izdvajanju obavezne rezerve po nižoj, odnosno koji ne predstavljaju osnovu za obračun obavezne rezerve.[177]
- **Pojedini delovi pasive bilansa banaka**. Prednost izbora stavki pasive za obračun obavezne rezerve je u tome što ne dovodi do distorzije u plasmanima kreditne institucije i olakšava proces prilagođavanja tih institucija u slučajevima kada dolazi od smanjivanja njihovog depozitnog potencijala, jer se i obaveza izdvajanja rezervi u takvoj situaciji smanjuje. [178]

176 Opširnije: Ćirović, M., *Monetarno-kreditni sistem*, Beograd, Savremena administracija, Beograd, 1976., str. 305-307.

177 U našoj praksi su različite visine obavezne rezerve za različite namene kredita. Npr. za stambene subvencionisane kredite od strane države se ne izdvaja obavezna rezerva kao ni za subvencionisane potrošačke kredite, ali se zato za druge vrste kredita obračunava (NBS, 2010). Praktično, banke svoju cenu dinarskog kredita uvećavaju za (Barjaktarović L., 2009) iznos obavezne rezerve (konkretno, ako je obavezna rezerva za gotovinski kredit 40% banka će na bazni deo kamatne stope /visina referentne kamatne stope Narodne banke Srbije/ dodati marginu u koju će biti uključena: stopa obavezne rezerve, standardni trošak rizika koji je vezan za bonitet dužnika i profitnu marginu po konkretnom kreditnom plasmanu).

178 U našoj praksi poslovne banke visinu kamatne stope na dinarske depozite formiraju na taj način što od

Kamatne stope	Do dve godine	Preko dve godine
U dinarima	5%	0%
U devizama	26%	19%
U devizama – na dinarske obaveze indeksirane deviznom klauzulom	50%	50%

Tabela 11.2. Aktuelne stope obavezne rezerve banaka (februar 2015.)

Izdvajanje obavezne rezerve	U dinarima	◆ iznos obračunat primenom stope (5%) na dinarske izvore do dve godine, ◆ 38% iznosa obračunatog primenom stope na devizne izvore do dve godine, u dinarskoj protivvrednosti, ◆ 30% iznosa obračunatog primenom stope na devizne izvore preko dve godine, u dinarskoj protivvrednosti.
	U devizama	◆ 62% iznosa obračunatog primenom stope na devizne izvore do dve godine, ◆ 70% iznosa obračunatog primenom stope na devizne izvore preko dve godine.

Tabela 11.3. Izdvajanje obavezne rezerve

Izbor osnovice za obračun obavezne rezerve je vezan za prethodni izbor relevantnog monetarnog agregata čije će kretanje biti predmet kontrole monetarne politike.

Kada govorimo o kriterijumu za određivanje optimalnog nivoa rezervi (po strukturi i volumenu), razlikujemo dva pristupa:

- Optimalna stopa obavezne rezerve trebalo bi da deluje u pravcu postizanja maksimalnih efekata na području monetarnog regulisanja (regulisanja potrebne količine novca u opticaju), što centralna banka predstavlja u obliku željenog ili planiranog nivoa izabranog monetarnog agregata - visoka i jednoobrazna stopa obavezne rezerve na sve oblike pasive bilansa banaka;
- Optimalni nivo obaveznih rezervi polazi od uticaja različitih nivoa obaveznih rezervi na postizanje maksimalne efikasnosti u funkcionisanju ukupnog finansijskog sistema.

Iskustvo je pokazalo da bi primenom koncepta između ova dva ekstrema, potpuno fiksirane stope obavezne rezerve i politike veoma fleksibilnih stopa obavezne rezerve, trebalo da se postignu najbolji rezultati. Takođe, na kratak rok mehanizam obaveznih rezervi je manje pogodan za monetarno regulisanje.

Centralna banka može da plaća, a i ne mora kamatnu stopu na obaveznu rezervu. Različita istraživanja su pokazala da je nulta stopa prinosa na sredstva obavezne rezerve neadekvatno rešenje. Izdvojena novčana sredstva kod centralne banke najčešće ne donose

baznog dela (referentne stope Narodne banke Srbije ili BELIBOR-a) odbijaju visinu obavezne rezerve na depozite (npr.20% ili 40% u zavisnosti od vrste depozita) i profitnu marginu po konkretnom depozitu (Barjaktarović L., 2009).

prinos, ukoliko se kamata ne plaća, ili je ta kamata niska, pa izdvajanje obavezne rezerve predstavlja trošak za poslovne banke. Stoga, banke teret nekamatonosne obavezne rezerve prebacuju na svoje klijente pravna i fizička lica, koja plaćaju višu kamatnu stopu na svoje kredite ili primenjuju nižu kamatnu stopu na depozite. Praksa razvijenih tržišnih ekonomija je funkcionisanje obavezne rezerve, odnosno kamatne stope koja je niža od tržišnih uslova, jer plasman centralnoj banci se može smatrati bez rizika. [179]

KREDITI CENTRALNE BANKE POSLOVNIM BANKAMA

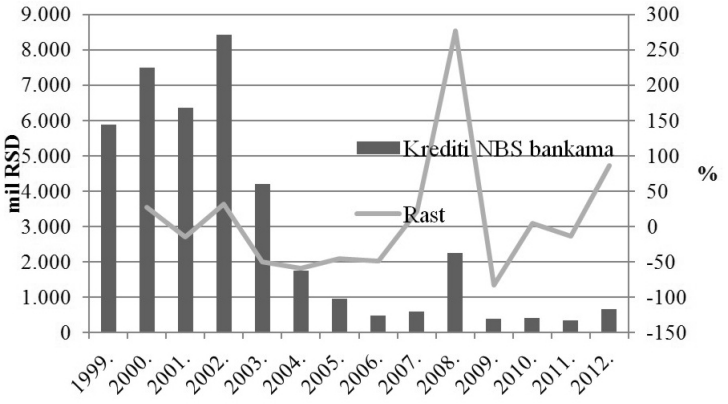
Kreditiranje poslovnih banaka od strane centralne banke vezano je za realizaciju tri različita zadatka:

- **Pružanje pomoći poslovnim bankama koje su došle u poziciju nedovoljne likvidnosti**, a reč je o ulozi CB kao **„krajnjeg kreditora"** i obezbeđivanjem likvidnosti bankama tokom sezonskih oscilacija, kada dolazi do sezonske ekspanzije u tražnji novčanih sredstva ekonomskih subjekata, koja je izazvana sezonskom ekspanzijom u realnim tokovima privredne aktivnosti;
- **Promena postojećih monetarnih kreditnih uslova**, se obično ispunjava kroz promenu kamatne stope centralne banke (njene diskontne stope) da bi se povećala ili umanjila spremnost poslovnih banka da pozajmljuju sredstva od centralne banke;
- **Sprovođenje selektivne kreditne politike**, se sastoji u tome da centralna banka odobrava kratkoročne kredite poslovnim bankama u cilju stimulisanja razvoja pojedinih privrednih grana. Reč je o refinansiranju poslovnih banaka u visini sredstava plasiranih iz njihovih kreditnih potencijala za namene koje odgovaraju selektivnim ciljevima zvanične monetarne politike.

Kreditiranjem poslovnih banaka od strane centralne banke se kreira dodatna količina primarnog novca, kako bi se održala i regulisala likvidnost bankarskog sistema na potrebnom nivou i da bi se kompenzovao odliv novca sa računa poslovnih banaka po tzv. autonomnim tokovima. Na ovaj način, centralna banka istovremeno reguliše i obim slobodnog kreditnog potencijala banaka, sa ciljem da poveća ili smanji bankarski kapacitet kreiranja novca, zavisno od konkretnih potrebnih ciljeva i monetarne politike.

U praksi se često dešava da su pojedinačne banke izložene visokom odlivu likvidnih sredstava koja odlaze prema drugim bankama u okviru bankarskog sistema. Pod uslovom da se ukupna pozicija likvidnosti bankarskog sistema kao celine nije spustila ispod neke tolerantne granice, pojedinačne banke mogu zadovoljiti svoje potrebe u likvidnim sredstvima na kratkoročnom međubankarskom tržištu novca (pozajmljivanjem od drugih banaka u sistemu). Funkcija ovog tržišta jeste da redistribuira likvidna novčana sredstva od suficitarnih prema deficitarnim bankama. U ovakvim slučajevim centralna banka ne bi trebalo da se pojavljuje kao poslednje utočište likvidnosti u odnosu na poslovne banke.

179 Opširnije o studiji o primeni kamatonosne obavezne rezerve u različitim zemljama sveta pogledati u studiji: Bingham, T., *Choice of Policy Investments, in Banking and Monetary Policy*, OECD, Paris, 1985.



Grafikon 11.2. Krediti NBS bankama

Može se desiti da su funkcionalni odnosi u monetarno-kreditnoj sferi pod jakim uticajem autonomnih faktora (npr. smanjenje likvidnosti bankarskog sistema zbog visokog porasta gotovog novca u rukama stanovništva ili pod uticajem visokog deficita platnog bilansa), tada može doći do znatnog odliva novca iz bankarskog sistema. U tim uslovima bankarski sistem je prinuđen da supstituiše tako odlivena sredstva, tj. da pozajmljuje likvidna sredstva od centralne banke (ili da se zadužuje u inostranstvu).

Dva osnovna pitanja koja se postavljaju kod kreditiranja poslovnih banaka od strane centralne banke su:

- Pitanje obima finansijske podrške koju bi centralna banka trebalo da pruži bankama – je određeno razvijenošću alternativnih izvora finansijske pomoći s kojima mogu da računaju poslovne banke i raspoloživošću specifičnih mehanizama koji bi trebalo preventivno da utiču na slabljenje verovatnoće i težine udarca iznenadne navale ulagača u banke, sa zahtevom da im se odmah isplate ulozi;
- Na kom nivou formirati cenu za takvu vrstu podrške poslovnim bankama.

Domaće poslovne banke mogu da koriste kredite za likvidnost od centralne banke, koji se odobravaju na osnovu izvršenih plasmana poslovnih banaka u pojedine oblike likvidnih hartija od vrednosti – blagajničke zapise centralne banke, hartije od vrednosti koje izdaje država (obveznice), kao i određene eskontovane menice kompanija.

REESKONTNI KREDITI BANKAMA

Centralna banka može vršiti kreditiranje banaka i preko **reeskontnih (rediskontnih) operacija**, kada CB kupuje robne menice i druge komercijalne HOV od poslovnih banaka. Kompanije prodajući robu na kredit dolaze do menica koje eskontuju (prodaju, unovčavaju) kod svojih poslovnih banaka. Poslovne banke ove menice reeskontuju (prodaju, unovčavaju) kod CB na taj način refinansirajući svoj kreditni potencijal. CB odobrava ove kredite iz primarne emisije, čime vrši kratkorčno finansiranje robnog prometa u rokovima do 90 dana.

Postoje različite vrste refinansiranja, a u praksi se najčešće koriste:

- **Reeskontni kredit**, gde poslovne banke podnose centralnoj banci menice (svojih klijenata) na eskontovanje. Pri tome se, podrazumeva da menice imaju određene karakteristike: da su izdate od strane kredibilnih kompanija, moraju jemčiti tri platežno sposobna obveznika, rok ne sme biti duži od 90 dana;
- **Lombardni kredit** – predstavlja zajam na osnovu zalaganja hartija od vrednosti (koje je odredila centralna banka). Visina kamatne stope je obično iznad diskontne stope. Fleksibilniji je od reeskontnog kredita, jer može dnevno da se otkazuje.
- **Refinansiranje određenih poslova** na otvorenom tržištu HOV, podrazumeva da poslovna banka u trenutku odobravanja kredita prodaje centralnoj banci određene hartije od vrednosti, i ugovara da sa danom vraćanja kredita otkupljuje prodate HOV.

Najbolje rezultate u praksi daje kombinacija ovih vrsta kredita.

SELEKTIVNA KREDITNA POLITIKA

Selektivnom kreditnom politikom kao instrumentom monetarne politike se deluje na promene novca i kredita samo u određenim, povlašćenim sektorima privrede, namenama i regionima. Ovim instrumentom centralna banka može da kontroliše namensko korišćenje i usmeravanje novokreiranog novca u one pravce i poslove kojima je od strane države (vlade) dat prioritet (uvoz-izvoz, izvoz brodova, poljoprivredna proizvodnja) u ostvarivanju određenih ciljeva razvojne politike. Istovremeno se definišu i uslovi kreditiranja u pogledu namene kredita, rokova, kamata, korisnika, nepostojanje gornje granice (plafona) reeskonta, što znači da je reč o kvalitativnoj kontroli novca i kredita, mada se preko određivanja tih uslova kredita istovremeno određuje i kvantitativno reguliše kreditni potencijal banaka i masa novca i kredita u privredi. Stoga, možemo reći da selektivni krediti zajedno sa oblikom monetizacije poslova, beneficiranjem uslova kredita i stopom reeskonta, predstavljaju značajan element u podržavanju zajedničkih ciljeva i strukture razvoja privrede.

Selektivno kreditiranje znači:

1) participaciju primanog novca u kreditima banaka koji banke daju za utvrđene selektivne namene;
2) stimulativnu kreditnu podršku određenim privrednim aktivnostima, i to po osnovu mogućnosti dobijanja sredstva iz novokreiranog novca centralne banke, kamate, stope reeskonta i rokova vraćanja kredita.

Odobravanje kredita za selektivne namene deo je ekspanzivne monetarne politike, uključujući olakšanje uslova za odobravanje ovih kredita, jer se njima povećava količina primarnog novca i količina novca u opticaju. Obratno, **neodobravanje (uskraćivanje) ovih kredita ili pooštravanje uslova zaduživanja** deo je arsenala restriktivne monetarne politike, jer se ovim smanjuje ili usporava rast primarnog novca i količina novca u opticaju.

Teorijska razmatranja monetarista ukazuju da primena selektivne kreditne politike kao instrumenta monetarne politike daje zadovoljavajuće rezultate u kombinaciji sa drugim

merama kvantitativnog monetarnog regulisanja, a naročito u okviru šireg seta mera, od fiskalne politike do mera usmeravanja proizvodnje i investicija.[180]

Krediti za selektivne namene predstavljaju netržišnu meru, koja je često u neskladu sa principima slobodnog tržišta, jer stavlja u neravnopravan položaj različite ekonomske subjekte. Negativne posledice primene ovog instrumenta mogu biti neefikasna alokacija resursa i angažovanje dodatnih sredstava (vremena i novca), moguće prerastanje ekonomskih u političke konflikte, a mogu kreirati crna i siva tržišta. Stoga je pre korišćenja ovakvih mera, neophodno uraditi *cost-benefit* analizu (uključujući i sekundarne efekte primene) u konkretnu sferu investiranja.

OGRANIČENJE RASTA KREDITIRANJA

Limiti rasta kreditnih plasmana kao instrument monetarne politike se koriste za ograničavanje rasta kredita (svake pojedinačne) banaka i njihovu kontrolu. Ova mera se koristi u slučajevima kada centralna banka oceni:

- Da je masa kredita banaka odobrenih privredi, a naročito stanovništvu, znatno iznad planirane (projektovane za tekuću godinu);
- Da preti ubrzanje inflacije, visoka likvidnost privrede, pritisak na uvoz;
- Da nije moguće drugim merama kvalitativnog ili kvantitativnog monetarnog regulisanja ostvariti brze i željene efekte.

Ukoliko se centralna banka odluči za ograničavanje kredita poslovnim bankama, ona to može da učini na sledeći način:

- Zadržavanjem kredita na dostignutom nivou na određeni, izabrani dan,
- Manjim procentnima povećanjem u toku svakog meseca do kraja tekuće godine.

Limiti rasta kreditnih plasmana predstavljaju direktan pristup monetarne politike regulisanju kreditnog potencijala finansijskih institucija tzv. portfolio regulisanja kreditnog potencijala (upotrebe dela kreditnih plasmana).

Limiti rasta kreditnih plasmana su direktan, netržišni, rigidan instrument monetarne politike, ali vrlo efikasan privremen instrument monetarne politike u kraćem periodu, dok se drugi instrumenti ne aktiviraju u punoj meri i ne zauzmu odgovarajuće mesto u okviru ukupnog instrumentarijuma monetarnog regulisanja.

U domaćoj praksi Narodna banka Srbije je vršila ograničenje rasta plasmana banaka stanovništvu, na taj način što je definisala maksimalni odnos između plasiranih kredita stanovništvu i veličine kapitala banke (200%). U Hrvatskoj je centralna banka u određenom trenutku definisala maksimalni godišnji rast plasmana na nivou banke od 30% u odnosu na prethodnu godinu. Generalno, primena međunarodnog standarda bankarskog poslovanja, Bazel II sporazuma, uključujući Srbiju, obavezuje banke da rast plasmana u svim segmentima poslovanja usklađuju sa visinom kapitala banke.[181]

180 Opširnije: Ćirović, M., *Monetarno-kreditni sistem*, Beograd, Savremena administracija, 1976., str. 353.
181 Opširnije o Bazelu II i primeni istog u Srbiji pogledati sledeće izvore: www.nbs.rs i www.bis.org.

Boks 11.3. Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja jugoistočne Evrope

(Živković B., Kvartalni monitor br. 27, 2011.)

Ubrzani rast kreditne aktivnosti banaka u Srbiji i uporedivim zemljama JIE započinje relativno kasno, tek 2003.godine. Inicijalni nivo kredita bili su u tim zemljama različiti usled različitih efekata bankarskih kriza koje su ove zemlje preživele tokom 90-ih godina, a njihovi bankarski sistemi se mogu jednoznačno kvalifikovati kao nerazvijeni. Najveći deo nasleđenog stoka kredita bio je plasiran sektoru preduzeća. Usled toga je tražnja za kreditima, naročito iz sektora stanovništva – bila vrlo visoka i gotovo neelastična u odnosu na kamatnu stopu. Uslovi za brzu kreditnu ekspanziju bili su stvoreni u svim posmatranim zemljama kada su bili dostupni izvori njegove ponude. Kamatne stope u EU su bile relativno niske, a tražnja za kreditom u jugoistočnoj Evropi vrlo visoka. Potencijal rasta bankarskog sektora je, dakle, bio nedvosmisleno visok. Proces ubrzanog rasta se aktivirao. Neke osobine ovog procesa dopuštaju njegovu kvalifikaciju kao „kreditnog buma" ali je, tipološki on bliži obrascu finansijskog produbljavanja (engl. *financial deepening*).

U inicijalnoj fazi kreditne ekspanzije najveće stope rasta se registruju kod kredita sektoru domaćinstva. Krediti stanovništvu na početku procesa ubrzanja su, i apsolutno i relativno, bili mali. Usled toga je tražnja za kreditima iz ovog sektora bila vrlo visoka. Nivo zaduženosti stanovništva u ovoj fazi evolucije je nizak, a stopa *defaulta* bliska nuli. Dinamika rasta kredita sektoru domaćinstava se registruje u svim zemljama. U slučaju Srbije, u prve tri godine ekspanzije signifikantno je veća nego ukupnih kredita. Nosioci ubrzanog rasta kredita su bile, dominantno, inostrane banke. One su koristile velike razlike u kamatnim stopama na tržištu Srbije i zemalja EU i unosile velike stokove kapitala. Domaća štednja, na koju su bile primarno usmerene tzv. domaće banke, nije bila dovoljna za finasiranje ekspanzije rasta kredita ni po obimu, ni po ročnoj strukturi jer su u njoj dominirali depoziti po viđenju. Uvoz inostrane štednje je bio primarni izvor obnove kreditne aktivnosti u svim posmatranim zemljama. Gotovo tipološko ponašanje svih nacionalnih bankarskih sistema JIE jeste upravo u ovom segmentu: ekspanzija ponude kredita se finansira pretežno iz zaduživanja banaka kod svojih matica u inostranstvu. Tako su, u slučaju Srbije, obaveze poslovnih banaka prema inostranstvu počele ubrzano da rastu u isto vreme kada je počeo i rast ponude kredita. Najveće nominalne stope rasta od 257,50% i 129,65% zabeležene su u 2004. i 2005. godini. Kapital banaka u Srbiji je značajno porastao u 2006. godini (kada je zabeležena njegova najveća stopa rasta od 62,34%, prvenstveno kao posledica donošenja odluke o usklađivanju rasta plasmana sa kapitalom banke).

Centralne banke u regionu su, načelno, registrovale rizike kreditne ekspanzije i preduzimale mere za njeno usporavanje i kontrolu. Izuzetak je centralna banaka Crne Gore, koja nije značajnije obuzdavala rast kredita. Centralna banka Srbije imala je najoštrije mere usmerene na zaustavljanje brzog rasta kredita. Najznačajnije su bile sledeće mere:

- smanjivanje likvidnosti banaka i aktiviranje operacije na otvorenom tržištu (repo) uz povećanje kamatne stope, što je aktiviralo mehanizam kamatno-kursne arbitraže,

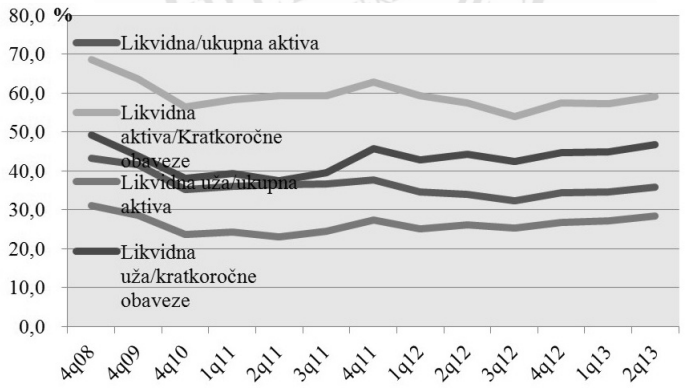
- uvođenje prohibitivnog sistema obaveznih rezervi,
- limitiranje bruto plasmana stanovništvu u visini 200% vrednosti kapitala banke,
- upotreba prudencionih normi za kontrolu kreditne ekspanzije.

Rezultati primene ovog mehanizma jesu značajni, ali su bili nedovoljni za povlačenje rastućeg viška likvidnosti.

MINIMALNA STOPA LIKVIDNOSTI

Likvidnost podrazumeva sposobnost banke da u svakom trenutku može odgovoriti svojim finansijskim obavezama. Primarna likvidnost poslovne banke podrazumeva da poslovna banka mora uvek imati na raspolaganju dovoljno sredstava na žiro-računu i blagajni, kako bi servisirala sve dospele obaveze i nastavila normalno sa poslovanjem**. Stopa primarne likvidnosti (minimalna likvidnost)** je minimalna iznos sredstava koji poslovna banka mora da drži na svom žiro-računu u odnosu prema svojim depozitima po viđenju, odnosno tekućim obavezama. Osnovni oblici delovanja ovog instrumenta su:

- Osigurava dnevnu likvidnost poslovnih banaka, da bi bile u stanju da vrše normalne kreditne funkcije;
- Deluje kao ograničavajući faktor u procesu kreditno-monetarne multiplikacije, identično delovanju obavezne rezerve.



Grafikon 11.3. Srbija. Pokazatelji likvidnosti

Centralna banka može da propiše povećanje visine stope rezerve likvidnosti ukoliko oceni da su plasmani previsoki i da privredi preti inflacija, što znači smanjenje mogućnosti banaka da odobravaju kredite ili, čak, povlačenje kredita iz privrede.

Likvidnost poslovnih banaka centralna banka može da kontroliše na nekoliko načina:

- Propisivanjem oblika minimalne likvidnosti poslovnih banaka i drugih finansijskih institucija;

- Određivanjem ročne strukture kredita banaka;
- Određivanjem načina korišćenja obavezne rezerve za popunu likvidnosti banaka;
- Određivanjem načina korišćenja rezervnog fonda banaka u održavanju potrebne likvidnosti;
- Određivanjem opštih uslova kreditne sposobnosti poslovne banke;
- Odobravanjem ili neodobravanjem kredita za likvidnost poslovnoj banci;
- Preduzimanje zakonom određenih mera prema nelikvidnoj poslovnoj banci i dr.[182]

Pored sredstava primarne likvidnosti, banke imaju **sredstva sekundarne likvidnosti**, koja obuhvataju razne fondove banaka i kratkoročna devizna sredstva, što predstavlja znatno višu stopu od primarne. Inače, stopa likvidnosti je izražena kao odnos sredstava na žiro računima banaka i gotovine prema kratkoročnim izvorima. Sve poslovne banke bi trebalo da se pridržavaju određenih načela likvidnosti na osnovu: sopstvenog iskustva u kreditnoj politici, međubankarskih sporazuma, grupnih iskustava (međunarodno aktivne poslovne banke), ili stava centralne banke.[183]

OBAVEZNI KOEFICIJENT LIKVIDNOSTI BANAKA

Obavezni koeficijent likvidnosti banaka je jedan od instrumenata monetarne politike, koji se široko koristi u praksi centralnih banaka. Osnovna neposredna uloga ovog koeficijenta je da određuje raspored ukupnog kredita bankarskog sistema na državu i ostale institucionalne sektore u privredi (ne savršeno).

Obavezni koeficijent likvidnosti utiče na kreiranje primarnog novca i na promenu količine novca u opticaju. U praksi deluje na dva načina:

- obim pozajmica države od centralne banke,
- slobodu (pravo) banaka da prodaju državne obveznice iz svog portfelja ili da, na osnovu njih, pozajmljuju sredstva od centralne banke.

Obavezni koeficijent likvidnosti se posebnom odlukom centralne banke definiše kao minimalni deo ukupne pasive banke (imenilac koeficijenta) koji bi trebalo da drže u obliku određenih likvidnih aktiva (brojilac koeficijenta). Pomenute likvidne aktive se sastoje od:

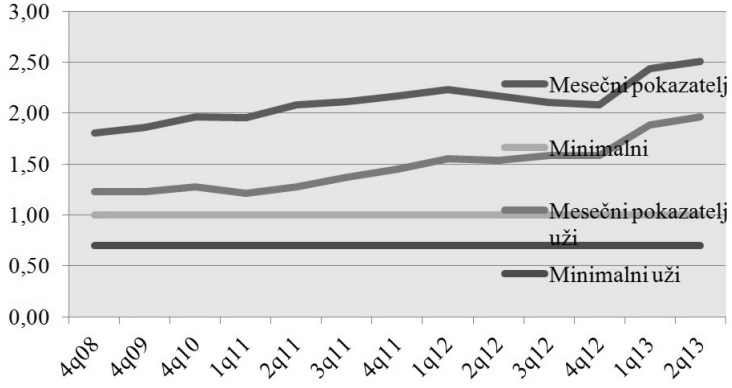
1) slobodnih rezervi likvidnih sredstava (gotovina u blagajni, plus sredstva kod centralne banke minus sredstva obaveznih rezervi kod centralne banke);
2) slobodnih državnih obveznica[184] i drugih hartija od vrednosti (koje su posebno naznačene);
3) kratkoročnih potraživanja prema drugim bankama (likvidna sredstva na računima drugih banaka).

182 U domaćoj poslovnoj praksi najsvežiji primer uspostavljanja prinudne uprave u poslovnoj banci zbog nelikvidnosti bio je tokom 2008. i 2009. godine, kada je postavljan prinudni upravnik (iz redova NBS) u Metals banku a. d. Novi Sad.

183 U našoj zemlji, prema izveštajima o poslovanju banaka pripremljenim od strane Narodne banke Srbije, koeficijent likvidnosti poslovnih banaka se kreće između 1,5 i 2,5 (2010).

184 Obveznice su slobodne ako na osnovu njih nisu uzeti krediti kod centralne banke.

U praksi se pokazalo da ovako definisan obavezan koeficijent likvidnosti za banke ne deluje perfektno u smislu da služi kao osnovni instrument kojim centralna banka može da upravlja rasporedom ukupnih kredita banaka između države i ostatka privrede. Nedostaci nastaju kao posledica komponenata obaveznog koeficijenta likvidnosti koje ne predstavljaju plasmane banaka u slobodne državne obveznice.



Grafikon 11.4. Srbija, Pokazatelji likvidnosti

Ukoliko je cilj obaveznog koeficijenta likvidnosti da obezbedi minimalni obim bankarskog kredita koji će biti usmeren na finansiranje potreba države, onda se to može najefikasnije postići direktnim uslovljavanjem: obavezati banku da propisani deo ukupne pasive (ili depozitnog potencijala) plasira u slobodne državne obveznice. Prema tome, moguće je postaviti sistem obaveznog koeficijenta investicija u slobodne državne obveznice i kvazidržavne obveznice umesto obaveznog koeficijenta likvidnosti. Na taj način bi se: (1) brže delovalo na razvoj tržišta te konkretne obveznice, (2) bolje regulisalo deficitno finansiranje države, što će rezultirati preraspodelom ukupnog bankarskog kredita između države i ostalih institucionalnih sektora, odnosno, izostaće efekat na količinu novca u opticaju, (3) smanjili (povećali) bankarski krediti sektoru privrede, ukoliko dođe do porasta (smanjenja) kredita banaka usmerenih ka državi.

Možemo reći da je jedan od glavnih zadataka politike obaveznog koeficijenta likvidnosti banaka obuzdavanje prekomernog kreiranja kredita banaka u korist sektora privrede posredstvom portfolio zamene (*swap*). Portfolio državnih obveznica služi bankama u poslovanju kao svojevrsni amortizer. Kolebanja tražnje za kreditima apsorbuje se kroz odgovarajuće promene u obimu bančinih plasmana u državne obveznice. Pri tome, banke se rukovode profitnim razlozima, a ne razlozima očuvanja monetarne stabilnosti u zemlji. Može se desiti, da banke u svom portfelju drže višak državnih obveznica iznad obaveznog minimuma, jer su: (1) dobar supstitut slobodnim rezervama likvidnosti, (2) nose određeni prinos, (3) podloga za uzimanje novih kredita (samo obveznice iznad zahtevanog minimuma mogu da budu korišćene kao podloga za uzimanje novih kredita), (4) manevarski prostor za portfolio svičeve (opasnost naročito u situaciji porasta tražnje za kreditima).

Centralna banka da bi očuvala stabilnost i inflatorna kretanja, mora blagovremeno da identifikuje potencijalne negativne efekte portfolio svičeva, kako bi korigovala (izvršila reviziju) na gore ili ograničila ili ukinula obavezni koeficijent likvidnosti.

OBAVEZNI KREDITNI PLASMANI

Osnovna svrha regulisanja plasmana kreditnih institucija je u uspostavljanju određenih proporcija (oblikovanje strukture) u njihovim plasmanima. Na taj način se nastoji obezbediti viša stopa ekonomskog rasta i zaposlenosti. Mere za ostvarenje ovog cilja su:

- Minimalno obavezno plasiranje dela kreditnog potencijala kreditnih institucija u prioritetne sektore;
- Limitiranje (plafoniranje) ukupnog obima kreditnih plasmana banaka;
- Fiksiranje nekih kamatnih stopa u okviru selektivne kamatne politike.

Možemo reći, da pomenute mere predstavljaju u integralnom kontekstu selektivnu kreditnu politiku koju neposredno vodi centralna banka. Pri tome, centralna banka vrši portfolio regulisanje, tj. regulisanje upotrebe dela kreditnih plasmana bez neposrednog ubacivanja dodatnih kredita u kreditne potencijale finansijskih institucija.

Boks 11.4. FED, rezerve banaka i strah od Y2K

(Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 425)

Krajem 1999. godine, mediji su bili punu spekulacija o tome kako će kompjuteri podneti prelazak u novi milenijum. Ovo pitanje je mnoge zabrinulo zato što je jedan broj takozvanih stručnjaka predviđao da će doći do sloma kompjuterskih sistema sa posledicama koje će dovesti do nestanka električne energije ili čak potpunog kolapsa civilizacije. Srećom, poslovne i državne agencije su sprovele odgovarajuće pripreme tako da je novi milenijum započeo skoro bez ikakvih problema vezanih za kompjuterske sisteme.

Federalne rezerve su bile jedna od institucija koje su radile na sprečavanju ekonomskog zastoja u slučaju pojave problema vezanih za kompjuterske sisteme. Tokom 1999. godine, FED je primetio veliko povećanje salda u bankama i gotovine kod građana. Ovaj porast držanja gotovine pripisivao se strahu da će debitne kartice, ATM aparati, pa čak i procedure za obračun čekova prestati da funkcionišu 1. januara 2000. godine. Što se tiče jednačine rezervi banaka, pitanja koje smo razmatrali u ovom poglavlju, pokazalo se da povećanje gotovine u rukama građana dovodi do smanjenja rezervi banke u odnosu jedan za jedan. Ova vrsta odliva gotovine uzrokuje kontrakciju novčane mase, sa eventualnom pojavom recesije kao posledicom.

Da bi se pripremile za kraj godine, Federalne rezerve su obezbedile da banke imaju dovoljnu količinu gotovine u trezorima. Pošto se gotovina u trezoru smatra rezervama, rezerve banaka bi opale samo ako bi građani počeli sa povlačenjem gotovine, što je i počelo da se događa krajem 1999. godine. Da bi se suočio sa očekivanim odlivom gotovine, FED je liberalizovao propise u

vezi sa ugovorima o reotkupu (najomiljeniji način za operacije na defanzivnom otvorenom tržištu) i realizovalo veliki broj ugovora o reotkupu da bi se dopunile rezerve.

Infuzija rezervi bila je dovoljno veliki da da odgovori potrebama, što se i dokazalo padom kamatnih stopa i na tržištu federalnih sredstava i na repo tržištu u periodu oko 30. decembra 1999. godine. Kada je stigao januar 2000. godine i kada su kompjuteri nastavili da funkcionišu, tražnja za gotovinom je pala na uobičajene nivoe i FED je povratio rezerve koje je uneo u ekonomiju. FED je, na mnogo načina, bio dobro pripremljen za promenu datuma, zato što, čak i tokom uobičajenih promena godina, tražnja za gotovinom ima tendenciju rasta u novembru i decembru usled praznične sezone šopinga.

REZIME POGLAVLJA:

Centralnim bankama je na raspolaganju veći broj instrumenata monetarne politike, koji su u različitoj meri korišćeni, zavisno od preovlađujućeg odnosa ekonomske teorije prema njima i zavisno od stepena razvijenosti finansijskog sistema i specifičnosti nacionalne ekonomije. Operacije na otvorenom tržištu su kupovine/prodaje državnih HOV u posedu CB, koje se povezane sa politikom kamatnih stopa kao instrumentom. Zemljama sa nerazvijenim, odnosno nedovoljno razvijenim finansijskim tržištem ostaje na raspolaganju politika obavezne rezerve, kojima CB imobiliše, odnosno oslobađa deo kredinog potencijala banaka. CB takođe koristi kreditiranje banaka kao značajan instrument, za regulisanje likvidnosti ili kroz kredite za selektivne namene. CB je na raspolaganju takođe minimalna stopa likvidnosti banaka, odnosno uslovi korišćenja kredita CB, za uticaj na primarni novac i količinu novca u opticaju.

KLJUČNE REČI:

instrumenti, kupoprodaja HOV, obavezna rezerva, minimalna likvidnost, selektivni krediti.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

11.1. Šta su instrumenti monetarne politike?

11.2. Koji su instrumenti monetarnog regulisanja?

11.3. Koji su instrumenti monetarne politike u Srbiji?

11.4. Kako funkcioniše obavezna rezerva?

11.5. Šta može biti osnovica za obračun obavezne rezerve?

11.6. Da li se formira kamatna stopa na obavezne rezerve?

11.7. Šta je eskontna (diskontna) stopa i koji su efekti njene primene?

11.8. Šta se postiže porastom/sniženjem stope obavezne rezerve?

11.9. Šta su operacije centralne banke na otvorenom tržištu?

11.10. Kako deluje kupovina/prodaja HOV od strane CB?

11.11. Šta su krediti centralne banke poslovnim bankama i kada se koriste?

11.12. Šta se postiže povećanjem / sniženjem kredita CB poslovnim bankama?

11.13. Šta je selektivna kreditna politika?

11.14. Šta je limitiranje kreditnih plasmana banaka?

11.15. Kada se koristi limitiranje kredita poslovnih banaka?

11.16. Šta je koeficijent likvidnosti banaka?

11.17. Koji su efekti primene koeficijenta likvidnosti banaka?

11.18. Šta su obavezni krediti banaka?

11.19. Kakve su razlike OOT i obavezne rezerve?

11.20. Zašto se banke protive obaveznoj rezervi?

ZADACI ZA VEŽBU:

Zadatak 11.1. Petar Petrović je uložio na svoj devizni tekući račun kod Orange banke 100.000 evra. Obavezna rezerva je prema važećoj odluci banke na depozite građana 20%. Izračunajte koliko Orange banka novčanih sredstava drži kod Narodne banke Srbije po osnovu obavezne rezerve po Petrovom depozitu.

Zadatak 11.2. Orange banka je završila prethodnu kalendarsku godinu sa visinom plasiranih kredita u korišćenju u iznosu od 1 milijarde evra. Prema važećoj odluci Narodne banke Srbije u ovoj godini limit rasta kreditnih plasmana je 10% u odnosu na prethodnu kalendarsku godinu. Izračunajte na kraju ove kalendarske godine koliko Orange banka može maksimalno da ima plasiranih kredita u korišćenju.

Zadatak.11.3. Orange banka na današnji dan ima sredstva na žiro-računima i gotovine u vrednosti 1 milijardu dinara, dok su joj obaveze po kratkoročnim izvorima 800 miliona dinara. Izračunajte stopu likvidnosti Orange banke na današnji dan.

Zadatak 11.5. Eskontna stopa Narodne banke Srbije je 8%p.a. Izračunajte po kojoj ceni će Orange banka plasirati sredstva XYZ firmi, ako je obavezna rezerva 20%, standardni troškovi rizika 2% i profitna margina po konkretnom plasmanu 2%.

CENTRALNA BANKA | III




A. 85
НАРОДНА БАНКА
ИНЕ СРБА, ХРВАТА И СЛОВЕНАЦА
плаћа доносиоцу
00175753
ИЉАДУ ДИНАРА
у металној законској монети
Београд, 30 новембра 1920.
Члан Управе.
Гувернер.
1000
Фалсификовање новчаница казни се по прописима Кривичног Законика, који вреде за кривице због прављења лажног новца
753
DELOCHE. SC.

CENTRALNA BANKA I MONETARNO REGULISANJE

12

Centralna banka je banka koja zauzima centralni položaj u bankarskom sistemu određene zemlje, u smislu da ova deluje kao banka drugih banaka i kao bankar države, čija je osnovna uloga da emituje novac i da se brine o njegovoj optimalnoj količini.

CILJEVI UČENJA:

- Da znate da odgovorite kakvo je mesto i uloga centralne banke u finansijskom sistemu;
- Odgovorite na pitanje kakve vlasničke strukture i organizacije može biti centralna banka;
- Odgovorite na pitanje koje su osnovne funkcije centralne banke;
- Objasnite zašto je važna nezavisnost centralne banke;
- Objasnite na šta se odnosi monetarni suverenitet centralne banke;.
- Znate osnovne karakteristike Narodne banke Srbije;
- Objasnite kako funkcioniše Narodna banka Srbije.

UVOD

Centralna banka je najvažnija institucija bankarskog sistema gotovo svake zemlje bez izuzetka, a njena najvažnija uloga je da emituje novac i da usklađuje njegovu količinu sa potrebama privrede.

Pored velike sličnosti među centralnim bankama one se razlikuju u pogledu vlasništva, načina organizacije i funkcionisanja. Za vođenje monetarne politike, kojom reguliše količinu novca u opticaju, na raspolaganju joj stoje brojni instrumenti. Krajni cilj centralne banke je prevashodno stabilnost, a zavisno od stepena razvijenosti i faze privrednog ciklusa pridružuju mu se i puna zaposlenost i privredni rast.

MESTO I ULOGA CENTRALNE BANKE

Istorijski razvoj centralnih banaka vezan je za sada razvijene evropske privrede, pa je prva osnovana Centralna banka Švedske - *Sverigen Riksbank* - emisiona banka Švedske - osnovana 1668. godine, a Engleska centralna banka, *Bank of England,* takođe emisiona banka, osnovana je 1694. godine. Sem nekih izuzetaka (Luksemburg i Hong Kong) i specifičnih prelaznih oblika u nekoliko drugih zemalja, gotovo sve zemlje u svetu imaju jasno konstituisanu «banku banaka».

Centralna banka je banka koja zauzima centralni položaj u bankarskom sistemu određene zemlje, jer deluje kao banka drugih banaka i kao bankar države. **Osnovne funkcije centralne banke** su:

- **Emisija** (papirnog i kovanog) **novca**;
- **Uloga bankara države** – obuhvata:
  1) deponovanje novčanih sredstava koja pripadaju državi (trezor);
  2) pozajmljivanje novčanih sredstava državi;
  3) fiskalni posrednik (agent) i jemac države;
  4) pružanje stručnog mišljenja o monetarnim i finansijskim poslovima države;
- **Delovanje u ulozi „banke banaka"** obuhvata:
  1) prihvatanje depozita koji služe kao rezervne likvidnosti poslovnih banaka;
  2) spremnost da se eskontuju (unovče) komercijalni i državni vrednosni papiri koji se nalaze u portfelju poslovnih banaka;
  3) obaveze centralne banke da služi kao „poslednje utočište likvidnosti" u odnosu na poslovne banke;
- **Regulisanje i nadgledanje aktivnosti banaka** (i finansijskih institucija) obuhvata:
  1) obezbeđivanje uslova da poslovne banke i druge finansijske institucije vode svoje poslove na zdravoj i razumnoj osnovi u skladu sa važećim zakonima i pravilima;
  2) regulisanje stope obavezne rezerve i nadgledanje sprovođenja bankarskih poslova;
- **Kreiranje i sprovođenje monetarne politike** – centralna banka preduzima mere kojima utiče na monetarne i druge finansijske uslove (uticaj na monetarne i kreditne agregate, kamatne stope i devizni kurs), u cilju ostvarenja krajnjih ciljeva makroekonomske politike (privredni rast, puna zaposlenost i stabilnost cena)[185];
- **Regulisanje likvidnosti bankarskog i privrednog sistema**;
- **Spoljno-ekonomska funkcija i upravljanje deviznim rezervama zemlje** radi održavanja spoljne vrednosti nacionalne valute;
- **Organizovanje i kontrola platnog prometa u zemlji;**
- Razvojna funkcija centralne banke.

185 U savremenim tržišnim ekonomijama, količina novca u opticaju sastoji se pretežno od tzv. depozitnog novca (novčanih sredstava položenih na račune ili u depozit kod banaka), a samo manjim delom od emitovanog papirnog i sitnog kovanog novca.

Svrha navedenih funkcija CB jeste da doprinese efikasnosti i stabilnosti finansijskog sistema, a preko toga i sveukupnom ekonomskom prosperitetu konkretne zemlje. Znači, osnovi razlozi za postojanje centralne banke su:

- Pozitivni efekti tzv. „ekonomije obima", koji se mogu postići ukoliko se ove funkcije povere jednoj instituciji sa odgovarajućim finansijskim znanjima i sposobnostima;
- Čvrste veze između navedenih funkcija opravdava njihovo institucionalizovanje u jednom telu, sa dovoljno širokim ovlašćenjima, koje preuzima javnu odgovornost za stabilno funkcionisanje ukupnog finansijskog sistema zemlje.

Boks 12.1. Rat kurseva i kredibilitet centralnih banaka

(Keohane D., *Financial Times*, februar 2015.)

Što god centralne banke sada radile sa iznenađujućom monetarnom politikom odraziće se nepovoljno na njihov kredibilitet u budućnosti.

Nalazimo se u situaciji rasta deviznih kurseva, pošto su se kamatne stope približile nuli, a taj rast ne može da ima pozitivnu sumu, da svima donese korist. Tome upravo vodi politika monetarnog popuštanja. Kako je to dobro prošle nedelje rekao Dejvid Vu: Ako svi igraju istu igru svi ćemo završiti samo sa višim kursevima koji su, što je najgore, mnogo nestabilniji nego ranije.

Ako je domaća tražnja suviše slaba, struktura igre sa nultim rezultatom je veoma jak argument protiv monetarnog popuštanja u ovoj fazi. Mnogo je, uz to, važniji način na koji se to dešava. Mnoge od ovih mera su iznenađujuće, što dovodi do još većih oscilacija kurseva. Sve zajedno to negativno utiče na poverenje u centralne banke, što će negativno uticati na efikasnost monetarne politike u dugom roku. Poverenje u centralne banke je veoma osetljivo, jer se gradi godinama, a gubi preko noći.

Ekonomska suverenost zemlje određena je, između ostalog, i monetarnom suverenošću, koja obuvhata monetarno-kreditni, valutni i devizni sistem.

Koncept centralne banke, njene funkcije, monetarna politika i mere monetarnog regulisanja podređeni su:

- Prema užoj definiciji centralne banke, osnovnoj ciljnoj funkciji centralne banke - stabilnosti valute;
- Prema široj definiciji centralne banke, stabilnosti valute, likvidnosti privrednih subjekata u unutrašnjem platnom prometu i plaćanjima prema inostranstvu, monetarnoj i deviznoj kontroli banaka.

Razvoj institucije centralne banke je povezan sa davanjem monopola od strane države na emisiju novca i centralizacijom emisije novca u jednoj (ili manjem broju najstabilnijih) poslovnih banaka sa najviše poverenja. Jedinstvenog koncepta centralne banke nema, imajući u vidu političke, ekonomske i istorijske razloge. Međutim, ono što je karakteristično za sve centralne banke jeste da je reč o instituciji koja je na vrhu piramide bankarskog sistema

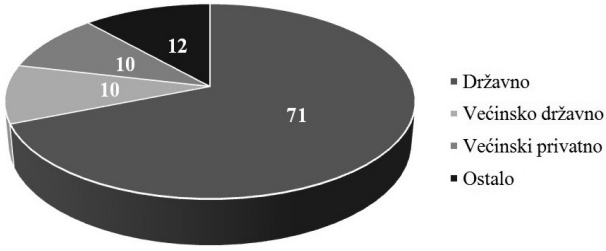
zemlje i ima glavnu ulogu u organizovanju, usmeravanju i regulisanju monetarnih kretanja. Centralna banka je banka koja zauzima centralni položaj u bankarskom sistemu određene zemlje, u smislu da ova banka deluje kao banka drugih banaka i kao bankar države.

Centralna banka nije profitabilna institucija, iako raspolaže sopstvenim izvorima prihoda. Njena osnovna ciljna funkcija nije maksimizacija profita kao kod poslovnih banaka, već uspostavljanje i održavanje monetarne i privredne stabilnosti nacionalne privrede.

VLASNIČKA STRUKTURA CENTRALNE BANKE

Oblici svojine kod centralnih banaka su:

- **Državna**, - preovlađujući oblik svojine CB - koja se javlja u dva oblika:
  1) CB kao javna ustanova, formirana zakonom (u osnovi pravilo),
  2) CB kao akcionarsko društvo, u kome su sve akcije u posedu države (izuzetak);
- **Privatna**, odnosno akcionarsko društvo, gde država zbog javnog interesa obezbeđuje uticaj kroz imenovanje ili davanje saglasnosti na izbor guvernera i imenovanje upravljačkih tela CB;
- **Mešovita –** spoj državnog i privatnog vlasništva u akcionarskom društvu.



Grafikon 12.1. Vlasništvo centralnih banaka (%)

Treba imati u vidu da je sadašnja struktura vlasništva centralnih banaka u svetu nastala pretežno nakon Drugog svetskog rata, u vreme snažne dominacije kejnzijanske škole ekonomista, koji su zagovarali snažnu ulogu države u ekonomiji generalno. U periodu nakon krize 1930-tih godina upravo je izlaz iz višegodišnje recesije nađen u snažnoj državnoj intervenciji i većoj ulozi države u privredi. To je još više bilo izraženo u periodu rata kada je bilo neophodno podići stepen koordinacije privrednih aktivnosti. Nakon ratnog perioda kreirana je tzv. država blagostanja (*velfare state*), u kojoj je više pažnje posvećivano društvenoj preraspodeli, gde je uloga države bila ključna. U takvim uslovima nije iznenađujuće da se u razvijenim tržišnim ekonomijama prišlo talasu nacionalizacije centralnih banaka. Dodatno, u zemljama centralne i istočne Evrope to je učinjeno takođe, ali prvenstveno iz ideoloških razloga, u procesu izgradnje centralno - planskih (državno – planskih) privreda.

ORGANIZACIJA CENTRALNIH BANAKA

Modeli organizacije centralne banke su određeni (determinisani) razvijenošću i strukturom privrednog sistema zemlje, i mogu biti:

- **Jedinstvena centralna banka** - najzastupljeniji u savremenim uslovima, gde su funkcije vrhovne monetarne vlasti koncentrisane u jednom pravnom licu;
- **Složeni sistem centralne banke** - podrazumeva organizaciju sistema centralnih banaka, što znači da u jednoj zemlji postoji više banaka koje zajedno obavljaju funkcije centralne banke. U takvom modelu obično jedna od banaka ima ulogu glavnog koordinatora i njen zadatak je da upravlja delovima složene institucije (primer je sistem Federalnih rezervi SAD-a);
- **Nadnacionalna centralna banka** – model karakterističan za monetarnu uniju grupe zemalja. Monetarna unija predstavlja najviši stepen ekonomske integracije, kakav je slučaj sa Evropskom monetarnom unijom (EMU, Evro zona). Države članice se odriču svog monetarnog suvereniteta, imaju jedinstvenu valutu, vode zajedničku monetarnu politiku, formiraju zajedničke devizne rezerve. Nadnacionalna centralna banka se, po pravilu, sastoji od ogranaka koji se nalaze u svakoj zemlji članici monetarne unije (ECB).

U istoriji centralnih banaka postoje primeri transformacije od jednog do drugog načina organizovanja. Nemačka je tako do 1948. godine imala jedinstvenu centralnu banku, da bi u periodu do 1957. imala sistem centralne banke, koji je ponovo objedinjen u jedinstvenu ustanovu Bundesbanke. Narodna banka Jugoslavije (NBJ) je od formiranja 1929. godine kao naslednik Narodne banke Srbije bila jedinstvena ustanova. Nakon ustavnih amandmana 1971. godine i federalizacije SFRJ Ustavom iz 1974. godine zapravo je bila transformisana u sistem centralne banke. Domaće iskustvo govori o neefikasnosti funkcionisanja sistema centralne banke. NBJ je nakon formiranja SRJ ponovo konstituisan kao jedinstvena banka.

Centralne banke imaju troslojnu upravljačku strukturu:

- **Izvršni nivo** (*executive/ managing board /comitee* – izvršni odbor, komitet) odlučuje u ime banke kao kolektivni organ, koga sačinjavaju najmanje tri člana. Izvršni nivo je organizovan u većini centralnih banaka, a kod nekih sličan autoritet je dat guverneru, kome pomažu zamenici, odnosno pomoćnici (viceguverneri). Guverner centralne banke je u svim zemljama predsedavajući Izvršnog komiteta, koji formalno donosi većinu odluka. U praksi izvršni komitet predstavlja savetodavno telo guvernera
- **Nivo saveta** (*Board of directors* – bord direktora) označava telo koje se redovno sastaje radi konsultacije sa rukovodstvom banke u cilju donošenja odluka koje nisu vezane za dnevno poslovanje banke. Telo takve vrste, obično ima članove izvan centralne banke (nezavisne članove). Vlada može imati predstavnike u savetu direktora ili pak učestvovati u njegovom radu. Njime uobičajeno rukovodi guverner.
- **Nivo kontrole** je uslovljen ulogom odbora direktora u pogledu kontrole rada centralne banke. Stoga i nije nužno da se obrazuje posebno kontrolno telo. Ukoliko je formirano odgovorno je za kontrolu bilansa banke, kao i za kontrolu poštovanja zakona i regulative.

STEPEN NEZAVISNOSTI CENTRALNE BANKE

Monetarna politika je najvažnija ekonomska politika, koji podrazumeva logičku povezanost elemenata u složenom sistemu i uključuje sledeće aspekte:

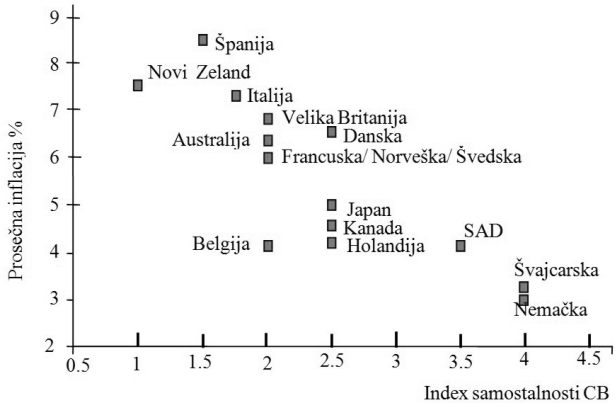
- **Stepen samostalnosti centralne banke u odnosu na vladu**,
- **Koordinaciju između monetarne i fiskalne politike**,
- **Odnosi između monetarne politike i ostalih ekonomskih politika**.

Stepen samostalnosti centralne banke u odnosu na vladu, odnosno izvršnu vlast veoma je bitan, jer je od velikog značaja za efikasno funkcionisanje monetarne politike. Aspekti nezavisnosti centralne banke su:

- **Personalna nezavisnost** – odnosi se na uticaj države kod imenovanja i smenjivanja funkcionera, guvernera i viceguvernera;
- **Finansijska nezavisnost** - određena je (ograničenjima) pristupa države kreditima centralne banke;
- **Nezavisnost u vođenju monetarne** politike - sadrži elemente:
  1) nezavisnost u pogledu određivanja cilja i
  2) nezavisnost u pogledu korišćenja instrumenata.

Argument u prilog nezavisnosti centralne banke je u uverenju javnosti u sposobnost centralne banke da vodi stabilizacionu (neinflatornu) monetarnu politiku, odnosno, da ostvari i održi dugoročnu stabilnost cena, uz minimalno smanjivanje obima proizvodnje, tj. zaposlenosti u odnosu na ciljne vrednosti.

Stepen samostalnosti CB doprinosi većem kredibilitetu (poverenju) monetarne politike koju realizuje CB. Polazi se od toga da će nezavisne monetarne vlasti uspeti da odole svim spoljnim pritiscima za kratkoročno povećanje proizvodnje kroz ekspanzivnu monetarnu politiku, a postojanje dva cilja nije moguće ostvariti i implicira izbor između njih.



Grafikon 12.2. Stepen samostalnosti centralne banke

Izvor: www.ekonomija.cg.yu

Ako je formulisanje monetarne politike u rukama nezavisnih profesionalaca, onda će takvo vođstvo (bord) centralne banke imati dovoljno dug, vremenski horizont posmatranja. Centralna banka čiji je pogled u budućnost dovoljno dug neće se upuštati u vođenje kratkoročne inflatorne politike, jer time reskira da izazove trajnije povećanje stope inflacije i pogoršavanje kratkoročnog *trade-off*-a (raskoraka) između proizvodnje i inflacije. Takvo ponašanje dovelo bi do gubitka njene reputacije, odnosno do gubitka poverenja ekonomskih subjekata u njenu monetarnu politiku. Dakle, nezavisna centralna banka povećava poverenje javnosti u proklamovanu neinflatornu monetarnu politiku, dovodeći do snižavanja inflatornih očekivanja ekonomskih subjekata i, u krajnjoj liniji, do niže stope inflacije. [186]

Boks 12.2. Plan Evropske banke: Milijarde evra za spas Evro zone

(N1 Biznis, rs.n1info.com, februar 2015.)

Evropska centralna banka ECB će od marta 2015. do septembra naredne godine, a po potrebi i duže svakog meseca kupovati obveznice u vrednosti od 60 milijardi evra.

Program težak 1.140 milijardi evra najveća je dosadašnja inicijativa te banke u odbrani Evro zone od deflacije. Cilj tog poteza jeste da se omogući veća likvidnost privrede, oporavak, izvoz i oživljavanje investicija. Kvantitativno labavljenje, kako se naziva potez ECB, predstavlja pokušaj da se masivnim štampanjem novca za kupovinu obveznica poveća inflacija koja je na nuli, dok će kamatne stope ostati na 0,5%.

ECB je na udaru kritika iz Nemačke, koje tvrde da je to podsticaj vladama da rade manje, a da je Evropa propustila priliku da sprovede reforme koje bi rešile ekonomske probleme.

Dva su ekstremna odnosa između CB i vlade u pogledu samostalnosti:

1) da je centralna banka potpuno potčinjena izvršnoj državnoj vlasti ili
2) da centralna banka uživa apsolutnu nezavisnost (najbliže se približila ovom modelu nemačka Bundesbanka). U praksi u najvećem broju razvijenih zemalja tržišne privrede, centralne banke zauzimaju središnju poziciju između dva navedena ekstrema.

Suština je da li u praksi zaista postoji stvarna autonomija centralne banke u pogledu regulisanja monetarnih (odnosno, finansijskih) veličina (varijabli), a ne u zakonskom statusu centralne banke. Takođe, dve osnovne obaveze centralne banke, koje se ogledaju u zaštiti vrednosti nacionalne valute i brige za ostvarenje krajnjih ciljeva ekonomske politike, mogu se naći u međusobnom sukobu. Da bi se pronašao najbolji put za pomirenje monetarne autonomije centralne banke i opšte odgovornosti vlade za tokove privredne aktivnosti u zemlji, moraju se stvoriti određeni uslovi koji podrazumevaju:

- Nastojanje da centralna banka i ministar finansija postignu identične poglede na krajnje ciljeve ukupne ekonomske politike;

186 Opširnije: William, N., *The Political Business Cycle*, Review of Economic Studies, April 1975, pg. 169-190. i Backus, D., Driffill, J., *Inflation and Reputation*, American Economic Review, June 1985, pg. 530-538.

- Usaglašavanje obe strane oko sredstava koja će biti upotrebljena da bi se zajednički ciljevi postigli;
- Ostavljanje dovoljnog manevarskog prostora centralnoj banci, kako bi mogla elastično da sprovodi svoje dnevne operacije na novčanom i deviznom tržištu.

Problem direktnog finansiranja budžetskog deficita države od strane centralne banke jeste jedan od najznačajnijih aspekta nezavisnosti centralne banke. U savremenoj ekonomskoj teoriji je rasprostranjeno gledište da bez pune i aktivne saradnje nosioca fiskalne vlasti (vlade) ni jedan plan monetarne kontrole usmeren na postizanje stabilnih novčanih tokova ne može nikada biti uspešan.

Rezultat složenih transakcija koje centralna banka obavlja sa ostalim sektorima ukupne privrede i sa inostranstvom utiču na iznos primarnog novca. Pri tome, tri empirijski značajna sektora, koja imaju odnose sa centralnom bankom su: banke, država i sektor inostranstvo. U skladu sa tim, tri osnovna toka kreiranja primarnog novca su: 1) krediti centralne banke odobreni bankama, 2) krediti centralne banke odobreni državi, i 3) devizne transakcije sa inostranstvom. Znači, država bi, s jedne strane, trebalo da odluči kako će iznos deficitnog finansiranja podeliti među korisnicima, a s druge strane, centralna banka treba da proceni koliki iznos primarnog novca je potreban bankama, uvažavajući potrebe za deficitnim finansiranjem.

Boks 12.3. Nezavisnost centralne banke i inflacija: Pouke iz istorije

(A. Allesina and L. Summers, Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: One Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 1993.[187])

Mnogi primeri iz istorije pokazuju da su stope inflacije niže kada su centralne banke zaštićene od političkog uticaja. Veza između inflacije i nezavisnosti centralne banke je urađena u studiji Alberta *Allesin*-a i *Lawrence Summers*-a, za period od 1955. do 1988. godine za grupu zemalja - Španija, Novi Zeland, Italija, Velika Britanija, Australija, Francuska, Belgija, Japan, Kanada, Holandija, Sjedinjene Države, Švajcarska i Nemačka.

Najniža stopa inflacije je bila u zemljama gde su centralne banke u navedenom periodu imale najveću nezavisnost (kao što su Nemačka i Švedska), dok su zemlje u kojima su centralne banke imale najmanju nezavisnost imale najveću stopu inflacije (Novi Zeland, Španija i Italija). Neke od ovih zemalja (npr. Novi Zeland) su, kasnije, dale veću nezavisnost svojim centralnim bankama, odluka koja je možda doneta na osnovu pouke iz prošlosti.

U većini demokratskih zemalja, biračko telo je mnogo više zabrinuto zbog nezaposlenosti nego zbog inflacije. Zato bi bilo mudro da se centralnoj banci obezbedi pravi stepen nezavisnosti, kako kratkovidi političari ne bi sprečavali borbu protiv inflacije da bi bili izabrani.

187 U sledećem izvoru: Ritter, L., Silber, W., Udell, G., *Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta*, Udruženje banaka Srbije, Beograd, 2009., str. 365.

MONETARNI SUVERENITET I CENTRALNA BANKA

Uloga centralne banke je prilagođena uslovima poslovanja i karakteristikama ekonomskih subjekata. Drugim rečima, kakva će biti uloga CB, njena organizacija i stepen nezavisnosti u vođenju monetarne politike zavisi od stepena razvijenosti finansijskog i privrednog sistema. Osnovna uloga centralne banke je briga za dobar novac, što podrazumeva da banka ima monetarnu suverenost kako bi mogla efikasno da određuje količinu novca u opticaju. Znači, ona globalno brine o likvidnosti privrede, a preko toga i o spoljnoj likvidnosti.

Kreditna politika poslovnih banaka je isključivo u njihovoj nadležnosti i u neposrednoj vezi sa njihovim raspoloživim sredstvima. Centralna banka mora biti odvojena od konkretnih problema banaka i privrednih subjekata da bi mogla uspešno da se posveti obezbeđivanju likvidnosti sistema kao celine (centralna banka ima monetarnu suverenost prema bankama i privrednim subjektima).

Centralna banka ostvaruje svoju funkciju staranja o likvidnosti ukupne privrede, preko operacija na otvorenom tržištu i transakcijama na deviznom tržištu (uslovljenim kursnom i platno-bilansnom politikom), koje su osnovi kanal emisije primarnog novca. Na taj način, centralna banka utiče na promenu opštih uslova kreditiranja u privredi, ali da te promene na jednak način koriste svima ili na jednak način ograničavaju sve (ne pravi diskriminaciju, niti demorališe bilo koju grupu transaktora na tržištu).

CENTRALNE BANKE RAZVIJENIH ZEMALJA

FED – Sistem centralne banke SAD – Osnovana 1913. godine kao Federalni sistem rezervi SAD, sa karakteristikama složene centralne banke, što respektuje federalno državno uređenje, u čijem sastavu je 12 banaka rezervi i monopol emisije novca. FED koncipira i sprovodi monetarnu politiku, obavlja operacije i usluge za banke članice, obavlja poslove za vladu i vrši superviziju i kontrolu poslovanja banaka članica. FED ima ulogu fiskalnog agenta SAD. FED emituje novčanice preko državne blagajne. Kapital FED je formiran od kapitala banaka članica. Uloga banke federalnih rezervi u Njujorku je koordinirajuća u vođenju operacija na otvorenom tržištu (OOT), kao osnovnog instrumenta monetarne politike. Guverner predsedava odborom od 7 guvernera. Mandat guvernera i zamenika, koje postavlja predsednik traje 4 godine, a članova 14 godina. Najvažnije odluke donosi Komitet za OOT.

Bank of England - Centralna banka Velike Britanije, *Bank of England (BoE),* osnovana je 1694. godine sa monopolom izdavanja novca i to kao jedinstvena institucija. Organizaciono se sastoji od emisionog sektora i bankarskog sektora. Do 1966. godine bila je u privatnom vlasništvu, kada je nacionalizovana. Guvernera i zamenika bira Kraljica, na predlog premijera, sa mandatom od 5 godina. Odbor direktora ima 16 članova, sa četvoricom izvršnih direktora.

Bundesbank – Nemačka centralna banka je osnovana 1875. godine, a monopol na izdavanje novca stekla 1924. godine. Organizacija se menjala nekoliko puta od jedinstvene sa

pauzom 1948 –57. godine, kada je ponovo postala jedinstvena. Do 1945. godine bila je privatna, kada je nacionalnizovana. Guverner i zamenik se biraju na 8 godina, bez mogućnosti opoziva. Veće centralne banke broji 21 člana. Zbog dužine mandata guvernera i njegovog zamenika, tradicije i adekvatnog definisanja, decenijama je bila primer nezavisne CB. Nakon ulaska u EMU i formiranja ECB, svoje ingerencije prenela je na ovo nadnacionalno telo.

Centralna banka Japana - Formirana je 1882. godine, a monopol na izdavanje novca dobila je 2 godine kasnije. Organizovana je kao jedinstvena institucija. U mešovitom je vlasništvu, a privatni kapital je vlasnik 45% akcija Banke. Ministarstvo finansija postavlja guvernera i njegovog zamenika. Odbor direktora broji 7 članova.

Centralna banka Francuske - Centralna banka osnovana je 1800. godine spajanjem nekoliko privatnih banaka, a monopol na izradu novčanica je dobila 1848. godine. Organizovana je kao jedinstvena institucija. Vlasništvo je bilo mešovito sve do 1945. godine, kada je nacionalizovana. Guvernera i zamenika guvernera imenuje Vlada na period 5-7 godina. Svoje ingerencije je prenela na ECB, kao članica EMU.

Centralna banka Italije – formirana je 1893. godine spajanjem 6 privatnih banaka, a monopol na novčanu emisiju dobila je 1926. godine. Organizovana je kao jedinstvena institucija. Vlasništvo je privatno - kreditnih instutucija, socijalnih fondova i osiguravajućih kompanija. Guvernera i zamenika postavlja Vlada, pri čemu je mandat guvernera neograničen. Odbor direktora bira Skupština akcionara.

CENTRALNE BANKE ZEMALJA U TRANZICIJI

Nakon raspada SSSR-a pojavio se problem uspostavljanja i organizovanja monetarne vlasti u nezavisnim zemljama. Sve zemlje osnovale su svoje centralne banke kapitalom poteklim od 5 komercijalnih banaka, koje su funkcionisale u bivšem SSSR-u i od kapitala ogranaka nekadašnje centralne banke - *Gosbanke*. U vreme tranzicije pokazao se nedostatak mehanizama i instrumenata, monetarne vlasti, kao i nedostatak stručnjaka.

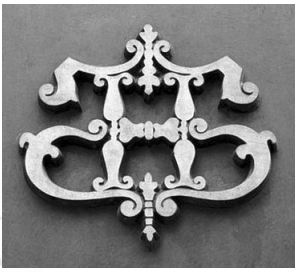
Centralna banka Rusije[188] – osnovana je 1990. godine, kao državna banka Ruske Federacije i preuzela je funkcije Gosbanke. Pod ingerencijom je Parlamenta, tj. Državne Dume. Ona postavlja i razrešava Predsednika Banke na zahtev i predlog Predsednika Ruske Federacije, kao i članove Borda direktora Banke, na zahtev Predsednika Banke, sa kojim se saglašava Predsednik Ruske Federacije. Banka ima i Bord predstavnika nacionalnih banaka, koji raspolaže određenim kvotama glasova. Kao savetodavno telo banke funkcioniše 12 - člani Savet Banke. Organizaciona struktura Banke se funkcionalno sastoji od Sektora (departmana), koji pokrivaju određene grupe poslova: opšte ekonomski, sistem plaćanja, računovodstvo, trezor budžeta, platni bilans itd. Organizaciona struktura Banke je takođe podređena teritorijalnom pokrivanju poslova Banke u članicama Ruske Federacije – nacionalnim bankama i regionalnim filijalama Banke.

Banka Ruske Federacije je pravno lice. Vlasništvo kapitala i imovine Centralne banke je u rukama Federacije. Ona ima isključivo pravo izdavanja novca. Monetarna politika usmerena je ka uspostavljanju finansijske stabilnosti i održivog ekonomskog rasta.

188 O tome šire na sajtu www.cbr.ru

U periodu 1991-92. godina kreirana je bankarska struktura i to na osnovu transformacije, odnosno komercijalizacije specijalizovanih ekspozitura ranije Gosbanke. Krajem 1992. godine, kao rezultat uspostavljanja jedinstvenog trezora, pod ingerencijom Ministarstva finansija, Centralna banka nije morala više da Budžet direktno snabdeva novcem, a tokom 1995. godine obustavljeno je kreditiranje budžetskog deficita. U periodu 1992-95. Banka je uspostavila sistem supervizije i inspekcije komercijalnih banaka i deviznog sistema. Nakon 1998. godine u cilju prevazilaženja problema finansijske krize Banka je preduzela mere restruktuiranja bankarskog sistema. U najnovijem periodu Banka je preduzela posao uvođenja međunarodnih računovodstvenih standarda.

NARODNA BANKA SRBIJE



Prva centralna banka Srbije je osnovana 1883. godine pod nazivom Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije. Od tada centralna banka je pretrpela brojne transformacije, od Narodne banke SHS, Narodne banke Kraljevine Jugoslavije, do Narodne banke Jugoslavije i konačno, nakon osamostaljenja Crne Gore, Narodne banke Srbije. U skladu sa zakonom, Narodna banka Srbije, NBS:[189]

- je samostalna i nezavisna u obavljanju funkcija;
- ima status pravnog lica;
- ima pravo predlaganja zakona i drugih opštih propisa iz oblasti monetarno-kreditnog i deviznog sistema i politike;
- može obrazovati i filijale;
- u svom sastavu ima specijalizovanu organizaciju, Zavod za izradu novčanica i kovanog novca Topčider.

Narodna banka Srbije je po modelu organizovanja **jedinstvena centralna banka**, pošto je reč o jednom pravnom licu, a **kapital NBS je u vlasništvu države**.

Kao i većina centralnih banaka u svetu NBS ima za **osnovni cilj očuvanje stabilnosti nacionalne valute, uz specifičnost,** u skladu sa Zakonom o NBS**, da se istovremeno brine o održivom privrednom rastu i rastu zaposlenosti.** Narodna banka Srbije je javna institucija odgovorna za čuvanje vrednosti, odnosno kupovne snage novca. Ključna uloga NBS je obezbeđenje monetarne i finansijske stabilnosti. Monetarna stabilnost podrazumeva nisku, stabilnu i predvidivu inflaciju i poverenje u valutu. Finansijska stabilnost podrazumeva zdrav finansijski sistem, u kome banke i druge finansijske organizacije dobro funkcionišu i odgovorno čuvaju novac svojih klijenata.[190]

189 Zakon o NBS, Sl. glasnik RS br. 72/03 i 55/04.
190 Opširnije o NBS pogledati sajt: www.nbs.rs

Funkcije Narodne banke Srbije su:

- Izdavanje novčanica i kovanog novca;[191]
- upravljanje novcem i kamatnim stopama, kako bi ostvarila nisku, stabilnu i predvidivu stopu inflacije, čime stvara ambijent za postizanje održivog ekonomskog razvoja i rasta zaposlenosti;
- Upravljanje novcem i kreditima - NBS utiče na jačanje i čuvanje poverenja javnosti u dinar, što privrednicima i građanima olakšava donošenje poslovnih odluka i planiranje budućnosti;
- Bankar je države, upravlja javnim fondovima i javnim dugom;
- Utiče na finansijsku stabilnost, obezbeđujući sigurnost i efikasnost platnog sistema i nadgledajući i kontrolišući aktivnost poslovnih banaka i drugih finansijskih organizacija;
- Starajući se o vrednosti nacionalne valute, doprinosi rastu životnog standarda građana.

Narodna banka Srbije ostvaruje svoje funkcije korišćenjem instrumenata monetarno-kreditnog regulisanja. U praksi, zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta, NBS pre svega koristi **eskontnu stopu i stopu obavezne rezerve** kao instrumente monetarnog regulisanja, a manje **operacije na otvorenom tržištu.**

Narodna banka Srbije sarađuje sa međunarodnim institucijama i finansijskim organizacijama u cilju poboljšanja efikasnosti svog rada i vršenja kontrolne funkcije.

Upravljanje Narodnom bankom je dodeljeno sledećim organima upravljanja:

- **Izvršni odbor** - čine ga guverner i viceguverneri, a definiše i sprovodi monetarnu politiku;
- **Guverner** - bira ga Skupština Srbije na period od 6 godina, s pravom ponovnog izbora. Odgovoran je za sprovođenje odluka Izvršnog odbora i Saveta, organizaciju i poslovanje NBS, pripremu i donošenje akata iz nadležnosti NBS. Guverner podnosi izveštaj o radu Savetu i Skupštini Srbije;
- **Viceguverneri** - kojih ima od 3 do 5 biraju se na period od 5 godina, s pravom ponovnog izbora;
- **Savet guvernera**- čine ga predsednik i četiri člana, koje bira ih Skupština Srbije na 5 godina, s pravom ponovnog izbora. Savet usvaja finansijski plan NBS, godišnji račun, utvrđuje tarifu, visinu zarada, vrši izbor revizora i listu radnih mesta s posebnim ovlašćenjima.

Osnovi organizacije poslovanja NBS uređuju Statutom NBS, a naročito: osnovi unutrašnje organizacije, delokrug organizacionih jedinica i njihovi međusobni odnosi, prava, obaveze i odgovornosti radnika. **Organizacioni delovi NBS po poslovima** (funkcijama) su sektori. **Organizacioni delovi NBS po teritoriji** (hijerarhiji) su filijale: Novi Sad, Niš, Beograd, Kragujevac, Užice i specijalizovanih organizacija, Zavod za izradu novčanica i kovanog novca.

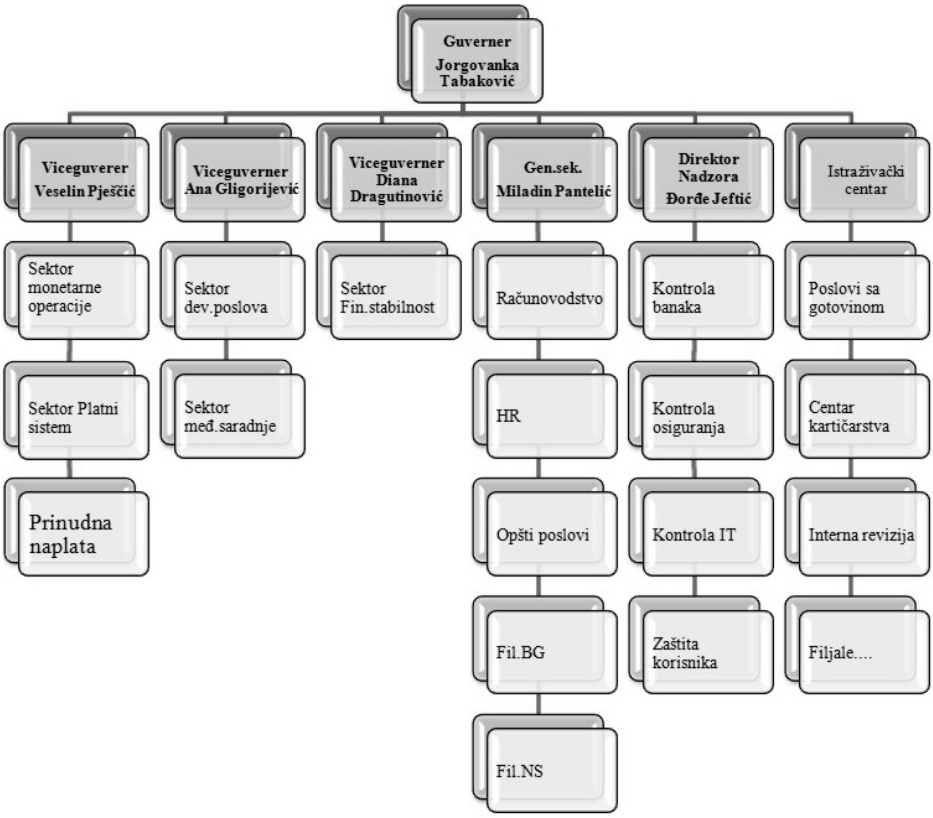
191 Propisi iz oblasti monetarnog sistema i politike su: Program monetarne politike, Odluke o kamatnoj stopi, BEONIA, Obavezna rezerva, Usklađivanje plasmana stanovništvu sa osnovnim kapitalom banke, Monetarni agregati, Operacije na otvorenom tržištu, Stalne olakšice (kreditne, depozitne), Kratkoročni dinarski krediti i politika, i Politika kursa dinara, domaće devizno tržište.



Slika 12.1. Organi upravljanja NBS
Izvor: www.nbs.rs

Statutom je utvrđena sledeća unutrašnja organizacija NBS, sa **sektorima** kao osnovnim organizacionim jedinicama po poslovima (funkcijama):

- Poslovi monetarnog sistema i politike,
- Devizni poslovi i odnosi sa inostranstvom,
- Poslovi kontrole,
- Poslovi unutrašnje kontrole i revizije,
- Zakonodavno – pravni poslovi,
- Računovodstveno – finansijski poslovi,
- Poslovi trezora NBS,
- Poslovi izrade novčanica i kovanog novca,
- Poslovi platnog prometa u zemlji,
- Opšti poslovi.



Slika 12. 2. Organizacija NBS

Izvor: www.nbs.rs

Vlada Republike Srbije u saradnji sa NBS definiše i sprovodi mere ekonomske politike Srbije. Nadležnosti između NBS i Ministarstva finansija su jasno zakonski razgraničene. Pri tome, postoji i stalno se unapređuje koordinacija monetarne i fiskalne politike, od koje zavisi suzbijanje inflacije i održavanje makroekonomske stabilnosti.[192]

Narodna banka Srbije kreira i sprovodi monetarnu politiku u skladu sa Programom monetarne politike, Memorandumom o fiskalnoj i ekonomskoj politici za naredni period i Zakonom o NBS, polazeći od ekonomske politike Republike Srbije, koja se objavljuje svake godine. U slučaju da novac i krediti rastu brže od proizvedene ukupne količine robe i usluga (BDP), dolazi do rasta opšteg nivoa cena. To znači da država, privreda i građani trenutno troše više nego što Srbija može da proizvede, uvozi se roba i usluge, a za to se plaća novcem koji je često pozajmljen od inostranstva. Ukoliko se ne bi vodilo računa o ukupnom trošenju države, privrede i građana, sve veći deo iznosa koji zarade pojedinci bi morao da se daje za vraćanje dugova, zbog čega bi privredni rast i životni standard opali.

192 Aktuelni dokumenti: Sporazum NBS i Vlade RS o ciljanju inflacije, donet 01.01.09.; Memorandum NBS o utvrđivanju ciljne stope inflacije za period 2009-2011.; Program monetarne politike u 2010. donet 22.12.08. i Odluka o utvrđivanju programa monetarne politike NBS u 2010, Sl. glasnik RS 104/2009.



Slika 12.3. Mehanizam regulisanja količine novca NBS

Ukoliko Srbija želi da ostvari zdrav ekonomski rast i uredno servisiranje inostranog duga u srednjem roku, to podrazumeva brz privredni rast. Da bi taj rast bio moguć neophodno je da rastu investicije, a da bi on bio održiv, neophodno je da raste domaća štednja. Kurs dinara utiče na cene roba i usluge koje kupujemo od inostranstva i na kretanje cena u Srbiji. NBS uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara, a samostalno vodi politiku kursa. NBS se opredelila, kao zemlja u tranziciji (Rumunija, Mađarska) za režim **rukovođenog fluktuiranja kursa** (povremeno prilagođavajućeg kursa, *Crowelin peg*) i politika kursa dinara utiče na inflaciju, ali i na jačanje međunarodne likvidnosti i konkurentnosti privrede Srbije. Na politiku kursa dinara NBS utiče monetarnom politikom i direktnim intervencijama na Međubankarskom deviznom tržištu. Relativna konzistentnost ovog okvira monetarne politike obezbeđena je ograničenjem slobodnog kretanja kapitala, uz postepeno ukidanje ograničenja u projektovanom roku.

Instrumenti monetarne politike su:

- **kvalitativni**
  1. regulisanje kredita CB poslovnim bankama,
  2. regulisanje uslova kredita i
  3. selektivna kreditna politika
- **kvantitativni**
  1. politika obavezne rezerve,
  2. politika eskontne stope,
  3. politika otvoreng tržišta

Krediti NB poslovnim bankama – NBS može odobravati bankama kratkoročno zaduživanje do 1 godine uz zalogu portfelja HOV. U pravilu reč je o kreditima za likvidnost.

Regulisanje obavezne rezerve banaka (OR) – NB utvrđuje visinu obavezne rezerve propisivanjem stope obavezne rezerve, vrste depozita i drugih sredstava na koja se stopa primenjuje. Ovaj način regulisanja je rigidan i netržišni, ali se dosta koristi zbog nerazvijenosti finansijskog tržišta, svog direktnog delovanja i nepostojanja troškova za CB. Povećanjem stope OR NB direktno ograničavajuće deluje na kreditni potencijal banaka i obratno, snižavanjem stope OR poslovnim bankama se oslobađa deo investicionog potencijala za dodatno kreditiranje kompanija i građana.

Operacije na otvorenom tržištu (OOT) –NB može izdavati kratkoročne HOV (obveznice i blagajničke zapise). Kupovinom HOV od banaka i kompanija NBS vrši emisiju, odnosno prodajom HOV povlačenje novca iz opticaja. Ovaj način regulisanja novčanih agregata se smatra tipično tržišnim mehanizmom finog regulisanja, ali pretpostavlja relativno razvijeno finansijsko tržište i uz to izaziva troškove za CB.

Diskontni poslovi – NB može kupovati od banaka HOV, a kupljene HOV može prodavati i pre isteka roka dospeća.

Boks 12.4. Efikasnost stope obavezne rezerve

(Radni papiri NBS, Palić M., Tasić N., mart 2008.)

Rezultati analize upućuju da se obavezna rezerva nije pokazala kao efikasan instrument monetarnog regulisanja. Naime, ukoliko se posmatra njen uticaj na kreditnu aktivnost, uočava se da je on statistički značajna jedino u slučaju kreditne aktivnosti prema stanovništvu, ali je suprotnog znaka od očekivanog, tj. rezultati upućuju da porast stope obavezne rezerve dovodi do rasta, umesto pada kredita stanovništvu. Slična je situacija ukoliko se posmatra njen uticaj na zaduživanje banaka i spoljni dug privatnog sektora prema inostranstvu. Koeficijent koji meri uticaj stope obavezne rezerve na zaduživanje banaka u inostranstvu se nije pokazao statistički značajnim, a koeficijent koji meri uticaj devizne obavezne rezerve na spoljni dug preduzeća je statistički značajan i pozitivan, što ukazuje da porast stope obavezne rezerve utiče na povećanje zaduživanja privrede u inostranstvu.

Kreiranje i povlačenje novca –Ovo je osnovna funkcija CB u vođenju monetarne politike, gde je u centru pažnje obezbeđivanje adekvatne – optimalne količine novca u opticaju, koji neće ograničavati plaćanja i prometanje roba i usluga koje su proizvedene, ponuđene u toku godine, a istovremeno neće obezvređujuće delovati na cenu novca. U pravilu količina novca u opticaju treba uvek da raste. NBS odobrava kredite poslovnim bankama, a samo izuzetno kredit za finansiranje budžeta i to ograničeno. CB ne kreditira neposredno privredu i stanovništvo. Tri su osnovna toka kreiranja novca (primarne emisije):

1. kreditna aktivnost banaka – odobravanje kredita klijentima i eskontovanje menica;
2. kupovina deviza ili transakcije deviznim sredstvima plaćanja – kada dolazi do kupovanja deviza od strane banke, istovremeno dolazi do povećanja količine novca u opticaju i obratno, kada banka prodaje devize dolazi do povlačenja dinara;
3. promena nemonetarnih depozita banke – prelivanje unutar pojedinih kategorija depozita takođe može dovesti do novčane emisije.

Potrebna količina novca u opticaju – ravnotežna količina novca u opticaju predstavlja količinu novca koja zadovoljava normalno funkcionisanje finansijskog sistema i privrede. Stanje monetarne ravnoteže predstavlja ravnotežu između agregatne ponude novca i agregatne tražnje za novcem.

Faktori potrebne količine novca u opticaju:

- Suma robnih cena,
- Brzina novčanog opticaja,
- Suma cena roba prodatih na kredit,
- Dospela plaćanja,
- Uzajamna prebijanja – kompenzacije

$$Kn = Src - (k) + dp - Pr(k) / BrO$$

gde su:

Kn – količina novca, Src – suma roba i usluga koji se razmenjuju, Pr(k) – odloženo plaćanje, dp – plaćanja koja su dospela za robu prodatu na kredit, k – trampa, BrO – brzina novčanog opticaja.

Inflacija - Ako se u opticaju javi veća količina novca od potrebe, a bez pokrića, dolazi do porasta opšteg nivoa cena i smanjenja kupovne snage novca.

Deflacija– ukoliko se u opticaju pojavi manja količina novca od potrebne, dolazi do pojave opadanja opšteg nivoa cena i porasta kupovne snage novca.

Devalvacija – smanjenje pariteta određene valute prema zlatu ili drugoj valuti.

Revalvacija – povećanje pariteta.

Novac se koristi za razmenu roba, pa sa porastom robnih fondova raste i potreba za većom količinom novca, s tim da količina novca može biti kompenzirana njegovim bržim obrtom.

$$\text{Novac} \times \text{Brzina opticaja} = \text{Cene} \times \text{Transakcije}$$
$$\text{Novac} \times \text{Brzina opticaja} = \text{Cene} \times \text{BDP}$$
$$M1 \times V = P \times T$$

gde su:

T – transakcije (broj razmena roba i usluga), P – cene (prosečna tržišna cena), V – brzina opticaja novca (broj obrta / godini), M1 – novčana masa

Monetarni agregati (novčana ponuda Ms) - predstavljaju količinu agregatne ponude novca u nekoj zemlji. Oni se razlikuju zavisno od likvidnosti vrste novca koji sadrže.

Mo – primarni novac – gotov novac, žiro računi banaka, blagajna, depoziti države, obavezna rezerva banaka (OR), rezervni fondovi;

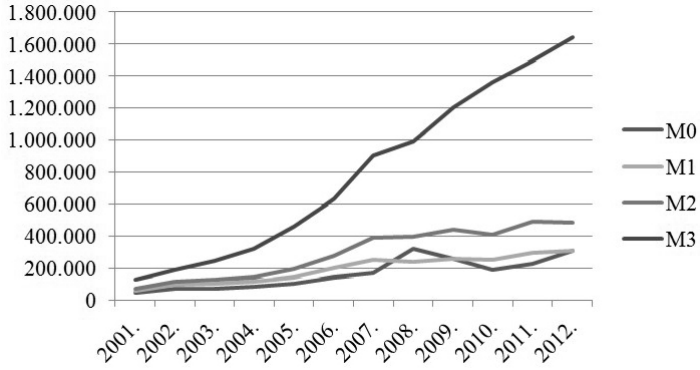
M1 – novčana masa - Osnovna mera agregatne ponude novca je transakcioni novac ili novac u užem smislu, tj. onaj koji služi za robno-novčane transakcije ili kupoprodaje roba i usluga (M1- novčana masa, kovani, papirni i depozitni novac).Udeo gotovine u strukturi M1 veoma je važan podatak, ali različit u različitim zemljama i razdobljima. Kreće se obično od 1/3 do 2/3 novčane mase. Smanjenje tog udela povoljan je pokazatelj, a povećanje loša vest za CB, jer se povećavaju troškovi štampanja novca, nepoverenje u depozitni novac

i monetarni sistem. U periodu do 2000. godine NBS je pratila M1 kao kontrolnu veliučinu u vođenju monetrane politike.

M2 – likvidna sredstva - je šira mera ukupne ponude novca, jer obuhvata novac u širem smislu tj. i onaj novac koji obavlja funkciju čuvanja dela ukupne imovine u novčanom obliku. Od 2000. godine NBS prati M2 kao kontrolnu veličinu u vođenju monetrane politike.

M3- ukupna likvidna sredstva: M2 + oročeni depoziti preko godinu dana. M4 – ukupni depoziti: M3 + manje likvidna sredstva. M5 - monetarni potencijal (M4 + instrumenti tržišta novca).

$$M5 = M1 + M2 + M3 + M4$$



Grafikon 12.3. Monetarni agregati (mil RSD)

REZIME POGLAVLJA:

Centralna banka je emisiona banka, na koju je država prenela monopol izdavanja novca. Ona je istovremeno banka banaka, tj. institucija sa najvažnijom ulogom u bankarskom sistemu. Vlasništvo, organizacija i način upravljanja CB su veoma slični, pri čemu razlike potiču od stepena razvijenosti finansijskog sistema i privrede određene zemlje. Vlasništvo CB je državno, privatno ili mešovito, a najčešće je državno. CB može biti organizovana po modelu jedinstvene institucije, što je najčešće, ili složenog modela, sistema CB. NBS je CB RS u vlasništvu je države, jedinstvena je institucija, čiji je osnovni cilj očuvanje stabilnosti nacionalne valute.

KLJUČNE REČI:

centralna banka, emisija novca, monetarni instrumenti, nezavisnost CB.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

12.1. Kako se definiše centralna banka?
12. 2. Koje su osnovne funkcije centralne banke?
12.3. Kakva je vlasnička struktura centralnih banaka?
12.4. Kakva je preovlađujuća vlasnička struktura CB?
12.5. Kakvi modeli organizacije centralne banke postoje u svetu?
12.6. Šta je složeni model organizacije CB?
12.7. Šta je jedinstveni model organizacije CB?
12.8. Da li je CB profitonosna institucija?
12.9. Koji je osnovni cilj funkcionisanja CB?
12.10. Koji su organi upravljanja centralne banke?
12.11. U čemu se ogleda stepen nezavisnosti centralne banke?
12.12. Šta je monetarni suverenitet centralne banke?
12.13. Koje su osnovne funkcije Narodne banke Srbije?
12.14. Po kom modelu je organizovana Narodna banka Srbije?
12.15. Kakva je vlasnička struktura NBS?
12.16. Koje instrumente monetarne politike koristi Narodna banka Srbije?
12.17. Ocenite stepen nezavisnosti NBS
12.18. Koji su organi upravljanja NBS?
12.19. Kako Narodna banka Srbije sprovodi monetarnu politiku?
12.20. Koje je ograničenje NBS u finansiranju države?
12.21. Koje su osnovne organizacione jedinice NBS po teritoriji (hijrerahiji)?

13 STRATEGIJA EFIKASNE MONETARNE POLITIKE

Efikasnost monetarne politike može se posmatrati u odnosu na postavljene ciljeve. Monetarna politika bi trebalo da se sprovodi na takav način da omogućava postizanje i održavanje stabilnosti cena na dugi rok, zajedno sa maksimalno mogućom uzlaznom linijom proizvodnje: ostvarivanje takvog obima proizvodnje koji znači puno (ili približno tome) korišćenje raspoloživih kapaciteta u privredi.

CILJEVI UČENJA:

- Da odgovorite na pitanje šta se podrazumeva pod efikasnom monetarnom politikom;
- Znate koji faktori determinišu optimalnu, efikasnu monetarnu politiku;
- Znate na šta se odnosi efikasnost monetarne politike na dugi rok;
- Odgovorite na pitanje koordinacija između monetarne i fiskalne politike;
- Znate koje instrumente koriste monetarna i fiskalna politika;
- Odgovorite kada se budžetski deficit koristi kao instrument monetarne politike;
- Znate da objasnite efekat istiskivanja na finansijskom tržištu;
- Znate da objasnite finansijski mehanizam javnog duga.

UVOD

Ekonomske (makroekonomske) politike predstavljaju niz mera kojima država nastoji da ostvari najvažnije ciljeve: stabilnost, punu zaposlenost i dostizanje potencijalnog BDP. Najvažnije su monetarna, fiskalna politika, kao i politika dohodaka i cena, spoljnotrgovinska i devizna politika, industrijska i agrarna politika. Politike su međusobno povezane, a između pojedinih ciljeva i mera mogu postojati konflikti, pa je neophodno koordinisati delovanje makroekonomskih politika. Kako su monetarna i fiskalna politika najvažnije, to je njihova međusobna koordinacija najvažnija za ukupan uspeh ekonomske politike.

Koordinacija delovanja monetarne i fiskalne politike naročito je važna za prevazilaženje problema deficita javne potrošnje. Budžetski deficit se može eliminisati smanjivanjem javne potrošnje i povećanjem poreskih prihoda. Pri tom povećanje poreskih prihoda snižava raspoloživi dohodak i potrošnju domaćinstava, snižava agregatnu tražnju, što vodi padu BDP. Smanjivanje javne potrošnje takođe vodi padu BDP. Ekspanzivna javna potrošnja, naprotiv snižava nezaposlenost, ali vodi povećanju deficita javne potrošnje. Ekspanzivna monetarna politika podstiče tražnju, povećava zaposlenost i rast, dok restriktivna monetarna politika destimuliše rast i povećava nezaposlenost.

Različito je viđenje ekonomista o efikasnosti ovih politika. Kejnzijanci veruju u efikasnu fiskalnu, a monetarnu smatraju neefikasnom, dok monetaristi veruju u efikasnost monetarne, a minimiziraju efikasnost fiskalne politike.

EFIKASNOST MONETARNE POLITIKE

Monetarna politika bi trebalo da se sprovodi na takav način da omogući postizanje i održavanje stabilnosti cena na dugi rok, zajedno sa maksimalnim rastom proizvodnje. **Efikasnost monetarne politike se prvenstveno posmatra u odnosu na postavljene ciljeve.** Pri, tom:

1) delovanje CB ne može biti sprovedeno po istom receptu za sve tržišne privrede;
2) vrlo je važno uzeti u obzir nivo privredne razvijenosti i strukturu finansijskog sistema u konkretnoj zemlji;
3) manevarski prostor CB je ograničen (limitiran) reakcijama ekonomskih subjekata;
4) delovanje monetarnih mera na ekonomske subjekte je različito, u zavisnosti od veličine privrednog subjekta i finansijske pozicije u kojoj se nalazi.

Ukoliko govorimo o efikasnosti monetarne politike važno je da je sagledamo u okviru ekonomske efikasnosti i bankarskih struktura. Ekonomska efikasnost se može posmatrati sa aspekta racionalne upotrebe resursa, adaptibilnosti (prilagodljivosti) na promene u okolini i dinamičnosti rasta nacionalnog bogatstva.[193]

Efikasna makroekonomska politika podrazumeva:

- Efikasnost u postizanju visokih performansi - **visoki rast;**
- Efikasnost u **formulisanju ciljeva;**
- Efikasnost **u izboru adekvatnih instrumenata i mera;**
- Efikasnost da ostvaruje **makroekonomske ciljeve**.

Efikasnost se može posmatrati u odnosu na realizaciju postavljenih ciljeva. Takav pristup mogao bi se primeniti na svaki od operativnih ciljeva i ako bi u svim slučajevima indikatori efikasnosti bili pozitivni, onda bi opšta ocena bila pozitivna. Ukoliko indikatori efikasnosti nisu u potpunosti usaglašeni, tj. kada je samo jedan pokazatelj ocenjen kao efikasan, a drugi kao neefikasan, problem se može rešiti svođenjem na određeni globalni cilj.[194]

193 Opširnije: Bolčić, S., *Razvoj i kriza jugoslovenskog društva u sociološkoj perspektivi*, SIC, UKSSO, Beograd, 1983., str. 54.

194 Opširnije: Bolčić, S., ibid, str. 148-167.

Prilikom postavljanja ekonomskih ciljeva polazna osnova su:

1) Karakteristike datog ekonomskog sistema. Ocena uspešnosti funkcionisanja privrednog sistema predstavlja definisanje optimalnog privrednog sistema. Pošto se postigne opšta ravnoteža i stabilizuju ekonomski procesi, ostvarenje optimuma je najviši stepen organizovanosti i maksimalne efikasnosti sistema. Ekonomska efikasnost predstavlja odnos između uloženih napora i postignutih rezultata;
2) Kriterijumi izbora ciljeva funkcionisanja privrednog sistema, njihova prioritizacija (izbor uskog kruga najvažnijih), i utvrđivanje sistema pondera koji će približiti (konvergirati) različite ciljeva. Takođe, je potrebno ustanoviti stepen međuzavisnosti kratkoročnih i dugoročnih ciljeva;
3) Podaci drugih zemalja u okruženju i iz sveta o deviznom tržištu, kamatnim stopama, nivou zaduženosti, međunarodna robna razmena.[195]

Uvažavajući iskustva iz prakse, kao potencijalno najbolje rešenje se nameće kombinacija između ekstremnih tipova ekonomske i monetarne politike (srednje rešenje), jer omogućuje ostvarenje konačnih ciljeva na ekonomski efikasan način, uz što manje napora i troškova.[196]

Ekonomisti različito gledaju na efikasnost monetarne politike[197]. Naime, monetaristi smatraju da je monetarna politika efikasna, dok je kejnzijanci smatraju neefikasnom. **Monetaristi** smatraju da je uticaj novca na privredna kretanja važan. Pri tom CB može u kratkom roku ekspanzivnom monetarnom politikom da utiče na rast tražnje, time na rast BDP i zaposlenost. Dugoročnije vođenje ovakve ekspanzivne politike, međutim bilo bi nedelotvorno, jer bi se uticaj na zaposlenost i proizvodnju iscrpla zbog prilagođavanja privrednih subjekata na preduzete mere u međuvremenu, a ostalo bi samo negativno delovanje u vidu inflacije. Otuda se monetaristi zalažu da vođenje monetarne politike bude stabilno u dugom roku i takvu monetarnu politiku smatraju efikasnom.

U svom ekstremnom (krajnjem) stavu **kejnzijanci** monetarnu politiku smatraju neefikasnom, jer veruju da investicije slabo reaguju na promene kamatne stope. Povećana novčana ekspanzija svakako utiče na obaranje kamatnih stopa, ali agregatna tražnja slabo reaguje na ove promene, pa otuda, po njima, monetarna politika ne može ozbiljnije da utiče na rast proizvodnje i zaposlenost. Time oni naglašavaju značaj fiskalne, a minimiziraju značaj monetarne politike.

U praksi vođenja monetarne politike CB u svetu preovlađujući je stav da **monetarna politika može da bude efikasna ukoliko se pridržava određenih pravila.** Prvo pravilo koje se preporučuje je da CB vodi stabilnu politiku porasta novčane mase (zavisno od procene kretanja inflacije i BDP), jer čest promene ponude novca (prilagođavanje konjunkturi) više štete nego što koriste. Problem ovog pravila je da eventualne promene brzine novca (koja je nije pod uticajem centralne banke, već se dešava autonomno) utiču na količinu novca u opticaju i bez promene primarnog novca, čemu je posvećeno sledeće pravilo. Drugo pravilo,

195 Opširnije: Jacob, F., *Monetary policy: Targets and International Constraint*s, American Economie Review, Nashwille 1983, pg. 48-53.

196 Opširnije o optimalnim ciljevima privrednog sistema pogledati sledeći izvor: Zelić, N., *Efikasnost jugoslovenskog sistema*, Centar za kulturnu delatnost i istraživačko-izdavački centar SSO Srbije, Beograd, 1982., str. 54.

197 Opširnije: Labus M. *Osnove ekonomije*, Jugoslovenska knjiga, 1997, str. 265-267.

otuda, preporučuje da CB objavi svoju procenu rasta BDP i zavisno od ostvarenja, u slučaju eventualnih odstupanja naviše ili naniže koriguje količinu novca. Treće pravilo vođenja monetarne politike je da CB prvenstveno treba da vodi računa o stabilnosti nacionalne valute. Na početku godine CB objavljuje projekciju inflacije, i zavisno od odstupanja od projekcije, preduzima odgovarajuće korekcije monetarne politike. Dakle, pravila upućuju centralnu banku da projektuje osnovne makroekonomske veličine i njihov rast, kao što su BDP, stopa inflacije i istovremeno novčanu masu, kamatne stope i da zavisno od ostvarenja, ukoliko ima odstupanja od projektovanih, koriguje mere koje preduzima.

OPTIMALNA MONETARNA POLITIKA

Faktori koji opredeljuju (determinišu) optimalni koncept monetarne politike su:

- Sposobnost nebankarskih privrednih subjekata da predvide ponašanje (akcije) nosilaca monetarne politike, centralne banke;
- Ciljevi nosilaca monetarne politike;
- Predvidivost lančanih spojeva između instrumenata monetarne politike i njenih krajnjih ciljeva, tj. transmisioni mehanizam;
- Veličina udara kojima je privredni mehanizam izložen u pojedinim vremenskim periodima;
- Uspostavljeni kredibilitet nosilaca monetarne politike.

U savremenoj monetarnoj literaturi dominantno je gledište o kvalitativnom značaju navedenih faktora. Istovremeno, kvantifikacija delovanja ovih faktora je veoma složen proces, zbog čega su teorijske analize mnogo prisutnije (rasprostranjenije) od empirijskih istraživanja, koja su dominantno vezana za razvijene tržišne privrede, a fokusirane su na procenu da li troškovi proizvodnje vezani za dezinflaciju (suzbijanje inflacije) odgovaraju opaženom poverenju (kredibilitetu) monetarne politike.[198]

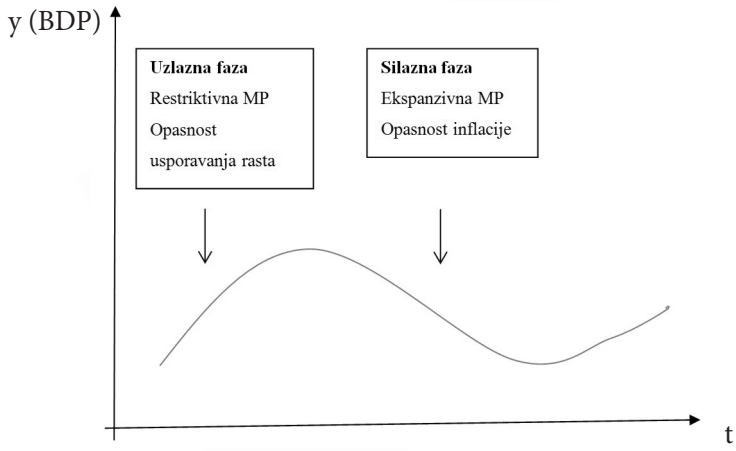
Možemo zaključiti, da bi monetarna politika trebalo da se sprovodi na takav način da omogući postizanje i održavanje stabilnosti cena na dugi rok, zajedno sa maksimalno mogućom rastom proizvodnje, tj. ostvarivanje takvog obima proizvodnje koji znači puno (ili približno tome) korišćenje raspoloživih kapaciteta u privredi. Pri tom, bi trebalo da se rukovodi ostvarenjem makroekonomskih ciljeva na dugi rok.

Centralna banka može voditi: neutralnu, ekspanzivnu (prekomernu) ili restriktivnu (nedovoljnu) monetarnu politiku. **Neutralna je monetarna politika** koja ne utiče niti na podsticanje privrednog rasta, niti na suzbijanje inflacije. Dakle, to je profil monetarne politike koji deluje na ostvarenje makroekonomskih veličina niti ograničavajuće, niti podržavajuće, već u pravcu ostvarenja onog kako su projektovane. Drugim rečima, ovakav profil monetarne politike omogućava održavanje istog nivoa raspoloživosti novca.

198 Opširnije: Fellner, W., *The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1/1979, pg. 167-189; Gordon, R., King, S., *The Output Cost of Disinflation in Traditional and Vector Autoregressive Models*, Brooking Papers on Economic Activity, No. 1/1982, pg. 205-243; i Blanchard, O., *The Lucas Critique and the Vocker Deflation*, American Economic Review, May, 1984, pg. 211-215.

Ekspanzivna je monetarna politika koja nastoji da relativno bržim rastom novčane mase i relativno jeftinijim novcem deluje podsticajno na privredni rast. Propratna negativna pojava ovakvog profila monetarne politike je njeno proinflatorno delovanje (oživljavanje opšteg rasta cena ili ubrzanje postojeće stope inflacije), o čemu centralna banka naročito mora da vodi računa. Dakle, ovo je politika koja obezbeđuje dodatna likvidna sredstva bankama, kompanijama i pojedincima.

Restriktivna monetarna politika je politika koja ograničavanjem rasta količine novca u opticaju i relativno skupim novcem, tj. relativno visokim kamatnim stopama, nastoji da obezbedi stabilizaciono (antiinflaciono) delovanje (smirivanje, snižavanje opšteg rasta cena). Negativna propratna pojava restriktivne monetarne politike je ograničavanje privrednog rasta i zaposlenosti, o čemu CB takođe mora da vodi računa. Osnovna karakteristika ovog profila monetarne politike je sužavanje obima raspoloživih finansijskih sredstava.



Slika 13.1. Faze privrednog ciklusa i profil monetarne politike

Dva su ključna pitanja za formulisanje optimalne monetarne politike: stanje privrede i njen položaj u privrednom ciklusu i stepen razvijenosti privrede u celini, a posebno finansijskog sistema. Pitanje trenutnog položaja nacionalne privrede u privrednom ciklusu znači oceniti dosadašnje tokove i trenutni položaj privrede dovoljno pouzdano, sa stanovišta stope privrednog rasta, zaposlenosti, inflacije i odnosa agregatne ponude i tražnje. To znači da CB mora tačno i pouzdano odrediti gde se nacionalna privreda nalazi u privrednom ciklusu, na uzlaznom trendu, na silaznom trendu, blizu maksimuma ili na minimumu.

Ukoliko se privreda nalazi u **silaznoj fazi privrednog ciklusa** (Slika 13.1.) CB bi trebalo da preduzima mere monetarne politike ekspanzivnog karaktera, kako bi podsticajno delovala na oživljavanje privrednog rasta, kakva je situacija u većem broju zemalja u uslovima produžene ekonomske krize. Pri tome ne bi smela ni da pretera sa ekspanzijom, da ne bi istovremeno došlo do oživljavanja inflacije.

Ukoliko se nacionalna privreda nalazi u **uzlaznoj fazi privrednog ciklusa**, onda bi CB trebalo da preduzima restriktivne mere monetarne politike, kako bi obuzdala inflaciju ili je držala pod kontrolom ukoliko se ona ne ubrzava. Pri tom CB mora voditi računa da u restrikciji ne pretera, jer bi u tom slučaju ugušila privrednu aktivnost. Tek na osnovu ocene gde se nacionalna privreda trenutno nalazi pristupa se prognoziranju budućih kretanja. Jedino na taj način moguće je opredeliti profil monetarne politike i adekvatno opredeliti da li će se voditi politika ekspanzivnog, restriktivnog ili neutralnog karaktera. Naročito je važno uočavanje eventualnih hroničnih problema privrede, kao što su hronična nelikvidnost, hronična inflacija.

Naročit problem predstavlja **pogrešna ocena o tome gde se nacionalna privreda nalazi** na privrednom ciklusu. Ukoliko se na primer oceni da je ona u silaznoj fazi, a ona je već počela oporavak, to će usloviti preduzimanje mera ekspanzivne monetarne politike, što bi bilo pogubno, jer bi svakako izazvalo inflaciju ili njeno ubrzanje. Suprotno, ukoliko se oceni pogrešno da je privreda u fazi uzleta iako je na silaznom trendu, CB će preduzeti mere ograničavanja rasta novčane mase, što bi uslovilo dalje posustajanje privrede. Ovakve greške su danas, sa korišćenjem savremenih statističkih metoda i modela i praćenjem velikog broja relevantnih ekonomskih veličina (varijabli), svedene na minimum, ali se ne mogu sasvim isključiti. Naročit problem u tom pogledu predstavljaju prelomne tačke u privrednom ciklusu – minimum i maksimum.

U sklopu pitanja ocene stanja nacionalne ekonomije bitno je pitanje **projekcije**, tj. kretanja i budućeg stanja privrede u kraćem (godina) i dužem periodu (srednji rok). Tu do izražaja dolazi sposobnost eksperata unutar CB da procene stopu rasta prvenstveno BDP (realnog rasta privrede) i stopu opšteg rasta cena (inflacije). Ovo pitanje se dodatno komplikuje sezonskim oscilacijama rasta BDP po tromesečjima (kvartalima) i sezonskim oscilacijama inflacije. Naime, obično tokom zimskih meseci dolazi do sezonskog pada proizvodnje i BDP, zbog nepovoljnih vremenskih uslova, kao i leti, zbog korišćenja godišnjeg odmora. Inflacija, s druge strane, se obično ubrzava s proleća, zbog pojave novih, skupljih sezonskih proizvoda na zelenoj pijaci, koji ulaze u obračun inflacije i u septembru, zbog pojačane tražnje. Ovim oscilacijama se, naravno, mora prilagoditi rast novčane mase, ukoliko se želi optimalna monetarna politika i postići adekvatna reakcija ekonomskih subjekata.

Takođe je bitno da CB ima **svest o stepenu razvijenosti privrede i posebno finansijskog sistema**, što opredeljuje karakteristike transmisionog mehanizma funkcionisanja monetarne politike i mogućnost tj. prostor za delovanje CB. Kod zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji, kakva je Srbija, finansijski sistem je obično bankocentričan, nedovoljno razvijen i različito razvijen u pojedinim segmentima, pri čemu su banke najvažniji ponuđači finansijskih usluga. U ovakvom okruženju da bi monetarna politika bila optimalna neophodno je obezbediti nezavisnost funkcionisanja CB, u pogledu nezavisnosti formulisanja ciljeva i instrumenta, legalnu nezavisnost, da je CB isključivi nosilac emisione funkcije, da ima kompetentne ljudske resurse i da ima pouzdane i promptne (trenutne) podatke o privrednim kretanjima. To je ono što bi moglo obezbediti veći kredibilitet CB kod ekonomskih subjekata, što bi delovalo u pravcu njihovog adekvatnog i pravovremenog reagovanja na mere i instrumente monetarne politike.

KOORDINACIJA MONETARNE I FISKALNE POLITIKE

Efikasna monetarna politika mora da bude dovoljno konzistentna (usaglašena, koordinisana) sa drugim makroekonomskim politikama, pre svega sa fiskalnom politikom. U savremenim uslovima monetarna i fiskalna politika se primenjuju potpuno koordinirano i sinhronizovano u pogledu kombinacije mera ovih politika**.** Ukoliko ne bi bila ostvarena navedena sinhronizacija i koordinacija instrumenata i mera teško bi bilo očekivati da se ostvare postavljeni ciljevi.

Obe politike deluju u pravcu ostvarenja makroekonomskih ciljeva različitim instrumentima. Pri tom, monetarna (monetarni agregati) i fiskalna (budžet, odnosno prihodi i rashodi) politika su dva dela (segmenta) jedinstvene finansijske politike. Važno je pažljivo birati mere koje će sinergetski (dopunjavajući) dati najbolji efekat za postizanje određenog cilja, uvažavajući konkretnu privrednu situaciju u zemlji, kao i razvijenost finansijskog tržišta.

U savremenim uslovima **monetarna i fiskalna politika se primenjuju potpuno koordinirano i sinhronizovano** u pogledu kombinovanja mera i instrumenata**.** Ukoliko ne bi bila ostvarena navedena sinhronizacija i koordinacija instrumenata i mera teško bi bilo očekivati da se ostvare postavljeni ciljevi.[199]

Monetarna politika pre svega preko regulisanja količine novca u opticaju i politikom kamatne stope želi (nastoji) da ostvari makroekonomske ciljeve. Istovremeno, fiskalna politika nastoji da to ostvari regulisanjem i preraspodelom dohotka (porezi, državni rashodi, javni dug, budžetski deficit, i dr.). Pri tom, trebalo bi imati u vidu da **fiskalna politika** u današnje vreme ima značajnu ulogu i da:

1) podiže stopu akumulacije;
2) je instrument preraspodele (redistribucije) i usmeravanja dohotka;
3) je instrument za regulisanje inflacije, odnosno, deflacije;
4) je instrument za regulisanje alokacije izvoza;
5) je instrument koji je neophodan u usmeravanju određenih pravaca i podsticaja nekih aktivnosti u privredi.

Delovanje na agregatnu tražnju fiskalna politika postiže neposredno kroz preraspodelu, a monetarna politika postiže posredno preko kamatne stope, štednje i investicija. Trebalo bi imati u vidu da monetarna i fiskalna politika imaju svoje prednosti i nedostatke, zbog čega ih vlada i centralna banka u svojoj makroekonomskoj politici uobičajeno kombinuju. Pri tome, se polazi od sledećih **principa (pravila):**

- Monetarna i fiskalna politika moraju osigurati dovoljnu tražnju, a da se pri tome ne izazivaju inflatorni efekti;
- Na nivou pune zaposlenosti, monetarna politika mora da osigura visoke kamatne stope i restrikciju novca, dok fiskalna politika dodatnim oporezivanjem treba da spreči pojavu širenja inflacije;[200]

199 Opširnije: Ćirović, M., *Uslovi za povećanje efikasnosti monetarne politike*, u studiji Analiza restriktivnosti, odnosno ekspanzivnosti monetarno-kreditne politike, Beograd, Narodna banka Jugoslavije, Radovi i metodološki materijali, 1989, str. 71-80.

200 Keynes-ova teorija preferencijalne likvidnosti ukazuje da se kamatne stope prilagođavaju kako bi se uravnotežile ponuda novca i tražnja za novcem.

- Da bi privatni sektor mogao da investira, da bi se povećala sklonost ka investiranju u ovom sektoru, mora se sniziti kamatna stopa, smanjiti poresko opterećenje, uz druge brojne olakšice za investiranje kapitala;[201]
- Porast dohotka i privredni razvoj dovode i do automatskog delovanja ugrađenih stabilizatora, pri čemu se sprečava pritisak poreza na rast troškova i cena;[202]
- U recesiji je delovanje fiskalne politike efikasnije u odnosu na delovanje monetarne politike. S obzirom na to da fiskalna politika podstiče neposredno tražnju i potrošnju (ekspanzivno orijentisana), dok se efekti pozitivne ekspanzivne monetarne politike šire sporo privredom, direktni efekti izostaju, dok su tzv. odloženi efekti (kašnjenje) znatno duži u odnosu na fiskalne. U periodu prosperiteta monetarna politika se smatra pogodnijom, posebno u obuzdavanju inflacije i smirivanju preterano visoke konjunkture (rasta proizvodnje).

Kao i kod monetarne politike kod **fiskalne politike su se razvila pravila**, na osnovu saglasnosti ekonomske teorije i prakse politike javne potrošnje. **Prvo pravilo** se tiče deficita javne potrošnje. Neki ekonomisti smatraju da budžetski deficit pomaže ublažavanju privredne nestabilnosti. Naime, u periodu krize i recesije država treba da dodatno troši, pa i po cenu deficitnog finansiranja, kako bi povećala agregatnu tražnju i time podstakla oživljavanje privredne aktivnosti. U vreme globalne ekonomske krize produženog trajanja mnogi ekonomisti su zagovornici ovakvog viđenja. U periodu privrednog rasta i razvoja privreda će se oporaviti i spontano će doći do uravnoteženja budžetske i javne potrošnje u celini. Ne mali broj ekonomista smatra da se fiskalna politika mora pridržavati pravila uravnoteženog trošenja, jer jednom generisan budžetski deficit ima težnju da se uvećava i postane ozbiljan izvor nestabilnosti privrede.

Drugo pravilo fiskalne politike se odnosi na vrstu i visinu poreskih zahvatanja. Visoko poresko opterećenje deluje destimulativno na privrednu aktivnost, a njihovo često menjanje izaziva nestabilnost uslova poslovanja, što otežava planiranje privrednika na duži rok. Stoga postoji zalaganje da poresko opterećenje ekonomskih subjekata bude na relativno nižem nivou, koji stimuliše preduzimljivost i rast, i istovremeno da se država pridržava pravila da ne menja poresko opterećenje često, čime se postiže stabilnost ambijenta poslovanja.

Boks 13.1. Dr Propast: Uzalud vam trud bankari

(Rubini N., *Financial times*, januar 2015.)

Poznati ekonomista Nurijel Rubini ili Doktor propast, u svom komentaru objašnjava zašto ECB ne može da zaustavi deflaciju.

Nekonvencionalne mere centralnih banaka, uključujući i kvantitativno popuštanje monetarne politike, nisu uspele da podstaknu ni inflaciju ni ekonomski rast u uslovima i dalje prisutnih neprijatnih efekata štednje na fiskalnom planu, smatra ugledni američki ekonomista Nurijel Rubini.

201 Prema *Mankiw*-u multiplikativni efekat se javlja pomeranjem agregatne tražnje koja je rezultat ekspanzivne fiskalne politike koja povećava dohodak a time i ličnu potrošnju.

202 Automatski ili ugrađeni stabilizatori označavaju namernu promene fiskalne politike (od strane kreatora politike) koja stimuliše agregatnu tražnju kada ekonomija zapadne u recesiju (prema *G. Mankiw*-u).

„Živimo u svetu u kojem je ponuda prevelika, a potrošnja premala. Rezultati su tvrdokorno dezinflacijski ako ne i deflatorni pritisci, uprkos agresivnom popuštanju monetarne politike."

Centralne banke SAD, V. Britanije i Japana godinama su vodile politiku tzv. kvantitativnog monetarnog popuštanja, odnosno štampanja svežeg novca i kupovanja državnih obveznica kako bi smanjile cenu novca i time podstakle kreditiranje i rast privrede. Nedavno je iste mere najavila i ECB, jer Evro zoni preti opasnost od deflacije.

Niz faktora je zakočio nastojanje da se monetarna politika iskoristi za podsticanje inflacije, konstatuje Rubini, ukazujući na razliku između postojećeg i potencijalnog BDP." Sve veće razlike u dohocima redistribuiranje dohotka od onih koji više troše na one koji više štede, produbile su manjak potražnje." Nekonvencionalne mere monetarne politike pokušavaju da spreče deflaciju kroz slabljenje valute i povećanje izvoza. „Da bi bili efikasni monetarni podsticaji moraju biti preduzimani paralelno sa privremenim fiskalnim podsticajima, a koji izostaju u svim značajnim privredama. U stvari i Evro zona, V. Britanija, SAD i Japan redom provode različite stepene fiskalne štednje i konsolidacije," napisao je Rubini.

Uvažavajući prethodno navedene principe, ostaje otvoreno pitanje: potreba, visina i koordinacija mera monetarne i fiskalne politike. U skladu sa savremenom makroekonomskom teorijom, može se uočiti da fiskalna politika deluje direktno na unutrašnju tražnju i potrošnju, a indirektno na platnobilansne odnose. Suprotno, monetarna politika na unutrašnju ravnotežu i agregatnu tražnju deluje indirektno, a na spoljnu direktno. To implicira novi zahtev – **da monetarna i fiskalna politika moraju da se kombinuju u svom osnovnom strateškom delovanju na internu i eksternu ekonomiju**.

Monetarnim instrumentima se unapred (*ex ante)* utiče na formiranje dohotka, ponašanja zaposlenosti i promene cena, dok se fiskalnim instrumentima unatrag (*ex post)* deluje na preraspodelu nacionalnog dohotka. Tabela 13.1. prikazuje mogući način sinhronizacije mera monetarne i fiskalne politike u procesu ekonomskog rasta.[203]

Osnovni zadatak monetarne i fiskalne strategije je da u dve osnovne faze privrednog ciklusa (faza rasta i faza pada), posebno interne ekonomije, kontroliše osnovne destabilizatore i kumulatore. Svaka faza sadrži celovit sistem konzistentnih mera, samo se postavlja pitanje izbora kombinacija i strategije vremenskog i strukturnog delovanja.

Povezanost monetarne i fiskalne politike dolazi do izražaja u sledećim situacijama:

- Kada u privredi vlada **recesija i nezaposlenost,** opadajuća – silazna faza privrednog ciklusa, kada je tražnja niska, monetarna i fiskalna politika moraju delovati **ekspanzivno**. Suprotno tome, u slučaju inflacije, usled preterane agregatne tražnje, restriktivna (tvrda) monetarna politika treba da bude dopunjena restriktivno orijentisanom fiskalnom politikom. Međutim, u praksi su stvari mnogo složenije za ekonomsku politiku, pa takva jednosmernost ne postoji, jer je često potrebno voditi „politiku jeftinog novca", ili liberalnu kreditnu politiku, da bi se podstakle investicije

203 Opširnije: Živković, A., Komazec, S., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000, str. 693.

i privredni rast, uz paralelno sprovođenje restriktivne budžetske politike (rashodi) i politike poreza;

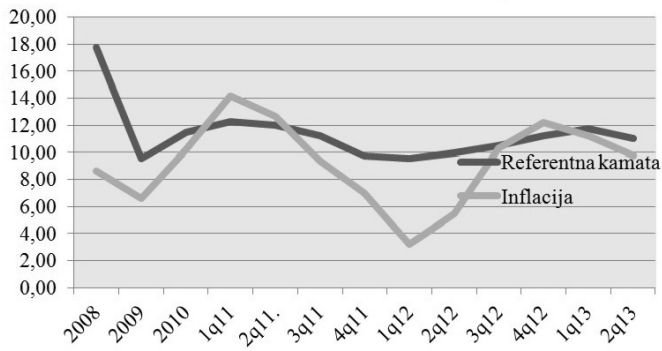
- U **finansiranju budžetskog deficita**. U savremenim uslovima budžetska politika, gotovo nigde nije politika uravnoteženog budžeta. Drugim rečima, budžetska ravnoteža predstavlja pre izuzetak nego pravilo. To je, pre svega, politika suficita ili deficita budžeta. Pri tom, suficit i deficit budžeta imaju svoje neposredno monetarno dejstvo;
- **Kod finansiranja javnog duga**, čija se politika danas svodi na politiku operacija na otvorenom tržištu, OOT (prvenstveno u razvijenim zemljama), gde kupovinom i prodajom hartija od vrednosti, HOV, nastalih na bazi javnog duga, centralna banka deluje na sredstva banaka i njihov kreditni potencijal.

MONETARNA I FISKALNA POLITIKA	INTERNA EKONOMIJA		EKSTERNA EKONOMIJA	
	Ekspanzija i visoka konjunktura	Depresija i nezaposlenost	Suficit platnog bilansa	Deficit platnog bilansa
MONETARNA POLITIKA				
Monetarna masa	Sužavanje	Širenje	Oprezno širenje	Kombinovano sužavanje
Kamatna stopa	Povećanje	Sniženje	Sniženje	Povećanje
Bankarski krediti	Smanjenje	Povećanje	Kombinovano	Kombinovano
Rezerve banaka	Povećanje	Smanjenje	Povećanje, Smanjenje	Sniženje, Povećanje
Devalvacija	-	-	-	Eventualno
Revalvacija	-	-	Eventualno	-
FISKALNA POLITIKA				
Porezi i drugi javni prihodi	Povećanje	Smanjenje	Povećanje	Smanjenje
Budžet	Politika suficita	Politika deficita	Suficit	Deficit
Javni rashodi	Sužavanje	Proširenje	Sužavanje	Proširenje
Dug	Sužavanje otplata	Proširenje	Povećanje	Smanjenje
Javni radovi	Sužavanje ili prestanak	Proširenje	-	-

Tabela br. 13.1. Sinhronizacija monetarne i fiskalne politike

Izvor: Živković, A., Komazec, S., Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000, str. 693.

Problem nedovoljne koordinacije monetarne i fiskalne politike može se ilustrovati na primeru Srbije tokom perioda tranzicije. Naime, monetarna politika oličena u kamatnoj stopi, odnosno ceni novca, bila je na suviše visokom nivou, naročito u odnosu na stopu inflacije, što je uslovilo niže od mogućih stopa rasta. Tokom perioda brzog rasta u protekloj deceniji (2001-2008.) bile su moguće i više stope rasta od postignute, respektabilne stope od 5,4% rasta BDP godišnje u proseku, pod uslovom da monetarna politika nije bila suviše restriktivna, preuzimajući na sebe stabilizujuću funkciju, pošto je fiskalna politika nije podržavala, jer je bila ekspanzivnog karaktera. Dodatno, ulaskom u period krize NBS je zadržala restriktivan karakter monetarne politike, uz visoke kamatne stope, naročito mereno u odnosu na stopu inflacije (Grafikon 13.1.), uprkos činjenici da je najveći broj centralnih banaka u svetu nivo referentnih kamatnih stopa sveo na vrednosti bliske nuli[204]. Na taj način, preko politike skupog novca, restriktivne monetarne politike, onemogućen je privredni oporavak.



Grafikon 13.1. Srbija, kamata i inflacija

Izvor: www.nbs.rs/statistika/kamatne_stope/kamatne_stope_nbs

Možemo zaključiti da su **monetarna** (monetarni agregati) **i fiskalna** (budžet, odnosno prihodi i rashodi) **politika dva dela jedinstvene finansijske politike**. Pri tom, trebalo bi pažljivo birati mere koje će sinergetski (dopunjavajuće) dati najbolji efekat za postizanje određenog cilja, uvažavajući konkretnu privrednu i ekonomsku situaciju u zemlji, kao i razvijenost finansijskog tržišta. Takođe, je bitno naglasiti da je monetarno-kreditna politika efikasnija u periodu inflacije, dakle kao stabilizaciona. Istovremeno, fiskalna politika je znatno efikasnija u periodu depresije i nezaposlenosti, dakle kao podsticajna.

204 "Među 145 analiziranih banaka u svetu NBS je sa visinom referentne kamatne stope na 129. mestu" (Makroekonomija portal – Kamatne stope – Damoklov mač privredi stanovništvu, 2.jun 2012.).

Boks 13.2. Kejnzijanci u Beloj kući

(Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 776-777)

Kada je jedan novinar 1961. godine upitao predsednika Džona F.Kenedija zašto zagovara smanjenje poreza, on je odgovorio, „Da bi stimulisao ekonomiju. Zar se ne sećate osnova ekonomije?". Kenedijeva politika, u stvari, se zasnivala na analizi fiskalne politike. Njegov cilj bio je da uvede smanjenje poreza, čime bi se povećala lična potrošnja, agregatna tražnja i proizvodnja i zaposlenost u ekonomiji.

Pri izboru ovakve politike, Kenedi se oslonio na svoj tim ekonomskih savetnika. Deo tog tima činili su i takvi istaknuti ekonomisti kao što su Džejms Tobin i Robert Solou, koji su kasnije osvojili Nobelovu nagradu za svoj doprinos ekonomskoj nauci. Kao studenti četrdesetih godina XX veka, ovi ekonomisti su pažljivo proučavali Opštu teoriju Džona Majnarda Kejnsa, koja je bila objavljena samo nekoliko godina ranije. Kada su predložili smanjenje poreza, Kenedijevi savetnici su samo sproveli Kejnsove ideje u delo.

Mada promene poreza mogu da imaju snažan uticaj na agregatnu tražnju, one imaju i druge efekte. Konkretno, promenom podsticaja koje ljudi imaju, porezi mogu da promene agregatnu ponudu dobara i usluga. Deo Kenedijevog predloga odnosio se na poreske kredite za investicije, kojima se pružaju poreske olakšice preduzećima koja investiraju u novi kapital. Veće investiranje ne bi samo momentalno stimulisalo agregatnu tražnju, već bi vremenom povećalo i proizvodni kapacitet ekonomije. Dakle, kratkoročni cilj povećanja proizvodnje kroz veću agregatnu tražnju udružen je sa dugoročnim ciljem povećanja proizvodnje kroz veću agregatnu ponudu. I zaista, kada je smanjenje poreza koje je predložio Kenedi konačno stupilo na snagu 1964. godine, pomoglo je da se ubrza otpočinjanje velikog ekonomskog rasta.

Od smanjenja poreza iz 1964. godine, kreatori politike su povremeno predlagali korišćenje fiskalne politike kao instrumenta za kontrolu agregatne tražnje. Kao što smo ranije rekli, prvi predsednik Buš pokušao je da smanjenjem poreza ubrza oporavak od recesije. Slično tome, kada je drugi predsednik Buš ušao u Ovalni kabinet 2001. godine, jedan od njegovih prvih predloga je bio znatnije i stalnije smanjenje poreza uključujući i momentalne poreske olakšice. Smanjenje poreza imalo je, između ostalog, za cilj i da pomogne američkoj ekonomiji da se brže oporavi od recesije koja je upravo otpočela.

BUDŽETSKI DEFICIT

Budžetski deficit predstavlja višak državnih rashoda nad prihodima države u određenom razdoblju, najčešće godinu dana.[205] On može biti tekući, konjunkturni, kada se obim prikupljenih prihoda smanjuje zbog opadanja privredne aktivnosti i strukturni, koji je uzrokovan dubljim, trajnijim razlozima i problemima koji ne omogućavaju da javni prihodi budu na nivou planiranih. Budžetski deficit otuda predstavlja tok, dok javni dug

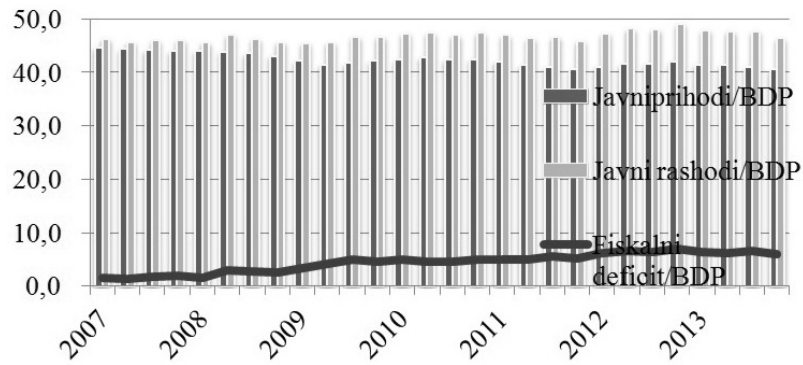
205 Đurović – Todorović J., Jovanović M, Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, EF Niš, 2006, str. 479.

predstavlja fond (stok). **Javni dug** ili državni dug predstavlja ukupnu zaduženost države prema domaćim i/ili inostranim poveriocima u određenom trenutku. Dakle, javni dug predstavlja kumulirani budžetski deficit u određenom periodu.

U savremenim uslovima budžetska ravnoteža je izuzetak. Savremena fiskalna teorija i praksa imaju **aktivan pristup budžetskom deficitu**, postavljajući budžetski deficit u širi okvir, ekonomski i socijalni. **Budžetski deficit**, kao neravnotežu u finansiranju države (manjak prihoda u odnosu na rashode), predstavlja relativnu kategoriju, čiji efekti zavise od niza uzročno povezanih okolnosti, kao što su:[206]

- Tekuća (konjunkturna) privredna kretanja, kretanje cena, privredna aktivnost, u kojima se budžetski deficit pojavljuje kao instrument pozitivne ili negativne korekcije tekućih kretanja;
- Budžetski deficit se ne može posmatrati izolovano od drugih mera ekonomske politike;
- Kod budžetskog deficita treba postaviti pitanje alternativnih mogućnosti, tj. da li se u strukturi budžetskih prihoda i rashoda, koji imaju za posledicu budžetski deficit, može naći i neka druga struktura prihoda i rashoda koja ima blagotvornije ekonomske (pozitivnije) efekte;
- Izvori finansiranja budžetskog deficita, kao što su krediti centralne banke, krediti ostalih monetarnih institucija /poslovnih banaka/, krediti nemonetarnih finansijskih institucija, izdavanje obveznica, inostrano zaduženje.

Efekti primene različitih izvora finansiranja budžetskog deficita će zavisiti od primene drugih mera ekonomske politike. Najmanje negativne posledice (konsekvence) se mogu očekivati od finansiranja deficita budžeta putem izdavanja dužničkih HOV države (obveznica države), a zatim korišćenjem kredita nemonetarnih finansijskih institucija. Potencijalni rizik dodatne monetarne ekspanzije nosi korišćenje kredita monetarnih institucija, naročito centralne banke.



Graf 13.2. Srbija, Javni prihodi/rashodi

206 Budžetski deficit je manjak poreskih prihoda u odnosu na državne rashode. U skladu sa tim budžetski suficit je višak poreskih prihoda u odnosu na državne rashode, odnosno javna štednja je poreski prihod koji preostaje državi kada plati svoje izdatke.

Ekspanzivan karakter fiskalne politike dugoročni je razvojni problem Srbije nasleđen iz prethodnog perioda. Nerestrukturirana javna potrošnja uticala je na ekspanzivan karakter fiskalne politike, koja je ograničavajuće delovala na rast privredne aktivnosti izazivajući oštriju monetarnu restrikciju od potrebne. Ulaskom u period oštrog uticaja svetske ekonomske krize, javna potrošnja trpi pritiske od ograničenog prikupljanja dovoljnih javnih prihoda, s jedne strane, i pritiska zbog povećanih potreba za servisiranje korisnika na strani rashoda, sa druge strane. Usled neadekvatne kratkoročne i dugoročne fiskalne politike poslednjih godina Srbija se suočava sa kritičnim stanjem u oblasti javnih finansija. Ona se ogleda u prekomernom učešću javne potrošnje u ostvarenom BDP, koji prevazilazi poreski kapacitet privrede i stanovništva. U okviru budžetske potrošnje došlo je do višegodišnjeg generisanja rastućeg deficita koji je dostigao 5-6% BDP (Grafikon 13.2), dok je javni dug dostigao čak 2/3% BDP[207].Da bi se prevazišli postojeći (hronični) narastajući problemi javni sektor u celini počeo je pribegavati zaduživanja, uključujući zaduživanje kod bankarskog sektor.

Iskustvo pokazuje da je korišćenje budžetskog deficita kao instrumenta ekonomske politike znatno uprošćenije (i sa manje rizika negativnih efekata) u slučaju kraktoročne, nego u slučaju njegove dugoročne primene. Drugim rečima, dugoročno generisanje budžetskog deficita vodi rastu javnog duga, koji bi mogao postati neodrživ. Pri tom, trebalo bi imati u vidu moguće negativne posledice neadekvatne upotrebe budžeta kao instrumenta ekonomske politike: [208]

- Povećanje tražnje robe i usluga iznad planiranih okvira, što može da deluje na porast cena (inflaciju), smanjenje izvoza i povećanje uvoza (spoljnotrgovinski deficit), i na taj način prouzrokovati više negativnih nego pozitivnih efekata;
- Finansiranje budžetskog deficita kreditima centralne banke vodi preteranoj monetarnoj ekspanziji, sa poznatim negativnim posledicama na porast tražnje robe i usluga (inflacija), cene i platni bilans (spoljnotrgovinski deficit);
- Usmeravanje budžetskog deficita na povećanje potrošnje, bez odgovarajućeg smanjenja potrošnje u drugim sektorima, vodi smanjenju akumulacije i usporavanju privrednog razvoja (recesija);
- Finansiranje deficita budžeta može prouzrokovati znatne poremećaje u tokovima finansiranja privrede (nelikvidnost).

EFEKAT ISTISKIVANJA

Efekat istiskivanja znači da celokupna javna potrošnja koja je finansirana na uobičajeni način bez pribegavanja deficitu, iz štednje (akumulacije), a ne putem kreiranja novca centralne banke, dovodi do porasta kamatnih stopa. Pošto poreski i drugi vezani izdaci predstavljaju za kompanije i porodice kao ekonomske subjekte trošak, to znači da izdaci za finansiranje države, fiskalni i parafiskalni nameti, istiskuju ekvivalentan obim potrošnje privatnog sektora privrede. To istovremeno znači da je ekspanzivni efekat budžetskog podsticaja ravan nuli. [209]

207 Narodna banka Srbije, *Finansijska stabilnost 2013.godine* Beograd, 2014., str. 25.

208 Opširnije: Živković, A., Kožetinac, G., *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005, str. 617-620.

209 *R.G.Hawtey* je tvorac teze efekta istiskivanja, u radu pod nazivom *Public Expandure and the Demand for Labour*, objavljenom u časopisu Economica, u broju iz marta 1925. Opširnije o efektu istiskivanja pogledati sledeći izvor: Mankiw, G., *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 772.

Problem finansiranja javnog duga teorijski je objašnjen tzv. Rikardovom teoremom jednakosti[210] Roberta Baroa. U neoklasičnom okviru se argumentuje da je za ekonomska kretanja svejedno da li se javni dug finansira oporezivanjem ili izdavanjem državnih HOV (obveznica). Domaćinstva izdavanje državnih obveznica povezuju sa budućim povećanjem poreza da bi se mogli otplatiti sadašnji dugovi države. Zato će domaćinstva biti motivisana da štede da bi mogla platiti buduće (projektovane) više poreze. Pošto će tako povećani dohodak biti usmeren na štednju, a ne na potrošnju, neće doći do porasta tražnje i BDP. Dakle, autori tvrde da povećano državno trošenje izaziva rast tražnje, koja utiče na rast kamatnih stopa, što istiskuje privatne investicije. Baro tvrdi da pošto nema povećanja agregatne tražnje da nema ni efekta istiskivanja privatnih investicija. Analiza ponašanja domaćinstava u SAD tokom 1980-tih godina demantovala (opovrgla) je tvrdnje Baroa. Drugim rečima, snižavanje poreza imalo je efekat u povećanoj potrošnji domaćinstava, što znači da je efekat istiskivanja ipak validan argument, uprkos drugačijim tvrdnjama Baroa.

U skladu sa tim istiskivanju se može pristupiti na nekoliko nivoa:

- Kao prostoj zameni novčane jedinice za novčanu jedinicu, gde država radi ono što privatni sektor ne radi, a gde negativnih efekata zapravo nema;
- Kada deficitno finansiranje nije praćeno emisijom novca, već emisijom dužničkih HOV, obveznica, što izaziva rast kamata;
- Ističe se značaj efekta bogatstva, tj. činjenice da deficit znači emisiju obveznica i povećanje bogatstva stanovništva, koje obveznice kupuje danas uz verovatnoću da će za sve u budućnosti biti povećani porezi kako bi se dug vratio. [211]

Trebalo bi imati u vidu da dejstvo javne potrošnje na dohodak zavisi od kamatne elastičnosti investicione tražnje i tražnje za novcem.[212]

Posmatranje na srednji i dugi rok, efekat istiskivanja utiče na smanjenje mogućnosti finansiranja investicija od strane privrede i stanovništva. Sporedni efekat istiskivanja dolazi do izražaja kroz povećanje kamatne stope, koja deluje na ograničavanje tražnje za finansijskim sredstvima od strane ekonomskih subjekata.

Relativno visok nivo realne kamatne stope preko budžetskog deficita je podržan ubrzanjem (akceleracijom) javnog zaduživanja na finansijskim tržištima uz restriktivnu monetarnu politiku. Država, da bi usporila rast kamatne stope, može da neutrališe efekat istiskivanja ako pribegne bilo monetarnoj ekspanziji, bilo zaduživanjem u inostranstvu, da bi usporila rast kamatnih stopa.[213]

---

210 Barro R. *Are Governement Bonds Net Wealth?* Journal of Political Economy, Vol 82, 1974. P. 1095-1117, na osnovu: Đurović – Todorović J., Jovanović M, Krstić B. – *Monetarni i fiskalni menadžment*, EF Niš, 2006, str. 480-481.

211 Opširnije o efektu bogatstva pogledati sledeći izvor: Jakšić, M., *Struktura ekonomske politike*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet u Beogradu, oktobar-decembar 1990, str. 240.

212 *M. Friedman* je skrenuo pažnju na ovu činjenicu u svom radu: *Capitalism and Freedom*, Chicago, 1962, pg. 82.

213 Opširnije o usporavanju rasta kamatne stope radi neutralisanja efekta istiskivanja pogledati u sledećem izvoru: Živković, N., *Finansijski mehanizmi javnog duga u tržišnim privredama*, magistarska teza, Ekonomski fakultet, Beograd, 1993, str. 43.

FINANSIJSKI MEHANIZAM JAVNOG DUGA

Čvrsta koordinacija monetarne i fiskalne politike je imperativ kod budžetskog finansiranja javne potrošnje, u suzbijanju inflacije koja se javlja kao posledica deficitarnog odnosa između tolerantnog budžetskog deficita, fiskalnog opterećenja i javnog duga. [214]

Alternativne metode koje se primenjuju u politici pokrića, finansiranja budžetskog deficita su:

- Primarna emisija centralne banke - uvećava monetarnu bazu, ali i rizikuje pojavu inflacije;
- Novčana sredstva deponovana kod sektora poslovnih banaka - povećavaju stopu likvidnosti (ubacuje se dodatna količina kredita u prometne tokove);
- Novčana akumulacija ekonomskih subjekata koja se apsorbuje izdavanjem hartija od vrednosti, HOV na domaćem finansijskom tržištu povlači akumulaciju iz privrede (istiskivanje). Politika upravljanja javnim dugom, uz fino doziranje (*fine tuning*) politike budžetskog deficita ili suficita, je efikasno sredstvo antiinflatorne ili antideflatorne politike, odnosno stabilizacione finansijske politike. Pri tome, je važno da li se povećava dugoročni dug za otplatu kratkoročnog duga i da li se kratkoročni dug otplaćuje iz tekućeg dohotka ili iz novog duga, ili iz primarne emisije i/ili bankarskih kredita;[215]

Boks 13.3. Epohalni potez – Zašto je ECB odlučila da štampa novac?

(Bošković R. Jutarnji list, februar 2015.)

ECB-ova odluka znači da je angloamerička monetarna doktrina, po kojoj centralna banka sme finansirati državu nadvladala krutu nemačku neoliberalnu doktrinu po kojoj je to potpuno neprihvatljivo, jer uzrokuje rasipništvo državne administracije i hiperinflaciju.

Šizma između tih dveju doktrina u kontinentalnoj Evropi postoji od vajmarske hiperinflacije 1920-tih godina. I dok američka, engleska i japanska centralna banka, da spomenemo samo najveće, slobodno kupuju obveznice svojih država i preduzeća da bi ih izvukla iz recesije, Nemci to ECB-u nisu dozvoljavali. A kad je ECB ipak odlučila da će to učiniti Nemci su je izveli pred sud, najpre Nemački Ustavni sud, a zatim i pred Evropski sud pravde.

No, pritisak američki i nekoliko velikih zemalja članice Evro zone, urodio je plodom, osobito nakon što su se pojavile najave da će Evropski sud pravde odbaciti nemačke prigovore, pa je ECB krenula stopama drugih centralnih banaka, samo sa sedam godina zakašnjenja i nakon što je optimalni rok za tu operaciju verovatno prošao.

214 Opširnije o koordinaciji monetarne i fiskalne politike pogledati u sledećem izvoru: Ćirović, M., *Novac i stabilizacija*, Savremena administracija, Beograd, 1982, str. 68.

215 Opširnije: Ristić, Ž., Komazec, S., *Deficitno finansiranje*, ABC Glas, Beograd, 1993., str. 193.

Inostrana finansijska sredstva – mogu se koristiti kada je deficit posledica investicija i za finansiranje ovih investicija. Negativne posledice spoljnih zajmova mogu biti da za dati nivo proizvodnje može da izazove inflaciju tražnje, a posledice su rast potrošnje, rast opšteg nivoa cena i pasivan trgovinski bilans. Neproduktivno korišćenje sredstava zajma, ima takođe negativne posledice, jer može izazvati deflacione efekte i problem otplate kredita.

Krediti monetarnih institucija, naročito centralne banke, bi trebalo da se primene kao krajnje rešenje, s obzirom na to da nose potencijalni rizik dodatne monetarne ekspanzije. Kreditima domaćih finansijskih institucija, poslovnih banaka prvenstveno, čija sredstva vode poreklo iz štednje kreirane na osnovu postojećeg dohotka, može se finansirati javni dug. Takvi zajmovi znače preraspodelu novčane mase i prebacivanje novca u javni sektor, bez stvaranja dodatne novčane mase. Inflatorni efekat se time izbegava. Međutim, složen sistem finansijskih tokova teži da zamagli jasno razlikovanje između finansiranja državnog budžeta na osnovu sredstava štednje (akumulacije) i finansiranja na bazi kreiranja novca od strane centralne banke.

Možemo zaključiti da je pomoću javnog duga moguće uticati na dinamiku novčane mase, a preko nje na nivo tražnje, ponude i cena**.** Država utiče na novčanu masu putem prodaje, odnosno kupovine, svojih hartija od vrednosti, HOV i kroz operacije na otvorenom tržištu, OOT, a potom i na ostale relevantne veličine (parametre). U periodima kada država emituje svoje obveznice određenog javnog zajma, onda ona, kao protivnaknadu, dobija novac od upisnika. [216]Trebalo bi, pri tom, imati u vidu da je odlučivanje u pogledu izvora finansiranja deficita limitirano i određeno (determinisano) nivoom razvijenosti privrede, posebno finansijskog sistema u celini, pre svega finansijskog tržišta.

Boks 13.4. Rusija pribegla inflacionom porezu

(Izvor: Vajns, M., Novi lideri Rusije planiraju da isplate dugove štampanjem novca, *New York Times*/09.1998, pg. A3[217])

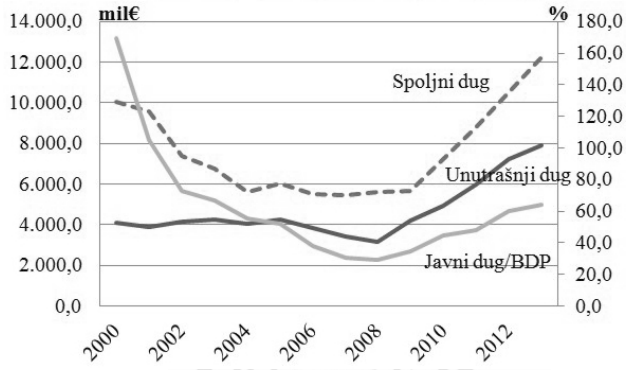
Moskva – Nova ruska komunistički orijentisana vlada danas je nagovestila da planira da podmiri svoje stare dugove i pomogne starim prijateljima štampanjem svežih rubalja, što je odluka koja je izazvala brzu i snažnu reakciju starih kapitalističkih saveznika predsednika Borisa Jeljcina. Zamenik predsednika centralne banke danas je izjavio da ta banka namerava da pomogne mnogim finansijskim institucijama u zemlji koje su pred bankrotstvom tako što će otkupiti njihove portfolije državnih obveznica i drugih državnih papira, vredne više milijardi rubalja. Kada je prošlog meseca izbila fiskalna kriza, Vlada je privremeno zamrzla hartije od vrednosti u iznosu od 40 milijardi dolara, pošto joj je nedostajao novac da isplati investitore koji su ih imali u posedu.

Kada ga je servis vesti Rojtersa upitao kako će skoro bankrotirana vlada pronaći novac kojim će isplatiti banke, zamenik Andrej Kozlov je odgovorio: „Emisijama, naravno, emisijama,.". „Emisije" su eufemizam za štampanje novca. Nekoliko sati kasnije u Vašingtonu, zamenik ministra finansija Lorens H. Sa-

216 Opširnije o uticaju javnog duga na dinamiku novčane mase pogledati u sledećem izvor: Perić, A., *Finansijska teorija i politika*, Savremena administracija, Beograd, 1987., str. 513.

217 U sledećem izvoru: *Mankiw, G.*, Principi ekonomije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007., str. 663.

mers rekao je potkomitetu Trezora da je Rusija na putu da povrati četvorocifrene stope inflacije koje su izbezumljivale potrošače, a vladu g. Jeljcina skoro skinule sa vlasti 1993. godine. Novi lideri Rusije ne mogu opozvati „osnovne ekonomske zakone", rekao je on.



Grafikon 13.3. Javni dug Srbije, unutrašnji, spoljni dug (mil€ - leva skala) i Javni dug/BDP (%- desna skala)

Sposobnost države da uredno izmiruje svoje obaveze od velikog uticaja je na sigurnost čitavog finansijskog sektora. Finansijski sektor Srbije nije direktno ugrožen izloženošću prema državnim hartijama od vrednosti (HOV), ali je brzina rasta javnog duga poslednjih godina velika i mogla bi da ugrozi finansijsku stabilnost zemlje u srednjem roku. Javni dug je u 2013. godini dostigao 20,1 mlrd. € ili 63,8% BDP. Ukoliko bi se tome dodali i dugovi lokalne samouprave, što zvanično ne ulazi u obračun, ali predstavlja budući teret za privredu i stanovništvo[218], onda dug premašuje 65% BDP. Drugim rečima, javni dug je poslednje tri godine rastao za 2,6 mlrd. € prosečno godišnje. Otuda je konsolidovani i na ovaj način prošireni konsolidovani fiskalni deficit dostigao 5%, odnosno 5,9% BDP. Ukupni fiskalni deficit se sastoji od osnovnog fiskalnog deficita i fiskalnog deficita po osnovu kamata. U 2013. godini ukupni fiskalni deficit je iznosio 3,3% BDP, a sa docnjama/kašnjenjima 3,7%, što ukazuje na veliku neravnotežu javnih prihoda i rashoda. Prema proceni NBS u 2014. godini konsolidovani budžetski deficit, uključujući vanbudžetske transakcije, dostigao je čak alarmantnih 7,1% BDP, a javni dug na kraju 2014. godine je dostigao svih 70% BDP[219].

218 Ovakav obračun javnog duga Srbije učinjen je od strane MMF-a.
219 NBS, isto, str. 25-27.

REZIME POGLAVLJA:

Monetarna i fiskalna politika su najvažnije makroekonomske politike i funkciji su ostvarivanja krajnjih ciljeva stabilnosti, pune zaposlenosti i rasta. Njihova efikasnost se ocenjuje prvenstveno sa stanovišta njihovog doprinosa ostvarivanju tih ciljeva. Monetarna politika mora poštovati pravila stabilnog rasta monetarnih agregata u dugom roku, usklađivanja politike sa procenjenim rastom BDP i procenjenom inflacijom. Fiskalna politika se takođe mora pridržavati pravila uravnotežene potrošnje i niskih i stabilnih poreskih opterećenja. Monetarna i fiskalna politika se moraju kombinovati i koordinirati da bi se postigli dopunjujući efekti, umesto međusobnog suprotstavljanja. Pri tom najvažnija pitanja se tiču budžetskog deficita, javnog duga i njihovog finansiranja.

KLJUČNE REČI:

koordinacija, optimalnost, efikasnost, istiskivanje, budžetski deficit, javni dug.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

13.1. Šta znači efikasnost ekonomske politike?
13.2. Koji faktori utiču na optimalnu efikasnost monetarne politike?
13.3. Šta se podrazumeva pod efikasnom monetarnom politikom?
13.4. Kojih se pravili treba pridržavati monetarna politika?
13.5. Šta je polazna osnova za formiranje ekonomskih ciljeva?
13.6. Zašto je važna koordinacija monetarne i fiskalne politike?
13.7.Šta je optimalna monetarna politika?
13.8. Šta znači sinhronizacija monetarne i fiskalne politike?
13.9. Kako deluju monetarna, a kako fiskalna politika na unutrašnju ekonomiju?
13.10. Kako deluju monetarna, a kako fiskalna politika na spoljnu ekonomiju?
13.11. Koliko je kašnjenje fiskalne, a koliko monetarne politike?
13.12. Kojoj politici primat daju monetaristi?
13.13. Kojoj politici primat daju kejnzijanci?
13.14. Šta je budžetski deficit?
13.15. Šta je javni dug?
13.16. Kakva je razlika budžetskog deficita i javnog duga?
13.17. Kada se koristi budžetski deficit kao instrument ekonomske politike?
13.18. Šta je efekat istiskivanja na finansijskom tržištu?
13.19. Kako se prevazilazi budžetski deficit?
13.20. Kako se finansira javni dug?
13.21. Da li CB može finansirati državu?

MONETARNA POLITIKA EVROPSKE UNIJE

14

Evropska unija (EU) predstavlja jedinstveno evropsko tržište na kome se slobodno razmenjuju radna snaga, kapital, dobra i usluge, a Evropska monetarna unija (EMU) predstavlja uniju sa jedinstvenom valutom, centralnom bankom i monetarnom politikom.

CILJEVI UČENJA:

- Da se upoznate sa istorijskim razvojem Evropske monetarne unije (EMU);
- Znate koja je valuta Evropske monetarne unije;
- Nabrojite značajne institucije Evropske monetarne unije;
- Objasnite upravljačku strukturu Evropske centralne banke (ECB);
- Znate koje su karakteristike monetarne politike ECB;
- Navedete osnovne strategije monetarne politike ECB;
- Objasnite monetarne instrumente ECB;
- Objasnite osnovne karakteristike fiskalne politike Evropske monetarne unije;
- Znate šta obuhvata platni sistem Evropske unije.

UVOD

Evropska monetarna unija je rezultat želje razvijenih zemalja Evrope, pre svega Nemačke i Francuske, da se stvori jedinstveno evropsko tržište na kojem će radna snaga, kapital, dobra i usluge moći slobodno da se kreću. Cilj je bio da se iskoristi ekonomija obima i razvije najveće i najbogatije regionalno tržište na svetu, koje bi privrednim subjektima omogućilo nesmetani razvoj i dalje širenje na globalno tržište. Potrošači i domaćinstva bi takođe trebalo da ostvare niz koristi od smanjenih troškova, nižih cena, mogućnosti života i rada na čitavom evropskom tržištu, većeg izbora dobara i usluga i poslovnih mogućnosti.

Evropska monetarna unija predstavlja do sada najviši stupanj ekonomske integracije na evropskom prostoru, osnovana 1979. godine, aktivirana početkom 1999.godine, sa jedinstvenom valutom, CB i jedinstvenom monetarnom politikom, eksperiment je bez presedana u svetu. Od rezultata prevazilaženja tekuće ekonomske krize umnogome zavisi da li će se Evropska monetarna unija u budućnosti širiti i kako će se uopšte gledati na ekonomske integracije.

ISTORIJAT EVROPSKOG MONETARNOG SISTEMA

Stvaranje monetarne i ekonomske unije predstavlja istorijski dug proces izgradnje institucija, legalnog okvira i politika, koji pretpostavlja realizaciju mnogih važnih poduhvata, kao što su: [220]

- Centralizacija monetarne politike i udruživanje deviznih rezervi;
- Uspostavljanje jedinstvene centralne banke ili sistema centralnih banaka koje kontrolišu primenu stabilizacione politike;
- Konvertibilnost (makar unutrašnja) valuta zemalja koje učestvuju u uniji;
- Uspostavljanje fiksnog deviznog kursa među valutama zemalja članica;
- Integracija kapitalnih tržišta;
- Jedinstveni nastup na međunarodnim finansijskim tržištima;
- Izjednačavanje stope inflacije;
- Harmonizacija fiskalnih sistema;
- Sličnost u nivoima ekonomskog razvoja ili pak postojanje izdašnog fonda za transfer sredstava u manje razvijene regione, kao i one koji su pod uticajem eksternih šokova;
- Usklađivanje ekonomskih politika zemalja članica, kao i spremnost za sprovođenje korekcije zarada u uniji.

Evropska ekonomska zajednica (EEZ), koju su sačinjavale bliske susedne zemlje, ranije članice carinske unije: zemlje Beneluksa (Belgija, Holandija i Luksemburg), Francuska, Italija i Nemačka, je osnovana **Rimskim ugovorom** zaključenim 25. marta **1957. godine**, koji je stupio na snagu 1. januara 1958. godine. Namera (Intencija) je bila da se ubrza razvoj zemalja članica i stvori **jedinstveno evropsko tržište** (*Single European Market*, *SEM*) na kojem će radna snaga, kapital, dobra i usluge moći slobodno da se kreću. Smatralo se da će, kada zemlje članice uklone prepreke za međusobnu trgovinu (zabrane, carine, kvote i druga ograničenja) kompanije ostvariti ekonomiju obima širenjem svog tržišta po celoj Evropi. Istovremeno, neefikasna preduzeća bi bila izložena većoj konkurenciji izvan granica, što bi ih motivisalo da unaprede svoju efikasnost. Cilj je, dakle, da se iskoriste ekonomija obima i razvije najbogatije i najveće regionalno jedinstveno tržište, koje bi kompanijama omogućilo brži razvoj i dalje širenje na globalnom tržištu. Istovremeno, potrošači i doma-

220 Madžar, L., *Evropska monetarna unija*, u zborniku Poslovna klima u Srbiji i pridruživanje Evropskoj uniji, FTB, Beograd, 2007., str. 111, u sledećem izvoru: Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., Međunarodna ekonomija, Zavod za udžbenike & FEFA, Beograd, 2009., str. 391.

ćinstva bi ostvarili korist od sniženja troškova, ujednačavanja cena, većeg izbora dobara i usluga i poslovnih mogućnosti na jedinstvenom poslovnom prostoru.[221]

Kvantitativna ograničenja su ukinuta 1.jula 1961. godine, carine na jedinstvenom tržištu su eliminisane i uspostavljene zajedničke carinske tarife 1.jula 1968. godine.[222] EEZ je 1972. godine značajno proširena ulaskom Velike Britanije, Danske i Irske. Potom su 1976. godine pristupile Španija i Portugalija, a 1979. godine Grčka, da bi 1995. godine došlo do daljeg širenja ulaskom Austrije, Švedske i Finske. Sredinom protekle decenije došlo je do prijema prvih zemalja centralne i istočne Evrope, koje su 1990-tih godina započele procese prelaska na tržišni način privređivanja, kada su (2005. godine) Evropskoj uniji (EU) pristupile Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Litvanija, Estonija, Letonija, Slovenija, Malta i Kipar. Početkom 2007. godine EU pristupaju Bugarska i Rumunija, i konačno Hrvatska 2013., tako da EU ima 28 zemalja članica.

Godine 1992. potpisan je Ugovor o **Evropskoj uniji (EU)** u Mastrihtu. Mastrihtski ugovor je stupio na snagu krajem 1993. godine i, između ostalog, sadrži: [223]

- Promenu imena u EU;
- Tri nove nadležnosti EU (spoljna politika, bezbednosna politika i sudstvo);
- Uvođenje državljanstva EU;
- Uvođenje evra kao jedinstvene valute;
- Snaženje uloge Parlamenta;[224]
- Povećanje broja pitanja o kojima se glasa ¾ većinom;
- Uspostavljanje odbrambene politike EU;
- Stvaranje kohezionog Fonda;
- Uvođenje ustava EU i supsidijarnosti akata, kao ustavnog principa.

Organi upravljanja Unijom su:

1) Evropski parlament sa sedištem u Strazburu - predstavlja narode država članica i njegovi poslanici se neposredno biraju;
2) Evropska komisija - predstavlja najviši organ EU (Vladu);
3) Evropski savet - čine ga šefovi država i vlada zemalja članica EU, kao i predsednik Evropske komisije. Minimalno dva puta godišnje održava sastanke, a zaključci se koriste kao smernice u radu organa i institucija EU;

221 Opširnije: *Mankiw*, G., *Taylor*, M., *Ekonomija*, Data Status, Beograd, 2008, str. 767-794; Ćirović, M., *Devizni kursevi*, Bridge company, Beograd, 2000., str. 105-159; Salvatore, D., *Međunarodna ekonomija*, deveto izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009., str. 743-752 i Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., ibid, str. 391-408.

222 Izuzetak je postojao kod osetljivih proizvoda (aluminijuma, cinka, olova, pamučnog tekstila, poljoprivrede i dr.), gde je rok ukidanja carina bio nešto duži.

223 Ona je zvanično definisana kao „porodica demokratskih evropskih zemalja, posvećenih zajedničkom radu za mir i prosperitet".

224 Evropske direktive su osnažene, kao osnovni zakonski akti EU, a postoje kao podzakonski akti uredbe, odluke, uputstva, preporuke i pravilnici. Tokom 2004. godine je usvojen prvi Nacrt ustava EU, koji bi se primenjivao kada ga ratifikuju sve zemlje članice. Međutim, ustav nije ratifikovan pošto nije prošao na referendumu u Nemačkoj i Francuskoj, zbog čega se odustalo od ustava kao glavnog akta Unije. Na pedesetogodišnjicu Unije 1994. godine usvojen je manje značajan dokument, Sporazum o daljem razvoju Unije tzv. Lisabonski sporazum.

4) Savet ministara - najvažnije telo EU, koje objedinjuje zakonodavne i izvršne funkcije, a nadležan je za donošenje propisa i usaglašavanje politika zemalja članica;
5) Sud pravde i
6) Finansijski sud.

Jedinstveno evropsko tržište je počelo da funkcioniše 1993. godine, a stvaralo se prema direktivama EU, odnosno vlada zemalja članica, a smisao uvedenih promena je ostvarenje sledećih ciljeva:

- Slobodno kretanje dobara, usluga, radne snage i kapitala između zemalja članica EU;
- Usaglašavanje zakona, propisa i administrativnih odredbi između zemalja članica (u segmentu poljoprivrede, osnivanja preduzeća, politike kvaliteta, naučno-tehnološke politike, politike saobraćaja, politike u oblasti ekologije, antimonopolske politike i propisa o zaštiti potrošača);
- Zajednička politika konkurencije koju sprovodi Evropska komisija;
- Sistem zajedničkih eksternih carinskih tarifa.

Evropska unija ima veliku ekonomsku snagu, globalno posmatrano, koja se ogleda u: ukupnom stanovništvu (506 miliona), BDP-u (13.529 milijardi € u 2013., što je nešto više od SAD-a), BDP po stanovniku (26.600 € u 2013.), učešću u svetskom BDP (23% u 2013. godini), vrednost izvoza roba i usluga (1.733 milijardi €), vrednost uvoza roba i usluga (1.683 milijardi €) i učešće u svetskoj trgovini (16% u 2013.).[225]

Evropska unija je prošla značajan put integracije od ukidanja međusobnih carina i uvođenja zajedničke carinske tarife prema trećim zemljama, slobode u kretanju tehnologije, radne snage i kapitala, uvođenja monetarne saradnje, pa do složene (kompleksne) ekonomske, monetarne i sve više političke integracije, uključujući i socijalnu politiku, unutrašnju bezbednost i spoljnu politiku. Članice Unije se trude da unaprede evropsku industriju, kroz podsticaje brzom usaglašavanju najvažnijih grana privrede. Takođe, postoji zajednička politika razvoja svih važnih sektora privrede (energija, čelik, poljoprivreda, saobraćaj, nauka, tehnologija). Intenzivna saradnja je ostvarena i u tehnološki intenzivnim industrijama: kompjuteri, elektronika, vazduhoplovstvo i oprema za nuklearnu energiju.

U ekonomiji se nadležnosti EU stalno proširuju. Unija je objedinila u domen zajedničke politike:

- Monetarnu politiku i delimično fiskalnu politiku;
- Spoljnotrgovinsku politiku (zajedničko tržište);
- Poljoprivrednu politiku;
- Politiku kretanja građana i zapošljavanja;
- Naučno - tehnološku politiku;
- Politiku saobraćaja;
- Politiku životne sredine;
- Antimonopolsku politiku;
- Zaštitu potrošača.

225 Izvor: ECB (ecb.europa.eu).

Evropska monetarna unija je najviši vid ekonomske integracije, područje sa jedinstvenom valutom, jedinstvenom centralnom bankom i monetarnom politikom, a razvijana je postupno u dužem vremenskom periodu. Rimskim ugovorom je predviđeno formiranje zajedničkog tržišta, progresivno ukidanje prepreka trgovine, kao i slobodna cirkulacija robe, usluga, radne snage i kapitala.

Evropski monetarni sistem (EMS) je osnovan 1979.godine. Suština EMS bila je stvaranje zone monetarne stabilnosti grupe evropskih zemalja sa ključnom ulogom fiksnih deviznih kurseva. Zamisao je bila da se putem fiksnih kurseva stvori osnova za veći stepen konvergencije (ujednačavanja) makroekonomskih politika i ekonomskih performansi u zemljama članicama, što bi povratno delovalo na održavanje stabilnih kurseva. Fiksni devizni kursevi su bili koncipirani kao osnova kasnijeg stvaranja jedinstvene valute. Istovremeno sa procesima monetarne integracije putem fiksnih kurseva delovala bi i ekonomska integracija u vidu stvaranja jedinstvenog robnog i finansijskog tržišta u zemljama članicama. Smisao mehanizma EMS bio je da se preko valutne i ekonomsko-finansijske integracije obezbede povoljniji uslovi za dugoročni tržišno orijentisani ekonomski razvoj. Ono bi se ostvarilo kroz povećanje konkurencije između velikih kompanija i banaka, što bi unapredilo konkurentnost na globalnom tržištu. Pri tome, fiksni kursevi smanjuju devizne rizike između nacionalnih valuta i predstavljaju osnovu za stvaranje složene (kompozitne) regionalne valutne jedinice (**EKI**). U skladu sa dugoročnom vizijom, evropski region kretao bi se, preko stvaranja jedinstvenog robnog i finansijskog tržišta, u pravcu političke unije sa jedinstvenom regionalnom valutom.

Proces stvaranja monetarne integracije u zemljama EZ (kasnije EU) započinje 1970. godine objavom *Werner*-ovog plana, koji je predviđao fazno stvaranje ekonomske i monetarne unije u periodu od 1971. do 1980. Uska margina dozvoljenih oscilacija deviznih kurseva valuta ove grupacije trebalo je vremenom da bude eliminisana, što bi bilo kombinovano sa uvođenjem neopozivo fiksnih deviznih kurseva, čime bi se stvorila pretpostavka za jedinstvenu evropsku valutu. Nacionalni novac bio bi zamenjen za jedinstven evropski novac, koji bi bio emitovan od strane evropske centralne banke.

Do realizacije *Werner*-ovog plana nije došlo u potpunosti zbog nepovoljnih spoljnih okolnosti. Ostvarena je monetarna saradnja (kooperacija) grupe zemalja zapadne Evrope u vidu devizno-kursnih aranžmana. Tzv. Evropska valutna zmija, koja je predviđala zonu oscilacije deviznih kurseva +/-2,25% je aktivirana 1972.godine, a naredne godine formiran je Evropski monetarni kooperacioni fond, sa zadatkom da odobrava kratkoročne kredite u cilju finansiranja dela interventnih operacija centralnih banaka na deviznim tržištima. Potom je 1975. formirana evropska valutna jedinica (EUA, *European Unit of Account*), kao korpa nacionalnih valuta zemalja članica EZ.

Evropski monetarni sistem aktiviran je marta 1979. godine. Formirale su ga inicijalne zemlje članice: Nemačka, Francuska, Holandija, Belgija, Luksemburg, Danska, Irska, Italija i V. Britanija, kasnije su se priključile Grčka, Španija i Portugal (1985. i 1986. godine), a Švedska, Finska i Austrija početkom 1990-ih godina.

Osnovu funkcionisanja EMS predstavljao je mehanizam ekija. Pri tome, **mehanizam deviznog kursa (ERM, *Exchange Rate Mechanism*)** je regulisao dinamiku sistema fiksnih

kurseva EMS, kao i procedure kod eventualnih promena centralnih kurseva. Takođe, postojala je mogućnost da neka zemlja članica EZ bude u sastavu EMS, ali da ne mora da uđe u mehanizam ERM, ukoliko ne prihvata specifične obaveze koje proističu iz toga (npr. V. Britanija).

Zemlje koje su prihvatile režim ERM imale su obavezu da brane fiksne kurseve svojih valuta i to putem odbrane rešetkastih bilateralnih kurseva zemalja članica EMS, što je značilo da domaća makroekonomska politika, pre svega monetarna politika, mora da bude orijentisana na obezbeđivanje spoljnoekonomske ravnoteže u cilju održavanja fiksnog deviznog kursa. Bio je predviđen intervencioni mehanizam za centralne banke (korišćenje deviznih rezervi ili kreditne linije centralnih banaka) ukoliko se pojave kratkoročni pritisci koji bi težili da izbace tržišne kurseve izvan tolerantne granice (margine) oko fiksnih kurseva. U slučaju pritiska fundamentalnog karaktera na devizne kurseve, interventne operacije bi morale hitno da budu dopunjene korektivnim programima monetarne i fiskalne politike, kako bi se očuvali fiksni centralni kursevi.

ERM je predvideo mogućnost promene centralnih kurseva u slučaju da intervencije na deviznim tržištima zajedno sa korektivnim promenama na planu monetarne i fiskalne politike nisu dovoljne za obezbeđivanje stabilnosti fiksnih deviznih kurseva. Promene centralnih kurseva trebalo bi da budu korišćene što ređe i samo kao poslednje sredstvo. U okviru ERM promene centralnih kurseva su sprovođene na dogovornoj i multilateralnoj osnovi (bazi). Na taj način, mehanizam promene centralnih kurseva u okviru EMS ističe kolektivnu odgovornost i kolektivni način donošenja odluka o promeni. Osnovna ideja je da se na simetričan način vrše promene centralnih kurseva u okviru ERM. Isto je po pravilu realizovano u vidu multilateralnih promena centralnih kurseva, tako da su vršene usklađene devalvacije jedne ili više valuta, uz istovremene revalvacije druge ili drugih valuta.

Stabilnost nivoa cena ima prioritetan značaj kod projektovanja makroekonomskih politika zemalja članica, što je implicitni rezultat ekonomske strategije ERM. Rezultati funkcionisanja EMS na planu stabilizacije deviznih kurseva i konvergencije stopa inflacija se mogu oceniti pozitivno. Pozitivan efekat funkcionisanja EMS imao je takođe domen smanjivanja kratkoročnih oscilacija nominalnih deviznih kurseva (tzv. visokofrekventne vibracije), kao i smanjivanje odstupanja (devijacija) realnih deviznih kurseva u odnosu na ravnotežne nivoe (tzv. niskofrekventne vibracije). Istovremeno je došlo do povećanih raskoraka (divergencija) između valuta EMS i valuta zemalja koje su bile izvan ovog regionalnog sistema (američki dolar, japanski jen, itd). Važno je naglasiti da se prilikom davanja ocene o smanjivanju inflacije, mora uzeti u obzir i činjenica da je do sličnih procesa došlo i u razvijenim zemljama izvan regiona EMS.

Ugovorom iz Mastrihta iz **1992**. godine su predviđene tri faze za realizaciju projekta **Evropske monetarne unije (EMU).**

Prva faza stvaranja EMU je trajala od 1990. do 1994. godine, koju karakteriše napredovanje na stvaranju jedinstvenog robnog i finansijskog tržišta, konvergencija ekonomskih performansi među zemljama članicama putem koordinacije monetarnih i fiskalnih politika. Ovi procesi su se sprovodili u okviru postojećih institucija, tako da nije bila kreirana jedinstvena monetarna institucija.

Druga faza tranzicije je trajala od 1994. do 1998. godine. Formiranje Evropskog monetarnog instituta (EMI), sa sedištem u Frankfurtu, je osnovni rezultat ove faze. EMI je zamenio komitet guvernera centralnih banaka EZ i imao je savetodavnu ulogu, s obzirom na to da su definitivne odluke u pogledu monetarnih politika zemalja članica i dalje bile u nadležnosti nacionalnih centralnih banaka.

		Treća faza 1.januar 1999.
	Druga faza 1.januar 1994.	Nepovratno fiksiranje stopa konverzije
Prva faza 1.jul 1990.	Osnivanje Evropskog monetarnog instituta EMI	Uvođenje evra
Kompletna liberalizacija kapitalnih transakcija	Prestanak kreditiranja javnog sektora od strane centralne banke	Sprovođenje jedinstvene monetarne politike od strane Evropskog sistema centralnih banaka
Rast saradnje između banaka	Rast koordinacije monetarnih politika	UIazi u funkciju mehanizam intra EU kurs razmene (ERM II)
Slobodna upotreba EKI-ja, prethodnice evra	Jačanje ekonomske konvergencije	Počinje sa radom Pakt stabilnosti i rasta
Unapređenje ekonomske konvergencije	Proces koji vodi nezavisnosti centralnih banaka treba da bude završen najkasnije do dana formiranja Evropskog sistema centralnih banaka	
	Pripremni rad za treću fazu	

Tabela 14.1. Faze kreiranja Evropske monetarne unije

Izvor: www.europa.eu.int[226]

Boks 14.1. Evropski monetarni institut

(Kovačević, R., *Međunarodne finansijske institucije,* IEN, Beograd, 1999.[227])

Evropski monetarni institut ima pionirsku ulogu vezanu za monetarnu uniju i prethodnik je Evropske centralne banke. Zadatak ove institucije je bio:
- da pripremi osnove za jedinstven evropski novac,
- da jača saradnju među nacionalnim centralnim bankama,
- da radi na jačanju monetarnih politika u cilju obezbeđenja stabilnosti cena,
- da prati funkcionisanje Evropskog monetarnog sistema,

226 Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., isto, str. 396.
227 Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., isto, str. 395.

- da radi na obezbeđenju konsultacija o svim relevantnim pitanjima za centralne banke i obezbeđenju stabilnosti finansijskih tržišta,
- da preuzme ovlašćenja Evropskog fonda za monetarnu saradnju,
- da olakša upotrebu eki i da nadgleda njegov razvoj.

Ovim institutom upravljao je Savet guvernera centralnih banaka zemalja članica.

Uoči treće faze razvoja EMU, centralne banke svih zemalja članica evro zone neopozivo su fiksirale devizne kurseve prema evru na dan 1.januar 1999. godine.

Valuta	Međunarodna oznaka valute*	Odnos valute prema evru
Austrijski šiling	ATS	13,7603
Belgijski franak	BEF	40,3399
Holandski gulden	NLG	2,20371
Finska marka	FIM	5,94573
Francuski franak	FRF	6,55957
Nemačka marka	DEM	1,95583
Irska funta	IEP	0,787564
Italijanska lira	ITL	1936,27
Luksemburški franak	LUF	40,3399
Portugalski eskudos	PTE	200,482
Španska pezeta	ESP	166,386

* Međunarodni standard za oznaku valute je trocifrena slovna oznaka, kod koje dva prva slova označavaju zemlju, a treće slovo valutu.

Tabela 14.2. Odnos nacionalnih valuta zemalja članica EMU prema EVRU

Treća faza stvaranja Evropske monetarne unije (EMU) započela je u januaru 1999. godine. Odluka o listi zemalja koje su ispunile uslove za članstvo u EMU, tzv. uslove konvergencije (ujednačavanja), doneta je maja 1998. godine, pri čemu je 14 zemalja ispunilo uslove, od kojih 3 nisu želele da se priključe monetarnoj uniji. U momentu formiranja EMU u njen sastav je ušlo 11 zemalja: Nemačka, Francuska, Italija, Holandija, Belgija, Luksemburg, Irska, Austrija, Španija, Portugal i Finska.

Stopa inflacije	max 1,5% iznad stope inflacije u tri zemlje članice EU sa najnižom inflacijom
Kamatna stopa	dugoročna nominalna kamatna stopa na državne obveznice može da iznosi max 2% iznad proseka tri zemlje EU koje imaju najniže stope inflacije
Devizni kurs	uslov da nacionalna valuta u poslednje dve godine nije devalvirala (tj. da nije promenila kurs) i da je zemlja bila u sastavu ERB
Fiskalni deficit	Godišnji budžetski deficit ne sme biti veći od 3% BDP, a ukupan javni dug ne sme biti veći od 60% BDP.
Tolerancija	izuzetno zemlja koja ne ispunjava jedan ili dva kriterijuma može da bude primljena u EMU, ukoliko se oceni da je postigla visok napredak u pogledu svih izloženih performansi

Tabela 14.3. Kriterijumi konvergencije za ulazak u Evropsku monetarnu uniju

Na kraju su konstituisani **Evropski sistem centralnih banaka, ESCB (*European System of Central Banks*) i Evropska centralna banka ECB (*European Central Bank*),** sa sedištem u Frankfurtu, kao zamena za EMI. Najviši organ upravljanja ESCB je **Upravni savet**, koga čine članovi Izvršnog odbora ECB. U radu sednica Upravnog saveta može aktivno da učestvuju predstavnik Komisije EU (vlade EU) i predsednik ECOFIN (Saveta ministara ekonomije i finansija EU), bez prava glasa. Odluke o monetarnoj politici donose se većinom glasova, a u slučaju nerešenog ishoda, glas predsednika je odlučujući. Svi članovi Upravnog saveta obavezni su da zastupaju interese EU kao celine i posebno stabilnost cena kao generalni cilj monetarne politike. Zadaci Izvršnog odbora ECB sastoje se u operativnom sprovođenju monetarne politike na osnovu odluka i smernica donetih od strane upravnog saveta.

Izvršni odbor ECB se sastoji od predsednika, potpredsednika i četiri člana biranih iz redova istaknutih predstavnika centralnih i poslovnih banaka.[228] Treća institucija je **Generalni savet ECB** u kojem učestvuju guverneri centralni banaka svih zemalja EU, bez obzira da li su te zemlje ušle u monetarnu uniju, kao i predsednik i potpredsednik ECB. Zadatak generalnog saveta je obavljanje funkcija koje je ranije imao EMI. Posebno generalni savet ima zadatak da vrši monitoring procesa konvergencije zemalja članica koje ne učestvuju u monetarnoj uniji u cilju pripremanja ovih zemalja da se kasnije priključe. Generalni savet će postojati samo toliko dugo dok još bude zemalja članica EU koje nisu pristupile evro zoni.

Evro, kao jedinstvena valuta Evro zone, počeo je da se koristi 1999. godine u bezgotovinskom platnom prometu. Evro u vidu kovanica i novčanica zvanično je počeo da funkcioniše od početka 2002. godine. Broj zemalja Evropske monetarne unije koji koristi evro je 19.

228 Opširnije: www.ecb.int.

PREDNOSTI JEDINSTVENE VALUTE	NEDOSTACI JEDINSTVENE VALUTE
Eliminacija transakcionih troškova	Država članica se odriče svoje nacionalne valute
Smanjenje cenovne diskriminacije	Država članica se odriče svoje slobode u određivanju monetarne politike
Smanjenje varijabilnosti deviznog kursa	Država članica se odriče svoje slobode u mogućnosti makroekonomskog usklađivanja putem kretanja eksterne vrednosti svoje valute

Tabela 14.4. Prednosti i nedostaci zajedničke valute

Prednosti i nedostaci uvođenja evra se mogu sistematizovati na sledeći način:[229]

- Prednosti - direktne: snižavanje transakcionih troškova, poređenje cena u evro-zoni od strane njenih državljana – jasnije razlike u cenama roba i usluga, trošak održavanja 12 valuta je mnogo veći nego jedne, olakšana je alokacija faktora proizvodnje, ostvaruje se emisiona dobit, evro je značajnija valuta nego što su pojedinačno bile svih prethodnih, povećana je transparentnost prilikom transakcija i eliminisan je rizik deviznih kurseva, širenje finansijskih tržišta koja postaju dostupnija i likvidnija.
- Prednosti – manje direktne: makroekonomska stabilnost, niže kamatne stope, strukturne reforme, stvaranje nove globalne rezervne valute, intenzivniji ekonomski rast, uvećan kredibilitet fiskalne politike i veće socijalne beneficije za korisnike.
- Nedostaci i troškovi: tehnički troškovi prelaska na evro, gubitak menjačkih poslova, gubitak kursa valute, kontrolisana fiskalna politika, gubitak monetarne autonomije.

Zemlje će biti manje pogođene uvođenjem evra ako su: otvorenije za trgovinu, imaju diversifikovaniju privredu i imaju veću mobilnost proizvodnih faktora (posebno rada).

Boks 14.2. Budućnost evropske monetarne unije

(Maraš I., Institut za pravo i finansije, Beograd)

Krizi Evro zone se i dalje ne vidi kraj, zbog čega evroskeptici zadovoljno ponavljaju svoje stavove o neodrživosti monetarne unije. Zbog aktuelne krize mnogi osporavaju teoriju o optimalnoj valutnoj zoni Roberta A. Mandela, i tvrde da je zajednička evropska valuta Evropi donela više štete nego koristi.

Tvrditi da je Evropska monetarna unija uzrok krize u zemljama Evro zone, i da bi sve ove zemlje imale uspešnije ekonomije da nisu uvele evro je u najmanju ruku netačno i jednostrano, jer zanemaruje sve pozitivne efekte koje je evro doneo zemljama Evro zone. Iako je evro doneo rast output-a, smanjenje transakcionih troškova i efikasniju alokaciju kapitala u Evro zoni, on nije mogao da amortizuje negativne efekte loših fiskalnih politika. Naprotiv, olakšao je prelivanje posledica kriza javnih finansija u pojedinim državama na ostale države članice Evro zone. I ne samo to, evro je olakšao pojedinim zemljama da se prezaduže. Ali naravno, krivce za ove probleme treba tražiti na drugom

229 Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., cit. delo, str. 403-406.

mestu. Glavni problem Evro zone je činjenica da se gotovo nijedna država članica nije u potpunosti pridržavala kriterijuma konvergencije, naročito onih koji se odnose na nivo budžetskog deficita i javnog duga. Dakle, Evro zona je od starta imala institucionalne manjkavosti, koje su sada, potpuno očekivano, došle do izražaja. Kao što su za vožnju automobila potrebne dve ruke, za upravljanje ekonomijom (naročito ako je u krizi) podjednako je važna i fiskalna i monetarna politika. U tom smislu, upravljanje monetarnom unijom podrazumeva barem minimum koordinacija fiskalnih politika, naročito u segmentu deficita i spoljnog duga.

Ono što je problem kod ovakve unije je činjenica da građani jedne zemlje mogu da trpe posledice neodgovornih političara u drugoj zemlji, što je svakako veoma nelogično i neprirodno i mora da se promeni. Treba podsetiti da manje više sve ove države imaju velike budžetske deficite, jedina razlika je u tome što jedni i dalje mogu da ih finansiraju, a drugi ne (a razlog za to je povoljnije stanje u tekućem bilansu). Ali sa ovim nivoom zaduženosti sve zemlje mogu lako da postanu nelikvidne. Stoga su održive javne finansije i smanjivanje deficita potrebne svim državama Evro zone, a ne samo zemljama koje trenutno ne mogu da finansiraju deficit. Budžetski deficit ne može i ne treba da bude instrument za podsticanje razvoja, jer će takav razvoj biti neodrživ i kao takav nekoristan. Fiskalna politika mora imati jasne i merljive ciljeve, i mora biti nezavisna od dnevne politike. Javni dug je ono što mora biti pod veoma strogom kontrolom. U tu svrhu potrebno je oformiti nadnacionalno telo koje bi vršilo superviziju javnih finansija zemalja članica, u kojem bi sve zemlje imale jednako pravo glasa.

Trenutno, Evropa se podelila u dva bloka država, „fiskalno odgovorne" i „fiskalno neodgovorne". I jedne i druge prete izlaskom iz Evro zone, i međusobno se optužuju za novonastalu situaciju. Istina je međutim da su krivi i jedni i drugi. I oni koji su se zadužili preko mere i oni koji ih nisu u tome sprečili. Jedno je sigurno, ovako podeljena Evro zona nema puno šansi da opstane. Iako su prognoze o budućnosti evra sumorne, svi su svesni da koliko god da košta spašavanje evra, raspad Evro zone koštao bi mnogo više. Ekonomska realnost će približiti stavove lidera Evro zone i primorati ih da postignu konsenzus o tome kako će EMU izgledati u budućnosti, kako bi evro opstao

MONETARNA POLITIKA EVROPSKE UNIJE

Primarni cilj monetarne politike ESCB/ECB je održavanje stabilnosti cena u Evro zoni. Stabilnost nivoa cena definisana je kao rast indeksa cena na malo do 2% godišnje u srednjem roku. Naglašeno je da deflacija cena tj. snižavanje nivoa cena, ne bila u skladu sa proklamovanom politikom održavanja stabilnog nivoa cena. Implicitno je regulisano i pitanje deviznog kursa. Monetarna politika evro zone prihvata da je kurs evra, naročito prema američkom dolaru, jedan od indikatora monetarne politike i faktor potencijalnog kretanja cena u evro zoni. Pri tom, monetarne vlasti ne mogu istovremeno da proklamuju dva osnovna cilja monetarne politike stabilnost cena i stabilnost deviznog kursa. Prihvaćen je režim plivajućeg (tržišno formiranog) deviznog kursa. Stav ECB je da se devizni kurs

evra formira kao rezultat, a ne cilj, monetarne i ekonomske politike koja se vodi u evro zoni u odnosu na druge zemlje, kao i cikličnih kretanja privrednih aktivnosti u evro zoni i inostranstvu.

ECB ima zadatak da brani stabilnost deviznog kursa evra indirektno preko stabilizaciono-orjentisane monetarne politike, koja deluje u kombinaciji sa fiskalnim politikama u zemljama evro zone.

ECB ima dve opcije u pogledu strategije monetarne politike:[230]

- Targetiranje monetarnih agregata,
- Targetiranje određene inflacione stope.

	ZAJEDNIČKE KARAKTERISTIKE	RAZLIKE
TARGETIRANJE MONETARNIH AGREGATA I TARGETIRANJE INFLACIONE STOPE	- Postizanje stabilnosti cena kao krajnjeg cilja; - Usmerenost na buduća kretanja kako inflacije tako i monetarne politike; - Korišćenje kompleksnog seta indikatora radi projektovanja monetarne politike.	- Različiti ponderi koji se pridaju novčanoj masi. *Primat je u početnim godinama imala strategija targetiranja monetarnih agregata.*

Tabela 14.5. Karakteristike strategija monetarne politike ECB

ECB u osnovi deluje preko novčanog tržišta EMU. U pitanju je koncept posredne kontrole likvidnosti makrosistema, koji centralna banka sprovodi putem instrumenata koji deluju na kretanja kamatne stope na novčanom tržištu (operacije na otvorenom tržištu, OOT). Na ovom tržištu dolazi do usklađivanja tražnje i ponude primarnog novca prvenstveno između komercijalnih banaka. Pri tom, ECB može bitno da utiče na formiranje kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu putem **operacija na otvorenom tržištu**. Centralna banka može da uskladi ponudu i tražnju primarnog novca na novčanom tržištu putem različitog doziranja primanog novca i da time utiče na nivo kamatnih stopa, koji se formira na novčanom tržištu. Važno je da kretanje kamatnih stopa bude prihvaćeno, od učesnika u finansijskom i realnom sektoru ekonomije, kao signal u pogledu politike likvidnosti na makro nivou. U razvijenim zemljama tekuća visina kamatnih stopa ima bitnu ulogu u formiranju poslovnih odluka u finansijskom i realnom sektoru i to je osnova za stratešku poziciju centralne banke u tržišnoj ekonomiji.

Instrumenti monetarne politike ECB su:

- **nedeljne transakcije refinansiranja** - glavni instrument monetarne politike ECB;
- **mesečne transakcije refinansiranja** komercijalnih banaka, sa rokovima od mesec dana, dva meseca i tri meseca – sekundarni instrument monetarne politike;
- **stope obaveznih rezervi**.

230 Prema Popovčić-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M. (cit. delo, str. 402-403), strategija ECB je fleksibilna i oslanja se na tri osnovna elementa: 1. kontrola novčane mase, 2. neposredno praćenje stope inflacije u Evrolendu, 3. sagledavanje ostalih pokazatelja vezanih za cene.

Ključne kamatne stope na novčanom tržištu EMU su:

- **Bazična kamatna stopa (*base interest rate*)** - primenjuje se na noćne depozite koje banke drže kod ECB;
- **Referentna kamatna stopa (*reference interest rate*)** - primenjuje se na noćna zaduženja banaka kod ECB u cilju pokrivanja privremenog nedostatka likvidnosti.

Kod međubankarskih (interbankarskih) pozajmica na novčanom tržištu EMU razlikuju se dve vrste kamatnih stopa:

- **Kratkoročne interbankarske pozajmice sa rokovima od 1 nedelje do 12 meseci – EURIBOR** (*European Intebank Offered Rate*);
- **Noćne interbankarske pozajmice – EONIA** (*Euro Overnight Index Average*).

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

Evropska centralna banka (ECB), sa sedištem u Frankfurtu, je osnovana 1998. godine. Ukoliko grupa zemalja ima istu valutu i ima i zajedničku monetarnu politiku reč je o monetarnoj uniji. Osnovni cilj ECB je da promoviše stabilnost cena u Evro zoni i da kreira i primeni monetarnu politiku koja je u skladu sa tim ciljem. ECB funkcioniše uz asistenciju nacionalnih centralnih banaka iz zemalja Evro zone. Mreža koju čini ECB zajedno sa 28 nacionalnih centralnih banaka iz Evro zone naziva se **Evropski sistem centralne banke**.[231]

Ciljevi ECB su:

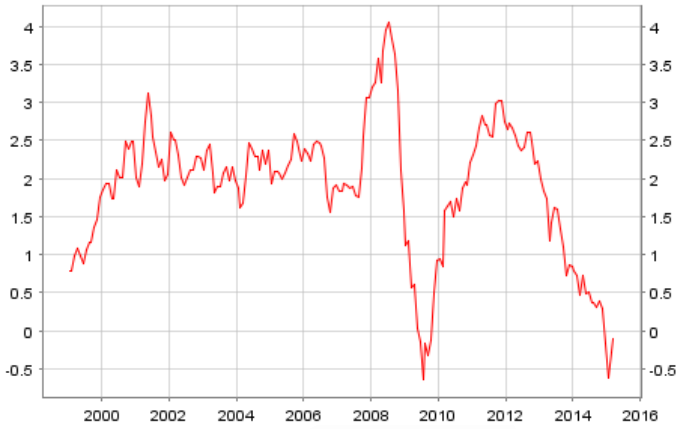
- održavanje stabilnosti cena na jedinstvenom tržištu;
- obezbeđivanje finansijske stabilnosti i promovisanje evropske finansijske integracije;
- pridavanje vrhunskog značaja poverenju, transparentnosti i zasnovanosti na računici (*accountability*),
- efikasna komunikacija sa građanima i medijima;
- uspostavljanje odnosa s evropskim nacionalnim autoritetima u saglasnosti s Ugovorom EU (*Treaty provisions*) i uz poštovanje principa nezavisnosti;
- zajednički rad na ostvarivanju ciljeva po principu decentralizacije.

Ključni razlozi za osnivanje Evropskog sistema centralnih banaka, ESCB su:

- Evrosistem svoj pristup bazira na postojećim kompetencijama nacionalnih centralnih banaka njihovom institucionalnom ustrojstvu, infrastrukturi, ekspertizi i odličnim operativnim kapacitetima, a neke CB obavljaju i dodatne zadatke;
- Geografska širina Evro zone i dugoročno izgrađeni odnosi između nacionalnih bankarskih sistema i CB, nametnula je potrebu kreiranja kreditnih institucija i pristupnih tačaka sistemu centralnih banaka u svakoj zemlji članici;

231 Opširnije: Vajdenfild, V., Vesels, V., *Evropa od A do Š, Priručnik za integraciju*, Konrad Adenauer Fondacija, Beograd, 2003., str. 377; i Kovaćević, R., *Međunarodne finansije*, IEN, Beograd, 1998., str. 35, na osnovu: Popovčič-Avrić, S., Vidas-Bubanja, M., ibid, str. 400-403.

- Polazeći od nacionalne, kulturne i jezičke raznolikosti u evro zoni, nacionalne CB najbolje su mogle da posluže kao pristupne tačke Evrosistemu.



Grafikon 14.1. Ostvarenje cilja – Inflacija u Evro zoni

Ključni funkcije (poslovi) ECB su:

- Definisanje i sprovođenje monetarne politike u zoni evra;
- Rukovođenje kursa evra;
- Upravljanje deviznim rezervama država u zoni evra;,
- Emitovanje novčanica u zoni evra;
- Promovisanje funkcionisanja sistema plaćanja u evro zoni.

Primena monetarne politike ECB je pod kontrolom Izvršnog odbora ECB, koji čine predsednik i potpredsednik ECB i četiri člana, koji su ugledni stručnjaci u bankarstvu. Izvršni odbor je odgovoran za primenu monetarne politike, a monetarnu politiku ECB kreira Upravni odbor, koji čine članovi Izvršnog odbora i guverneri nacionalnih centralnih banaka u Evrosistemu – sada je ukupno 28 članova. Upravni odbor, koji se svake dve nedelje sastaje u Frankfurtu, predstavlja najvažnije telo ECB u pogledu odlučivanja. UO odlučuje o nivou referentne kamatne stope ECB, odnosno stope refinansiranja.

U 2003. godini usaglašeno je da stabilnost cena treba da se definiše kao godišnje povećanje cena koje je manje od 2%, mereno rastom harmonizovanog indeksa potrošačkih cena Evro zone, uz targetiranje stope inflacije blizu 2% na srednji rok.

Nezavisnost je ključna karakteristika ECB i ESCB. Kada se obavljaju zadaci u vezi sa ESCB i ECB, nacionalna CB ili bilo koji član njihovih tela koji donose odluke ne može da traži ili prihvati instrukcije bilo kog spoljašnjeg tela, uključujući vladu zemalja članica i/ili institucija EU. Predsednik ECB i članovi Izvršnog odbora ECB imaju mandat koji traje osam godina i ne može se obnoviti, a guverneri 28 nacionalni centralnih banaka imaju mandat koji minimalno traje pet godina i može se obnoviti.

Evropska investiciona banka je takođe osnovana Rimskim sporazumom. Ona odobrava kredite pod tržišnim uslovima prvenstveno zemljama članicama, do iznosa od oko 10% ukupnog kreditnog potencijala i pridruženim zemljama.

EU fondovi, se u zavisnosti od njihovog osnivanja dele na:

- **Strukturne**:
  - Evropski fond za regionalni razvoj (*ERDF – European Regional Development Fund*) je osnovan da odobrava finansijsku pomoć za regionalni razvoj najsiromašnijih regiona;
  - Evropski socijalni fond (*ESF - European Social Fund*) ima funkciju da rešava socijalna pitanja radnika koji ostaju bez posla zbog strukturnih promena u privredama EU kroz obučavanje, prekvalifikaciju i finansiranje šema za kreiranje zaposlenja;
  - Evropski fond za garancije i upravljanje u poljoprivredi (*EAGGF – European Agricultural Guidance and Guarantee Fund*) finansira sprovođenje opšte poljoprivredne politike EU. Ima dva odeljenja: odeljenje za vođenje poljoprivredne politike (usmeravanje cena poljoprivrednih proizvoda) i odeljenje za garancije (doprinosi poboljšanju strukture poljoprivredne proizvodnje i razvoju sela);
  - Evropski fond za upravljanje u ribarstvu (*FSIR*) je finansijski instrument za razvoj ribarstva kroz usmeravanje ponude i tražnje finansijskih instrumenta za razvoj ribarstva;
- **Kohezione** – odobravaju pomoć na bazi tendera i konkursa preko Evropske agencije za rekonstrukciju (*EAR – European Agency for Reconstruction*).
  - CARDS (*Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilization*) - najznačajniji kohezioni fond, koji usmerava pomoć zemljama u tranziciji, radi njihove stabilizacije, pridruživanja, a kasnije i članstva u EU;
  - ISPA (*Instrument for Structural Policy Pre Accession*) - služi za finansiranje saobraćaja (odnosno saobraćajne infrastrukture), ekologije i zaštite kulturnih dobara, kao i obuku članica za pristupanje EU;
  - PHARE - namenjen podsticanju razvoja, posebno razvoja malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, MSPP i podsticanje procesa privatizacije i razvoja tržišnih institucija;
  - SAPARD (*Support for Agriculture and Rural Development*) - fond za razvoj poljoprivrede i sela.

Svi kohezioni fondovi su od 2007. godine objedinjeni u jedan IPA fond (*Instrument for Pre Accession*), iz koga se odobravaju sredstva neophodna za pridruživanje i učlanjavanje novih zemalja u Uniju.

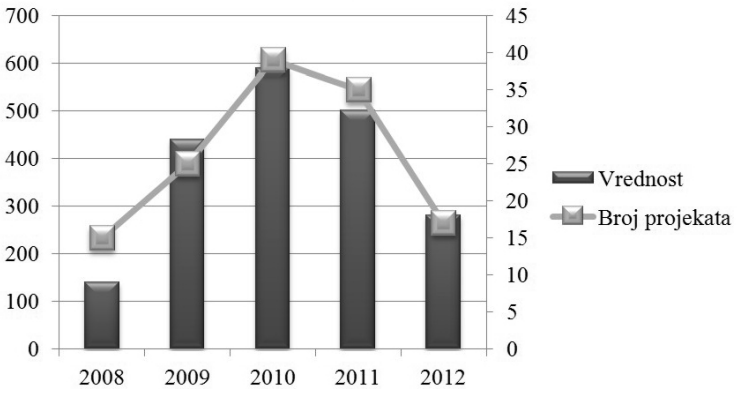
Saradnja Srbije sa EIB-om obnovljena je u periodu tranzicije od 2000. godine i od tada je EIB odobrila oko 4,5 milijarde evra raznovrsnih kredita, pretežno za obnovu i izgradnju saobraćajne infrastrukture. EBRD je kao prioritet postavila finansiranje razvoja MSP sektora za šta je do sada izdvojeno 115 miliona evra. Aktuelne su kreditne linije za MSP, obnovljive izvore energije, rehabilitaciju putne infrastrukture i obnovu Kraljeva nakon zemljotresa.

Evropska banka za obnovu i razvoj (*European Bank for Reconstruction and Development - EBRD*) osnovana je 1991. godine sa sedištem u Londonu, a njen cilj je jačanje procesa tranzicije u tržišnu privredu i promocija privatne i preduzetničke inicijative u zemljama centralne i istočne Evrope, kao i uključivanje u međunarodnu privredu zemalja u tranziciji.

European Bank
for Reconstruction and Development

EBRD ima 64 člana zemlje, uz EU i EIB. Zemlje članice su akcionari EBRD, kao i EU i EIB. Glasačka snaga pojedinačne zemlje članice je u razmeri sa brojem posedovanih akcija. Početni kapital EBRD iznosio je 10 mlrd ECU, a u aprilu 1996. godine taj iznos je udvostručen. Osim toga EBRD se zadužuje na svetskom tržištu kapitala da bi obezbedila sredstva neophodna za kreditnu podršku razvojnim programima Banke.

Bankom upravlja Bord guvernera koji sačinjavaju predstavnici zemalja članica, u pravilu ministri finansija ili njihov ekvivalent. Svoja ovlašćenja Bord guvernera delegira Bordu direktora koji vodi svakodnevno poslovanje i politiku. Predsednik Banke na osnovu smernica Borda direktora upravlja radom Banke. Organizacionu strukturu EBRD čine sledeće organizacione jedinice: bankarstvo, finansije, risk menadžment, kadrovi, generalni sekretarijat, interna kontrola i revizija, ekonomska analitika.



Grafikon 14.2. EBRD i Srbija

EBRD pruža pomoć privredama u tranziciji u sprovođenju strukturnih ekonomskih reformi, uključujući liberalizaciju, decentralizaciju i privatizaciju. To takođe uključuje podsticanje aktivnosti privatnog sektora, jačanje finansijskih institucija i pravne države i razvoj insfrastrukture neophodne za podršku razvoja privatnog sektora u celini. EBRD

odobrava kredite pretežno MSP, doprinoseći efikasnom obavljanju procesa privatizacije. Banka daje garancije i savete prilikom ulaganja kapitala. EBRD ulaže direktno ili preko finansijskih posrednika u kapital kompanija, pruža garancije, lizing usluge, finansira trgovinu i pruža savetodavne usluge.

Kao zemlji u tranziciji Srbiji je od 2001. godine pružena podrška u 186 projekata, ukupne vrednosti poslova od 3,8 milijardi evra. Pri tom učešće pojedinih sektora je sledeće: industrija, trgovina i poljoprivreda 16%, energetika 13%, finansije 31% i infrastruktura 40%. EBRD je trenutno prisutna u finansiranju projekta vrednih ukupno 2,4 milijarde evra. Osim ulaganja EBRD je prisutna sa savetodavnim uslugama[232].

PLATNI SISTEM EVROPSKE MONETARNE UNIJE

Platni sistem predstavlja skup sistema za transfer novčanih sredstava koji olakšavaju cirkulaciju novca između različitih ekonomskih subjekata (aktera, stjekholdera) evro zone. Da bi platni sistem na zadovoljavajući način obavljao svoju ulogu, potrebno je da se novčana sredstva što kraće zadržavaju u kanalima platnog prometa. Sistem treba da bude pouzdan, što prvenstveno znači bezbedno izvršavanje transakcija i postojanje kontinuiteta raspoloživosti prema korisnicima. Niski troškovi, odnosno izvršavanje transakcija po ekonomski prihvatljivim cenama, je takođe značajna karakteristika koja doprinosi kvalitetu platnog sistema.

S obzirom na to da platni sistem utiče na brzinu ekonomskih tokova, troškove i likvidnost učesnika, kao i da reprezentuje kanal za transmisiju mera monetarne politike, ECB je ovlašćena da uređuje, kontroliše i unapređuje funkcionisanje platnog prometa u evro zoni.

ECB se opredelila da koristi SWIFT mrežu (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)* za obavljanje platnog prometa u okviru i van okvira evro zone. Trenutno, ECB i Evropska komisija vrše jak pritisak na evropsku bankarsku industriji da uvedu nove platne šeme za elektronske kreditne transfere i direktna zaduživanja između banaka Evro zone (*direct debit*), kao i jedinstven okvir za debitne i kreditne kartice - tzv. *Single Payment Area* i *Single Payment Passport.* Najvažniji projekti koji se sprovode i čija se puna primena očekuje počevši od 2010. godine u sistemu plaćanja Evropske unije su:

- **TARGET** (*Transfer European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System*) – elektronski platni sistem za velika međubankarska plaćanja u realnom vremenu. Obavezno se primenjuje za sva plaćanja komercijalnih banaka EU, čime se izjednačavaju uslovi na lokalnim novčanim tržištima u okviru EU;
- **SEPA** (*Single Euro Payment Area*) – sistem malih plaćanja, tj. plaćanja u maloprodaji i plaćanja za mala i srednja preduzeća, MSP. Režimom SEPA su obuhvaćene sve bezgotovinske transakcije do iznosa od 50.000 evra.

232 Izvor: EBRD (www.ebrd.com/serbia.html)

FISKALNA POLITIKA EVROPSKE MONETARNE UNIJE

Monetarna politika EMU je jedinstvena, jer postoji jedinstvena valuta za 19 zemalja članica EMU. **Fiskalna politika** u osnovi je **decentralizovana na nivou zemalja članica, uz određeni stepen koordinacije na nivou EU**. Koncept fiskalne politike je baziran na sledećem:

- Za normalno funkcionisanje ekonomske i monetarne unije nije neophodno da se izvrši centralizacija fiskalne politike, odnosno primenom načela supsidijarnosti fiskalna politika je ostavljena zemljama članicama;
- U toku funkcionisanja EMU dolazi do raznih tipova šokova, od kojih će neki pogađati celokupan region, dok će drugi biti specifični za pojedene zemlje. U drugom slučaju pogođena zemlja članica neće više biti u stanju da se brani putem korigovanja monetarne i valutne politike, koje su prenete na ECB. Stoga ostaje jedino fiskalna politika kojom bi se delovalo na ublažavanje negativnih šokova koji pogađaju samo jednu ili manji broj zemalja EMU.

Aktivna fiskalna politika na nivou zemalja članica prema koncepciji EMU ni u kom slučaju ne bi smela da ugrozi osnovni cilj makroekonomske politike - stabilnost cena, koji se postiže na dva načina:

- Ukidanjem monetarnog finansiranja budžetskih deficita – zemlje članice mogu budžetske deficite da finansiraju isključivo putem emitovanja i plasiranja HOV, obveznica tih država na tržištima kapitala;
- Ograničavanje deficitnog finansiranja zemalja članica, što se postiže ograničavanjem (limitiranjem) visine godišnjih budžetskih deficita svake zemalja EMU (obaveza država da deficite javnog sektora u normalnim vremenima drže ispod 1% svog BDP, odnosno maksimalno do 3% BDP).

Zajednički elementi fiskalne politike u EU su:

1. sve zemlje su prihvatile **porez na dodatu vrednost** *(VAT* ili *Tax on Value Added, TVA*) kao osnovni sistem oporezivanja prometa, dok su porezi na plate i porezi na imovinu, kao i takse, zadržani na nacionalnom nivou;
2. **diskusije oko usvajanja budžeta EU su konstantne,** s obzirom na to da Nemačka uplaćuje 25% budžeta, a koriste ga pretežno poljoprivredne i siromašne zemlje. Predlog zemalja koje značajno uplaćuju sredstva u budžet je da zajednički budžet ne prelazi 1% BDP godišnje. Pri tome, 40% budžeta se troši na poljoprivredu, a oko 1/3 na regionalni razvoj.

REZIME POGLAVLJA:

Proces evropskih integracija više od pola veka postupno je doveden do jedinstvenog tržišta, a za veći deo zemalja do jedinstvenog monetarnog prostora sa jedinstvenom valutom, centralnom bankom i monetarnom politikom. Stepen nezavisnosti ECB je veliki, tako da je efikasnost vođenja monetarne politike na visokom nivou, mereći stabilnost cena u odnosu na postavljeni cilj, do 2% rasta cena godišnje u srednjem roku. ECB koristi operacije na otvorenom tržištu i kamatne stope kao osnovne instrumente monetarne politike.

KLJUČNE REČI:

monetarna unija, evro (EUR), ECB, ESCB, EIB, EBRD, TARGET, SEPA.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

14.1. Koje su ključne faze u razvoju Evropske monetarne unije?
14.2. Koja je valuta Evropske monetarne unije?
14.3. Kada je uveden evro, kao elektronski novac, a kada u vidu novčanica i kovanica?
14.4. Koje su značajne institucije Evropske monetarne unije?
14.5. Koje su upravljačke institucije Evropska centralna banka?
14.6. Šta karakteriše monetarnu politiku Evropske monetarne unije?
14.7. Šta je ECB, a šta ESCB?
14.8. Koje su osnovne strategije monetarne politike Evropske unije?
14.9. Koje su karakteristike osnovnih strategija Evropske monetarne unije?
14.10. Koji su instrumenti monetarne politike Evropske centralne banke?
14.11. Koje su ključne kamatne stope na novčanom tržištu EMU?
14.12. Šta karakteriše fiskalnu politiku EMU?
14.13. Koje su prednosti uvođenja jedinstvene valute?
14.14. Koji su nedostaci uvođenja jedinstvene valute?
14.15. Koji su kriterijumi konvergencije za članstvo u EMU?
14.16. Da li su sve zemlje koje su ispunile uslove konvergencije postale članice EMU?
14.17. Da li su predviđene sankcije za zemlje koje ne ispunjavaju uslove konvergencije?
14.18. Šta je i koja je uloga EIB?
14.19. Šta obuhvata platni sistem Evropske unije?
14.20. Šta je TARGET?
14.21. Šta je SEPA?
14.22. Šta je i koja je uloga EBRD?

15 STUDIJA SLUČAJA

U uslovima globalne ekonomske krize razvijene zemlje su pribegle u pravilu nestandardnim merama monetarne politike, nastojeći da ožive privrednu aktivnost politikom monetarnog popuštanja (labavljenja). Zemlje u razvoju i tranziciji imaju manje manevarskog prostora za vođenje monetarne politike. Male i otvorene privrede uglavnom pribegavaju uvođenju nominalnog sidra deviznog kursa i ciljanju inflacije kao tipične monetarne strategije u nastojanju da postignu i održe stabilnost.

CILJEVI UČENJA:

- Da se upoznate sa standardnim merama monetarne politike;
- Naučite šta su nestandardne mere monetarne politike;
- Uočite različite načine pristupa prevazilaženju aktuelne krize u razvijenim zemljama;
- Sagledate otvorena pitanja budućeg statusa centralnih banaka;
- Upoznate najčešće korišćenu monetarnu strategiju ciljanja inflacije u tranzicionim privredama;
- Sagledate prednosti i nedostatke strategije ciljanja inflacije.

UVOD

Poslednjih decenija najčešće korišćena strategija monetarne politike bila je ciljanje inflacije, u kojoj se centralna banka opredeljivala da joj prioritet u sprovođenju monetarne politike bude jedan – stabilnost. Kod razvijenih zemalja kao instrumenti monetarnog regulisanja korišćene su prvenstveno kamatne stope i operacije na otvorenom tržištu. Prilikom eskalacije aktuelne globalne krize centralne banke razvijenih zemalja su najpre koristile standardne mere monetarne politike, a kako se to pokazalo nedovoljnim, naročito u pogledu oživljavanja privredne aktivnosti, pristupilo se merama nestandardnog karaktera, u prvom redu kvantitativnim olakšicama - monetarnom popuštanju (labavljenju), koje se svelo na značajno povećanu novčanu emisiju.

Zemlje u razvoju i tranziciji imaju ograničenja (limite) u vođenju monetarne politike koja se tiču nerazvijenog finansijskog tržišta, vrlo često negativan saldo trgovinskog i platnog bilansa, kao i visok stepen dolarizacije, odnosno evrizacije. Zbog ovih razloga otvaraju se brojne dileme u vođenju monetarne politike i teškoće u postizanju i očuvanju stabilnosti. Kao najčešće korišćenu strategiju monetarnog regulisanja one koriste ciljanje inflacije. Tokom aktuelne globalne krize vođenje monetarne politike u ovim zemljama je dodatno otežano nedovoljnim prilivom stranih investicija, pogoršanjem spoljntrgovinske razmene i eksternim šokovima.

STANDARDNA MONETARNA POLITIKA RAZVIJENIH

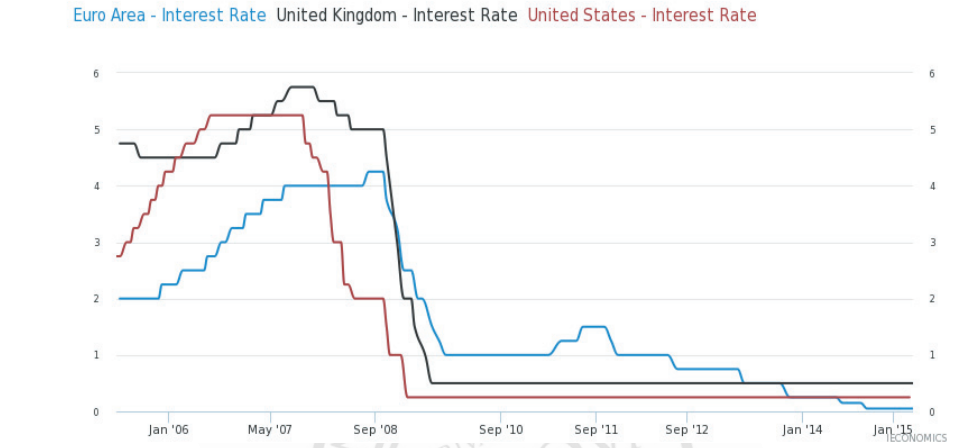
Tokom 1980-tih godina, kao posledica dva naftna šoka koja su se desila početkom i krajem 1970-tih, došlo je u razvijenim zemljama do pada privredne aktivnosti i istovremeno ubrzanja inflacije - stagflacije. Centralne banke su reagovale na do tada uobičajeni način, snižavanjem kamatnih stopa koje regulišu, ali je umesto očekivanog oživljavanja privredne aktivnosti u pravilu dolazilo do nastanka i produbljivanje stagflacije – ubrzanja inflacije, uz istoremenu recesiju. U raspravama na nivou teorijskih došlo se do zaključka da istovremeno nije moguće postiči i punu zaposlenost i stabilnost. To je imalo dalekosežne posledice na ulogu centralnih banaka u narednim decenijama, jer su one dobile glavni zadatak da brinu samo o stabilnosti cena, težeći postizanju cilja - niske i i stabilne inflacije[233].

Najveći broj centralnih banaka (razvijenih zemalja) je u ostvarivanju osnovnog cilja stabilnosti cena koristio strategiju ciljanja inflacije. U kontrolisanju inflatornih očekivanja korišćeni su prvenstveno politika kamatnih stopa i određivanje inflatornog koridora – ciljana stopa rasta cena uz okvir tolerancije. Verovalo se da je stabilnost cena dovoljan uslov da se obezbedi stabilnost čitave privrede. Pri tom se smatralo da je dovoljno da CB kontroliše isključivo poslovne banke na pojedinačnom - mikro nivou. U potpunosti se izgubilo iz vida da bi razvoj i implementacija brojnih finansijskih inovacija i posebno proces globalizacije mogao kroz lako širenje eksternih šokova da ugrozi makroekonomsku stabilnost nacionalnih finansijskih sistema. Na osnovu stabilizovanja inflacije, uz korišćenje finansijskih inovacija i obilatu kupovinu državnih HOV u SAD od strane drugih zemalja, obezbeđena je trajnija stabilnost, niske kamatne stope, obilna likvidnost i rast kreditne aktivnosti, što je sve zajedno davalo utisak, zapravo iluziju, da je pronađen čarobni lek, način da se trajno obezbede relativno visoke stope privrednog rasta, uz zadovoljavajuću stabilnost.

Nerealni optimizam, niske cene HOV, višegodišnja stabilnost i privredni rast, pogodovali su neograničenom porastu apetita investitora, naročito olakom investiranju u neproverene, atraktivne inovativne HOV. Reč je, kako se pokazalo, o sekjuritizaciji drugorazrednih kredita, što je nakon pucanja mehura na hipotekarnom tržištu nekretnina u SAD brzo doprinelo finansijskoj, potom i privrednoj krizi koja se veoma brzo proširila iz SAD na druge delove sveta.

233 Momirović D., *Široki konsenzus pre i tokom krize i budući izazovi centralnog bankarstva,* Bankarstvo br. 5/2013, str. 80-108.

Na početku krize nakon kraha hipotekarnog tržišta nekretnina u SAD centralne banke su viđene kao spasioci u njihovoj prirodnoj ulozi „poslednje odstupnice likvidnosti". Operacije na otvorenom tržištu su pojačane, kao i snabdevanje finansijskih institucija likvidnim sredstvima preko tzv. diskontnih prozora. Uz to, centralne banke su primenile standardne mere monetarne politike, snizile su ključne kamatne stope, u nadi da će tako doprineti oživljavanju privrede, koja se našla u recesiji.



Grafikon 15.1. Kamatne stope FED, BoE i ECB

Izvor: tradeeconomics.com

Preduzetim merama smanjena je napetost u finansijskom sistemu i donekle zaustavljeno širenje krize globalno. Međutim, septembra 2008. godine došlo je do kulminacije krize nakon bankrota najstarije investicione banke na Njujorškoj berzi, *Lehman Brothers*. Pokazalo se da standardne mere nisu dale očekivane rezultate, prvenstveno snižavanje kamatnih stopa u cilju oživljavanja privredne aktivnosti, a situacija je pogoršana gotovo prekinutim tramsmisionim mehanizmom i ugroženom makro likvidnošću.

NESTANDARDNE MERE MONETARNE POLITIKE

Centralne banke razvijenih zemalja su u uslovima, kada su se standardne mere monetarne politike pokazale nedelotvornim, posegle za nestandardnim merama. Ove mere su predstavljale alternativu i prošireni sadržaj dotada uobičajene monetarne politike. One su donele bolje rezultate nego do tada, a počele su da se primenjuju u svim razvijenim zemljama gotovo bez izuzetka. Centralna banka SAD je prva počela da ih praktikuje, a pridružile su se CB Japana i Banka Engleske. Usamljena je ostala ECB, koja sve donedavno nije primenjivala ovaj profil mera, ali se suočila sa produženim trajanjem recesije. Istovremeno, otvorila su se pitanja kada prekinuti sa ovom alternativnom praksom i šta je u tom slučaju izlazna strategija centralne banke.

Konvencionalne mere	Instrumenti	Prudenciona kontrola
Fokus – cene Posredni uticaj na finansijske uslove i cene imovine Direktan uticaj na međubankarskom tržištu na kratak rok	Politika kamatnih stopa Obavezne rezerve	Adekvatnost kapitala Zahtev likvidnosti
Nekonvencionalne mere	Bilansni alati CB	
	Intervencije na domaćem finansijskom tržištu	Intervencije na deviznom tržištu
Fokus na količine umesto cene Direktne intervencije na finansijskom tržištu	Terminsko međubankarsko tržište Suverena tržišta obveznica Kreditna tržišta Hipotekarna tržišta	FX intervencije Akumulacija rezervi Valutni svop aranžmani

Tabela 15.1. Monetarna politika (ne)standardnog profila

Izvor: Hannoun H., *The Expanding role of central bank since the crisis: what are the limits?, BIS, 2010, pg.2*, na osnovu Momirović D., isto, str. 88

Uloga CB je novim nestandardnim merama proširena i fokusirana je na dva zadatka: sprečavanje širenja krize i oživljavanje privrede[234]. To se postiže najpre **intervencijama CB na finansijskom tržištu**:

- Upumpavanje likvidnih sredstava na međubankarska tržišta;
- Intervencije su fleksibilne i visoko inovativne;
- Intervencije su bile veoma brze i dopunjujuće međusobno.

Antikrizno delovanje CB da spreči finansijsku nestabilnost bilo je usmereno na sledeće mere:

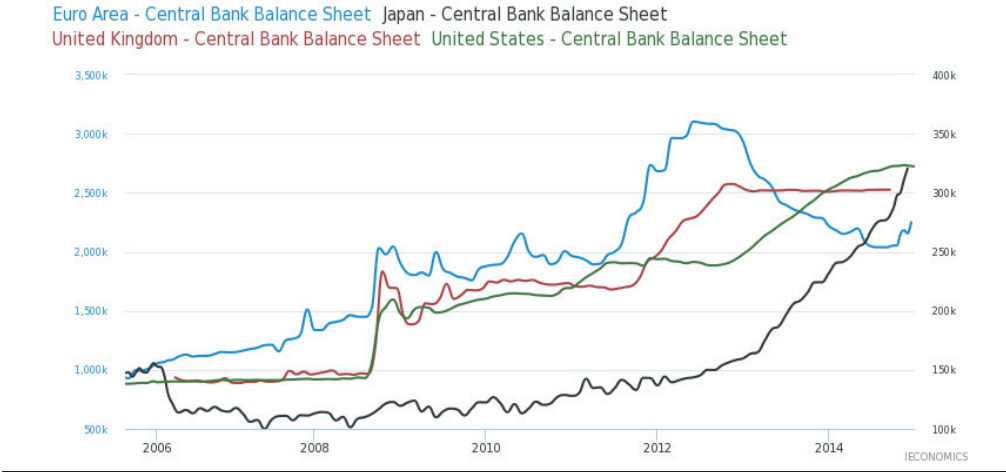
- Izvršena je promena uslova pružanja dodatnih izvora likvidnih sredstava i obezbeđena veća nego do tada količina ovih sredstava na duži period;
- Proširena je lista finansijskih institucija koje dobijaju pomoć likvidnih sredstava od strane CB;
- Promenjena je struktura bilansa CB kupovinom dugoročnih državnih HOV (obveznica) i imovine privatnog sektora;
- Bilansi CB su znatno prošireni volumenom (vrednošću) u cilju povećanja ponude novca i povećanja potrošnje.

Dakle, **u prvoj fazi globalne krize** (2007-2009. godina) CB su slično reagovale primenivši najpre standardne mere monetarne politike, ali su zbog nedovoljnog odgovora realne ekonomije bile prinuđene da primene i nestandardne mere, prvenstveno radi obezbeđenja veće količine likvidnih sredstava finansijskim institucijama i u cilju omogućavanja nesmetanog delovanja transmisionog mehanizma monetarnih kanala.

234 Jovancai A., Stakić N., *Nestandardne mere monetarne politike*, Bankarstvo br. 1/2013, str. 58-74.

Druga faza krize (2010-2012. godina) bila je pretežno vezana za probleme koji su se pojavili u zemljama Evro zone, a tiču se velikih javnih dugova u zemljama grupe PIGS (Portugal, Italija, Grčka, Španija), tzv. krizu suverenog (državnog, javnog) duga. U drugoj polovini 2011. godine došlo je do nesolventnosti Grčke i intenziviranja dugova suverenih tržišta, koja se proširila na bankarski sistem u Evro zoni. Ova kriza poprimila je ozbiljne razmere sa porastom negativnih očekivanja, čak panike na pojedinim tržištima, što je otvorilo fundamentalna pitanja opstanka i budućnosti evra i ECB. U takvim uslovima ECB je bila prinuđena da preduzme realizaciju Programa tržišta HOV (*Securities Market Program)* kojim je intervenisala na tržištima obveznica problematičnih zemalja. Ovaj program nije predstavljao kvantitativno popuštanje, nalik američkom, ali se svakako sastojao u emitovanju (upumpavanju) velike količine primarnog novca u bankarske sisteme zemalja u krizi. Kako nije dao očekivane efekte, a istovremeno je proizveo neke neželjene efekte, napušten je 2012. godine. Krajem 2011. godine ECB je započela novi program Dugoročnih operacija refinansiranja (*LTRO – Long term refinancing operation*) u iznosu od 1.000 milijardi evra u cilju oporavka finansijskih tržišta problematičnih zemalja.

Istovremeno, FED je nastavila politiku kvantitativnog popuštanja – kvantitativne olakšice, labavljenje (*qunatitaive easing*) niskih kamatnih stopa i kupovine velike količine imovine novcem iz primarne emisije. Ovim merama FED je proširila količinu obveznica u svom bilansu stanja na 1,6 hiljada milijardi USD (triliona).



Grafikon 15.2. Rast suma bilansa stanja CB: SAD, Evro zona, V. Britanija, Japan

Sličnu politiku vodila je Banka Engleske, BoE (*Bank of England*), koja je kupovala prvoklasne obveznice povećavajući na taj način bilans stanja na 325 milijardi funti.

Konačno, početkom 2015. godine suočena sa recesijom i gotovo nultom inflacijom ECB je, uprkos protivljenju Nemačke, izglasala program kupovine državnih HOV u periodu od marta 2015. do septembra 2016., a po potrebi i dalje, kojim će svakog meseca biti kupljeno 60 milijardi evra HOV, drugim rečima novčana emisija u istom iznosu.

EFEKTI NESTANDRADNIH MERA I IZLAZNA STRATEGIJA

Može se oceniti da su mere monetarne politike standardnog tipa i nestandardnog pristupa dale rezultate. Najpre, **efekti snižavanja ključnih kamatnih stopa** delovali su pozitivno naročito u početku, kada su doprineli amortizaciji finansijskog eksternog šoka na finansijske sisteme i realnu ekonomiju, takođe. Ova mera je prvenstveno uticala na smanjenje finansijskih troškova i obezbeđenje likvidnosti. Kako je politika izuzetno niskih (realno negativnih) ključnih kamatnih stopa korišćena više godina, u dužem vremenskom periodu, ona pored pozitivnih efekata ima nedostataka, koji se prvenstveno tiču neadekvatne politike alokacije resursa i poništavanja delovanja tržišnih pravila igre, koja podrazumevaju snošenje negativnih posledica loših investicionih odluka, koja u ovom slučaju (delom) izostaje.

Podrška likvidnosti od strane CB, koja je praktikovana, doprinela je stabilizaciji međubankarskih finansijskih tržišta. Procenjuje se pri tom da su efekti intervencije u početku bili efikasni, a da su vremenom opali, naporedo sa prilagođavanjem ekonomskih subjekata novim, povoljnijim uslovima poslovanja. Efekti monetarne relaksacije na bilanse stanja centralnih banaka su se kretali od 170% ekspanzije bilansa stanja, kod ECB do povećanja od čak 230% u odnosu na pređašnje stanje, kod FED.[235]

Ključno pitanje koje se postavlja u postkriznom periodu, ukoliko se oceni da je kriza prevaziđena – a jednoznačno se ipak ne može oceniti, je **pitanje budućeg statusa centralne banke i profil monetarne politike**. Ne retko upravo se CB optužuju da su bile glavni krivci za nastanak aktuelne globalne finansijske i ekonomske krize ili barem među glavnim krivcima. Za ovo se kao argument naglašava suviše uzak mandat centralnih banaka, gde se uloga svodila na jedan jedini cilj – stabilnost – niska stopa opšteg rasta cena u dužem periodu. Naime, taj cilj centralne banke su uspešno realizovale kako pre, tako i tokom krize. Pokazalo se, međutim, da to nije dovoljno, jer je tako posmatrana stabilnost suviše uska kategorija i da je neophodno posmatrati je u mnogo širem kontekstu stabilnosti nacionalnih finansijskih sistema i ne samo nacionalnih, već globalnog finansijskog sistema. Pri tom je naročita kritika okrenuta ka mandatu centralnih banaka da stabilnost do sada kontroliše isključivo kroz prudencionu kontrolu poslovanja pojedinačnih banaka, dakle, na mikro nivou. Pri tom je istican mnogo puta citiran Grinspenov stav da pucanje mehura hipotekarnog tržišta nije mogao biti predvidiv za centralne banke, jer je to van njihovog vidokruga i da CB ne poseduju alate za tako nešto, a istovremeno ne raspolažu sredstvima da neutrališu negativno dejstvo takvih događaja na finansijski sistem. To očigledno nije dovoljno da bi se na dugoročnoj osnovi obezbedila stabilnost finansijskih sistema. Otuda se došlo do zaključka, koji je u najvećim finansijskim centrima i realizovan - da se uspostave posebni, specijalizovani organi za makroprudencijalni nadzor i regulaciju finansijskih sistema.

235 Momirović D., isto, Bankarstvo br. 5/2013, str. 92-94.

STRATEGIJA MONETARNE POLITIKE U MALIM, OTVORENIM PRIVREDAMA

Složenost monetarnog sistema i transmisionog mehanizma monetarne politike ogleda se u neophodnosti korišćenja operativnih ciljeva, targeta i intermedijarnih ciljeva, indikatora da bi se ostvarili krajnji ciljevi, stabilnost, puna zaposlenosti i privredni rast. Krajnji ciljevi su javno objavljeni i definisani zakonom, dok targeti i indikatori mogu, ali ne moraju biti eksplicitno objavljeni. Javno objavljivanje targeta i indikatora prisutno je naročito kod monetarnih strategija koje se zasnivaju na korišćenju eksplicitnih nominalnih sidara, koja predstavljaju nominalne veličine (varijable) kojima se stabilizuju očekivanja ekonomskih subjekata i promoviše niska stopa inflacije.[236] Alternativno, CB mogu da koriste monetarnu strategiju bez eksplicitnog monetarnog sidra. Ova strategija zastupljena je u praksi FED, ECB, Banke Japana. Kod malih i otvorenih privreda najzastupljenija je strategija sidra deviznog kursa. Kod jednog dela ovih zemalja ona ima obeležja eksplicitnog nominalnog sidra, koja se manifestuje sistemom valutnog odbora i drugim režimima fiksnog deviznog kursa, a kod ostalih reč je o implicitnom sidru monetarne politike. Strategiju ciljanja monetarnih agregata koristi manji broj zemalja u razvoju sa nerazvijenim finansijskim sistemom, dok razvijenije i snažnije male i otvorene privrede koriste strategiju ciljanja inflacije.

Strategija ciljanja monetarnih agregata podrazumeva objavljivanje i ciljanje stope rasta, odnosno raspona rasta, monetarnog ili monetarnih agregata M0, M1, M2 ili M3, što je do 1970-tih godina masovnije korišćeno u praksi razvijenih zemalja u vođenju monetarne politike. Ova strategija bazirana je na Fridmanovoj ideji da CB može kontrolom ponude novca uticati na opšti nivo cena i inflaciona očekivanja, a obezbeđivanje konstantne stope monetarnog rasta koja prati rast realnih kategorija u privredi može sprečiti česte zaokrete monetarne politike.

Ova strategija se pokazala efikasnom ukoliko šokovi dolaze iz realne sfere, promene investicija, potrošnje, ali ne ukoliko promene dolaze iz finansijske sfere, jer uslovljavaju promene tražnje za novcem. Ukoliko CB cilja ponudu novca, ona gubi kontrolu nad kretanjem kamatnih stopa, jer se one menjaju pod uticajem promena tražnje za novcem na koju CB ne može uticati. Istovremeno, to znači da CB gubi kontrolu nad transmisionim mehanizmom kamatnih stopa, a promene kamatnih stopa izazivaju posledično nestabilnost finansijskog sistema.

Najveći problem strategije ciljanja monetarnih agregata je slaba, nepouzdana veza između targeta, monetarnih agregata i krajnjih ciljeva monetarne politike. Na to su poslednjih decenija uticali faktori kao što su pojava finansijskih inovacija, korišćenje automatskih okvirnih kredita banaka, međunarodno kretanja kapitala i novca. Zbog toga je ova strategija u razvijenim zemljama napuštena, a opstala je uglavnom u manje razvijenim zemljama sa nedovoljno razvijenim finansijskim sistemom.

236 Ivanov M., *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, Zbornik međunarodne konferencije „An Enterprise Odyssey: Leadership, Innovation and Development for Responsible Economy", University of Zagreb, Faculty of Economics & Business, Zadar, Croatia, June 4-7, 2014.

STRATEGIJA NOMINALNOG SIDRA DEVIZNOG KURSA

Korišćenje **eksplicitnog sidra deviznog kursa** kao monetarna strategija prisutna je u većem broju malih i otvorenih zemalja. Pri tom su otvorene dve mogućnosti: 1) režim fiksnog deviznog kursa ili 2) fiksiranje kursa u određenom rasponu dozvoljenih oscilacija. Ovaj indikator se objavljuje kao zvaničan intremedijarni cilj za postizanje krajnjih ciljeva monetarne i ekonomske politike. Istorijski posmatrano osnovna ideja ove monetarne strategije se oslanja na sistem čistog zlatnog standarda, Breton - vudski sistem i tzv. evropski sistem zmije u tunelu (*European snake in the tunnel*)[237], koji je sprečavao oscilacije deviznog kursa članica.

Kod pojedinih zemalja prisutno je korišćenje **implicitnog deviznog sidra**. To podrazumeva da devizni kurs nije javno objavljen kao sidro monetarne politike, niti je učinjen javnim indikatorom, intermedijarnim ciljem. I pored toga CB se u suštini oslanja u vođenju monetarne politike na očuvanje stabilnosti deviznog kursa u svrhu očuvanja stabilnosti opšteg nivoa cena i u odnosima s javnošću naglašava stabilnost deviznog kursa kao važan pokazatelj, kako bi time uticala na inflaciona očekivanja. Najčešći je slučaj da je reč o upravljano plivajućem (fleksibilnom), ili relativno fiksnom kursu.

Nominalno sidro deviznog kursa koristi veći broj zemalja sa malom i otvorenom privredom, među kojima su neke evropske zemlje, čiji je motiv da se na taj način približe sistemu koji se koristi u Evro zoni u očekivanju prijema u Evropsku monetarnu uniju, EMU. Ipak, ova strategija monetarne politike se preovlađujuće koristi u azijskim, zemljama Južne Amerike i Afrike. Korišćenje ove strategije tipično je prisutno u zemljama sa nedovoljno razvijenim finansijskim sistemom, nedovoljno razvijenim institucijama tržišne privrede i velikim stepenom otvorenosti za razmenu roba i usluga sa svetom i međunarodne tokove kapitala. Takav je slučaj sa visoko uvozno zavisnim privredama, kakva je npr. Hrvatska, gde je stabilnost kursa važna za očuvanje cenovne stabilnosti uvezene robe, za kretanje kamatnih stopa, jer smanjuje ugradnju kreditnog rizika, a kroz evrizaciju (dolarizaciju) štiti ekonomske subjekte od deviznog rizika, a takođe smanjuje teret inostranih dugova.

Nominalno sidro deviznog kursa predstavlja strategiju koja se efikasno može primeniti u specifičnim uslovima, jer pruža određene **prednosti**:

- Pogodna je za uslove nedovoljnog poverenja u domaću valutu i iskustvom višegodišnjih visokih stopa inflacije;
- Koristi se u zemljama sklonim procesu dolarizacije, odnosno evrizacije, kao valutnoj supstituciji;
- Pretpostavka za korišćenje ovog pristupa je obiman devizni priliv, brz rast kreditne aktivnosti i rast monetarnih agregata.

Istovremeno sidro deviznog kursa kao monetarna strategija ima značajne **nedostatke**:

- Kretanje domaćih kamatnih stopa vezano je za kamatne stope zemlje sidra;
- Centralna banka može da odgovori na devizne špekulacije samo u granicama raspoloživih deviznih rezervi;

237 *European snake in the tunnel* – prvi pokušaj stvaranja fiksnih odnosa valuta evropskih zemalja 1970-tih godina, a zapravo limitiranja promena međuvalutarnih odnosa.

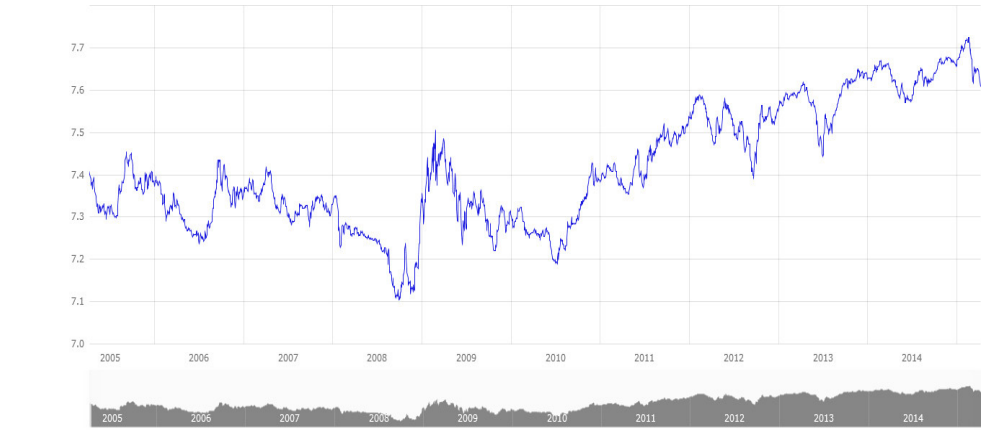
- Dominacija deviznih transakcija kao kanala emisije primarnog novca, dok je ograničeno korišćenje ostalih monetarnih instrumenata;
- Centralnoj banci su ograničene mogućnosti reagovanja u slučaju javljanja šokova koji potiču iz domaćih ekonomskih tokova, kao što su fluktuacije investicija, BDP i zaposlenosti.



Grafikon 15.3. Hrvatska, Indeks potrošačkih cena (% p. a.)
Izvor: HNB

Monetarna politika u strategiji sidra deviznog kursa se karakteriše visokim stepenom automatizma. Efekti ovakve strategije mogu se pratiti na primeru **Hrvatske.**[238] Privreda Hrvatske je više decenije u visokom stepenu evroizirana, uz izražene negativne posledice nekontrolisano visoke inflacije. Prvenstveni rezultat strategije koja se primenjuje od 1993. godine je uspešna trajnija stabilizacija. U prvom, relativno kratkom periodu Hrvatska je primenjivala fiksni devizni kurs, da bi kasnije prešla na režim kontrolisano plivajućeg, fleksibilnog kursa. Reč je o primeni strategije implicitnog sidra deviznog kursa. CB Hrvatske brani devizni kurs, što joj omogućavaju visoke devizne rezerve. Proces evrizacije privrede nije ometan i u međuvremenu je povećan, što zbog visokog spoljnog duga čini privredu više osetljivom na eventualnu depresijaciju valute, Kune. Hrvatska privreda je visoko uvozno zavisna i visoko zadužena zemlja u kojoj je stabilnost deviznog kursa primarni cilj, čak i po cenu recesionih tendencija koje se zapažaju, naročito poslednjih godina u uslovima krize produženog trajanja. Uz to u uslovima visokog stepena evrizacije ekonomski subjekti, pojedinci i kompanije su visoko zaduženi i bilo kakvo pomeranje kursa za njih bi bilo pogubno i otuda neprihvatljivo.

238 Ivanov M., isto,. str. 18-23.



Grafikon 15.4. Hrvatska kuna/evro
Izvor: ECB

Ukoliko se postavi pitanje alternative ovakvoj monetarnoj strategiji preovlađuje negativna odgovor. Naime, otvorena i visoko evroizirana privreda bi morala, ukoliko bi prešla na strategiju ciljanja inflacije, neminovno u prvom trenutku izvršiti ozbiljnu devalvaciju Kune, koja je visoko apresirana, što bi izazvalo jednokratni skok inostranog duga i duga ekonomskih subjekata prema bankama, što bi neminovno uvelo zemlju u bankarsku krizu. De-evrizacija bi takođe bila visoko rizična, tako da je nastavak ovakve monetarne strategije veoma verovatan. Zamerke ovakvoj politici tiču se njene restriktivnosti, koja izaziva niži privredni rast od potencijalno mogućeg. Dodatna zamerka odnosi se na pogrešno stavljanje naglaska na stabilnost kursa, umesto na dobrom rezultatu stabilnosti cena.

STRATEGIJA CILJANJA INFLACIJE

Visoka stopa inflacije se u današnjim uslovima smatra neprihvatljivom, jer se nepovoljno odražava na funkcionisanje tržišta stimulišući dužnike i kažnjavajući (penalizujući) poverioce. Drugim rečima, inflacija utiče na suboptimalne odluke u pogledu investicija, potrošnje i štednje. Ekspanzivna monetarna politika može u relativno kratkom roku doprineti oživljavanju privredne aktivnosti, uz uslov postojanja nedovoljno uposlenih kapaciteta, ali iole dugoročnija praksa ekspanzivne monetarne politike rezultira samo rastom stope inflacije.

Ciljanje inflacije i nominalno sidro deviznog kursa su se pokazale kao efikasne, jer naglašavaju inflaciona očekivanja i stabilnost rasta cena uz povećanu odgovornost centralnih banaka i smanjuju verovatnoću vremenski nekonzistentne monetarne politike.

Eksplicitno ciljanje inflacije je monetarna strategija u kojoj CB javno objavljuje ciljanu stopu rasta cena u narednoj godini, odnosno u srednjem roku, sa mogućnošću opredeljenja raspona (intervala) tolerancije. Važno je pri tom da se ne teži nultoj ili negativnoj targetiranoj stopi inflacije, jer bi ona imala nepovoljne recesione efekte. Stabilnost cena je osnovni krajnji cilj monetarne politike, čemu su podređeni ostali ciljevi, puna zaposlenost i privredni rast.

Primarni cilj targetiranja inflacije nije eliminisanje fluktuacija u kretanju nivoa cena iz godine u godinu, već smanjenje neizvesnosti u pogledu perspektive dugoročnog kretanja cena[239]. Ova strategija podrazumeva saglasnost vlade i centralne banke, koja se institucionalizuje potpisivanjem memoranduma između CB i ministarstva finansija, vlade. Ona takođe uključuje eksplicitnu odgovornost CB ili pak ličnu odgovornost guvernera u pogledu ostvarenja cilja. Važan segment sprovođenja ove strategije je uključivanje javnosti u cilju suzbijanja inflacionih očekivanja, kroz redovno izveštavanje o ostvarivanju cilja, praksu obaveštavanja javnosti, propagandu i popularisanje ovog pristupa.

Ciljanje inflacije od njenog uvođenja 1990. godine na Novom Zelandu, praktikuje sve veći broj zemalja, iako u delu nije reč o zemljama sa razvijenim finansijskim sistemom, niti o visoko dolarizovanim, evroiziranim privredama, što se smatra pretpostavkom za uspešno sprovođenje ove strategije. Prema klasifikaciji MMF-a[240] praksa ciljanja inflacije se koristi u:

- U zemljama u razvoju sa režimom relativno fleksibilnog deviznog kursa, kao što su Albanija (cilj 3%p. a.), Mađarska (3%p. a.), Rumunija (2-4%p. a.), Srbija (4%p. a.), JAR (3-6%), Turska (5,5%p. a.);
- U razvijenim i naprednim zemljama u tranziciji s režimom slobodnog formiranja (plivajućeg) deviznog kursa, kao što su Velika Britanija (2%), Australija (1-3%), Kanada (1-3%, Češka (2%), Poljska 2,5%).

Ciljanje inflacije ima niz **prednosti** u odnosu na ciljanje deviznog kursa:

- Ostvaruje uspešno suzbijanje inflacionih očekivanja uz relativno fleksibilan devizni režim;
- Omogućava relativno aktivnije vođenje monetarne politike;
- Za zemlje u razvoju veoma važno je lakše postizanje održivog privrednog rasta;
- Pruža CB širi manevarski prostor i korišćenje ostalih instrumenata monetarnog regulisanja, uključujući kamatne stope, devizni kurs i kreditni kanal;
- CB ima veći manevarski prostor za diskrecione mere monetarne politike;
- Omogućava korišćenje operacija na otvorenom tržištu, OOT kao moćan instrument monetarnog regulisanja.

Istovremeno, mora se imati u vidu da strategija ciljanja inflacije ima niz **nedostataka**:

- Prevelika rigidnost ove strategije i nedefinisana prava CB na diskrecione mere;
- Mogućnost nižih stopa privrednog rasta i većih fluktuacija proizvodnje;

Strategija ciljanja inflacije nije idealna monetarna strategija, ali je zaista veoma uspešna u postizanju i trajnijem očuvanju stabilnosti cena i što je najvažnije, širenju očekivanja stabilnosti cenovnog rasta kod ekonomskih subjekata. Njena uspešnost se uveliko zasniva na jednostavnosti i jasnoći cilja. Takođe je važno da sklonost niskim stopama privrednog rasta u praksi sprovođenja ove strategije može da se neutrališe nešto višim stopama ciljanja inflacije iznad nultog, dozvoljenim rasponom ili praksom neformalnog ciljanja inflacije.

239 Bank of England, *Speech Twenty Years of Infation Targeting*, 2012, na osnovu Obradović J., Dinić V., Pivašević J., *Teorijski aspekti targetiranja inflacije*, Škola biznisa br. 1, 2014.

240 IMF, *De Facto Classification of Exchanbge Rate Arrangmenets and Monetray Policy Frameworks*, na osnovu Ivanov M., isto, str. 5, 2011

STRATEGIJA CILJANJA INFLACIJE U SRBIJI

Privredna situacija u Srbiji i karakteristike monetarnog transmisionog mehanizma u velikoj meri se razlikuju u odnosu na razvijene zemlje koje su koristile i koriste strategiju ciljanja inflacije. Velika Britanija je tako zemlja sa visoko razvijenim finansijskim sistemom, efikasnim kanalom delovanja kamatnih stopa, sa slobodni međunarodnim tokovima kapitala, slobodnim formiranjem deviznog kursa, poverenjem u domaću valutu. Srbija je u isto vreme mala, otvorena privreda, visoko evroizirana, sa višedecenijskom istorijom visokih stopa inflacije, čak bolnim iskustvima hiperinflacije, do aktuelne krize sa relativno obilnim prilivom inostranih investicija i obilnim doznakama deviza iz inostranstva.

Stepen evroizacije privrede Srbije je veoma visok i pored višegodišnjeg nastojanja NBS da ga postupno smanji sprovođenjem strategije dinarizacije. Tako je udeo deviznih depozita u monetarnom agregatu M3 na nivou od oko 70%, dok istovremeno krediti sa deviznom klauzulom učestvuju u ukupnim kreditima na približnom nivou. Važna je činjenica da je inostrani dug Srbije relativno veliki i rastući, ali manji nego recimo hrvatski. Naime, spoljni dug je dostigao vrednost od oko 27 milijardi evra (2014. godine), što znači da je na nivou od oko 80% BDP. To sve ukazuje da je finansijska stabilnost Srbije u velikoj meri zavisna od stabilnosti deviznog kursa (dinara).[241]

U periodu 2001-2006. godina NBS se oslanjala na politiku deviznog kursa kao nominalnog sidra, polazeći od rasprostranjenog iskustva u zemljama istočne i centralne Evrope, a zvaničan režim u tom periodu bio je monetarno targetiranje. Pri tom se pošlo od niskog stepena poverenja u nacionalnu valutu i monetarnu politiku, visok stepen evrizacije i relativno veliki priliv inostranog kapitala. Odluka za korišćenje ove strategije bila je prvenstveno zasnovana na utvrđenom visokom stepenu korelacije između deviznog kursa i cena u dužem periodu. Istraživanja u NBS su, naime pokazala da je koeficijent elastičnosti u kratkom roku od 0,3, a u dugom roku 0,6, što potvrđuje da se promene deviznog kursa veoma brzo ugrađuju u cene. Ovom strategijom uspelo se sa spuštanjem cenovnog rasta na ispod 10% godišnje već do sredine 2003. godine, ali je postupna depresijacija kursa dinara bila uzročnik ponovnog oživljavanja inflacije.

Srbija je u septembru 2006. godine krenula u realizaciju ciljanja inflacije kao strategije monetarne politike. Na promenu strategije uticalo je oživljavanje inflacije i visok priliv inostranog kapitala tokom 2005. godine. Alternativan pristup - evrizacija - ne bi bio dobro rešenje iz više razloga. Fiksni devizni kurs u dugom periodu ne bi obezbedio efikasnu kontrolu inflacije. Dodatno se imalo u vidu da će predstojeće strukturne promene između ostalog, imati inflatorne posledice i otvaranje privrede prema globalnom tržištu. Zbog toga je NBS prestala da se pojavljuje na deviznom tržištu u većem obimu, kako bi branila određeni nivo kursa dinara.

241 Vilaret S., Pješčić V., Đukić M., Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije, Bankarstvo 5-6/2009, str. 56-59.

Režim monetarne politike	Operativini target	Režim deviznog kursa	Instrument MP	Kontrola kapitala
Monetarno Targetiranje 200-2006.	Neto domaća aktiva Plafon (*ceiling*) Neto ino aktiva pod (*flor*)	Rukovođeno plivajući	Intervencije na dev. tržištu Stopa OR OOT	Da (kratak rok)
Targetiranje inflacije	Kratkoročne kamatne stope	Rukovođeno fluktuirajući, sa tendencijom ka slobodnom	Dvoned. Repo stopa – osnovni Intervencije na dev.trž, stopa OR, kontrola - pomoćni	Da (kratak rok)

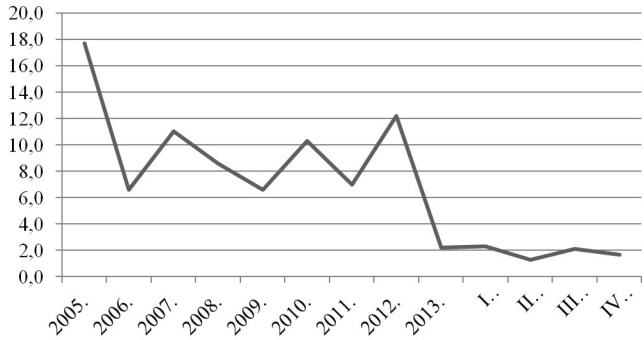
Tabela 15.2. Pregled režima monetarne politike NBS od 2000. godine

Izvor: Vilaret S., Pješčić V., Đukić M.,isto, str. 60

Do trenutka uvođenja nove strategije (ciljanja inflacije) inflacija je merena indeksom cena na malo (*Retail Price Index, RPI*), koji je napušten imajući u vidu da su regulisane cene činile polovinu indeksa i da on sadrži cene poljoprivrednih proizvoda koje su sezonski osetljive i na njih NBS nema uticaja. Otuda se prešlo na tzv. indeks bazne inflacije, sa pretežnim učešćem tržišno formiranih cena, koja je postala zvaničan target. Cilj je definisan kao raspon bazne inflacije i to

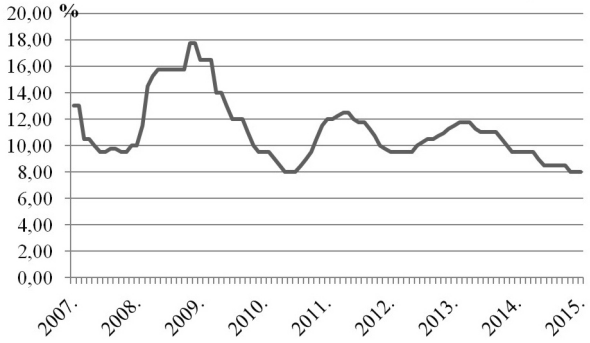
- od 7-9% godišnjeg rasta u 2006.,
- 4-8% u 2007. godini,
- 3-6% u 2008.,
- 2-5% u 2009.,
- do 2,5-5,5% na kraju 2014. godine.

NBS je bila relativno uspešna u ostvarivanju snižavanja stopa inflacije i stabilizaciji inflatornih očekivanja, sa izuzetkom 2008. godine, zbog delovanja uticaja globalne krize i 2010. godine, kada je privremeno došlo do jačanja inflatornih pritisaka pod uticajem rasta cena poljoprivrednih proizvoda u zemlji i svetskih cena.



Grafikon 15.5. Srbija, Inflacija (godišnja%)

Glavni instrument monetarne politike postala je kamatna stopa na dvonedeljne repo operacije kao referentna kamatna stopa, dok su ostali instrumenti biti korišćeni kao pomoćni: stopa obavezne rezerve, intervencije na deviznom tržištu, prudenciona kontrola poslovnih banaka. Pri tom se pokazalo da je kanal kamatne stope nedovoljno efikasan,što je posledica dugotrajnog vođenja drugih režima monetarne politike u kojima kamatna stopa nije značajnije korišćena i visokog stepena evrizacije privrede. Zbog toga su Beonia i Belibor kao kamatne stope na međubankarskom novčanom tržištu preuzele ulogu operativnog targeta.



Grafikon 15.6. Referentna kamatna stopa NBS (%p.a.)

REZIME POGLAVLJA:

Razvijene zemlje su tokom 1980-tih godina koristile targetiranje monetarnih agregata kao pristup monetarnoj politici, da bi tokom 1990-tih na osnovu primera i uspešnosti u vođenju monetarne politike Novog Zelanda prešle na strategiju targetiranja inflacije. Nakon pucanja mehura tržišta nekretnina u SAD CB razvijenih su najpre pristupile povećanju kamatnih stopa u cilju obuzdavanja inflacije. Kada je kriza kulminirala u septembru 2008. godine i kada je došlo do zaustavljanja međubankarskih pozajmica CB su reagovale intervencijama likvidnih sredstava, a potom snižavanjem kamatnih stopa u cilju oživljavanja privrede. Pošto su se ove standardne mere pokazale nedovoljnim, pristupilo se uvođenju nestandardnih mera, prvenstveno monetarnom relaksiranju, kupovini HOV i različitih vrsta aktive. Posledično, CB su višestruko povećale svoje bilanse. ECB se sve do 2015. uzdržavala od nestandardnih mera, da bi 2015. godine pristupila masivnoj dodatnoj novčanoj emisiji kroz kupovine HOV, ne bi li oživela privrednu aktivnost Evro zone. Male i otvorene privrede imaju manje manevarskog prostora u vođenju monetarne politike. Među njima najčešće se koriste strategija nominalnog sidra deviznog kursa i ciljanje inflacije. Hrvatska je uzeta kao primer korišćenja nominalnog sidra deviznog kursa, koja je na ovaj način relativno uspešno snizila inflaciju i stopu rasta cena dugoročno stabilizovala. Pri tom se ukazuje na precenjenost kursa kao posledicu vođenja ove politike, a zbog visokog spoljnog duga i duga građana i kompanija, koji su pretežno izraženi u evrima,

ova strategija se verovatno još dugo neće menjati. Srbija je uzeta kao primer male i otvorene privrede koja koristi strategiju ciljanja inflacije. U prvom delu tranzicionog perioda korišćeno je targetiranje monetarnih agregata, koja se operacionalizovala u politici odbrane kursa dinara, koja je bila uspešna u svođenju godišnje inflacije na ispod 10%. Od septembra 2006. godine NBS koristi ciljanje inflacije, bez većih intervencija na deviznom tržištu, uz kamatnu stopu na (dvo) nedeljne repo operacije kao referentnu stopu i to relativno uspešno.

KLJUČNE REČI:

nominalno sidro, strategija ciljanja inflacije, targetiranje deviznog kursa, evroizacija.

PITANJA ZA DISKUSIJU I VEŽBE:

15.1. Šta su standardne mere monetarne politike?

15.2. Šta su nestandardne mere monetarne politike?

15.3. Šta znači politika monetarnog popuštanja, labavljenja?

15.4. Koja je monetarna strategija najčešće korišćena poslednje dve decenije?

15.5. Koje su osnovne karakteristike ciljanja inflacije?

15.6. Koja je bila prva reakcija CB na pucanje mehura hipotekarnog tržišta SAD?

15.7. Kako su CB reagovale na krah banke *Lehman Brothers*?

15.8. Kakvu politiku kamatnih stopa vode CB razvijenih tokom krize?

15.9. Kakva je sličnost u vođenju monetarne politike FED, BoE i Banke Japana tokom krize?

15.10. Šta razlikuje politiku ECB od monetarne politike drugih razvijenih zemalja?

15.11. Šta su to nestandardne mere monetarne politike?

15.12. Šta je ECB preduzela tokom 2015. godine i zašto?

15.13. Koje su dve najčešće korišćene strategije monetarne politike zemalja u razvoju i tranziciji?

15.14. Kakvu strategiju monetarne politike vodi CB Hrvatske?

15.15. Kakvu je strategiju monetarne politike vodila NBS u periodu 2000-2006.?

15.16. Kakvu je strategija NBS od 2006. godine?

15.17. Zašto evroizacija ne bi bila dobra monetarna strategija za Srbiju?

15.18. Koji je osnovni instrument monetarne politike NBS od 2006. godine?

15.19. Šta je krajnji cilj monetarne politike NBS od 2006. godine?

15.20. Koji je pokazatelj inflacije koji prati NBS?

Rečnik

Avansno plaćanje - je metod plaćanja koji najviše odgovara izvozniku, s obzirom na to da robu isporučuje nakon naplate, a rizik mu je sveden na najmanju moguću meru, ukoliko valjano obavi svoj deo posla i izvrši isporuku u skladu sa dogovorom.

Akcija – vidi „hartije od vrednosti".

Akreditiv – Dokumentarni akreditiv (letter of credit – LC) je pismena (uslovna) obaveza banke (akreditivne banke) data prodavcu/izvozniku (korisniku akreditiva) na zahtev i prema instrukcijama kupca/uvoznika (nalogodavca) da plati iznos koji ne prelazi iznos akreditiva, uz dokumenta predviđena u akreditivu i podneta u rokovima utvrđenim u akreditivu i saglasno Jednoobraznim pravilima i običajima za dokumentarne akreditive Međunarodne trgovinske komore u Parizu (UCP 500).

Apresijacija – smanjenje deviznog kursa domaće valute u odnosu na valute drugih zemalja. Suprotan pojam je revalvacija.

Arbitraža - procenjivanje koji je najpovoljniji način za obavljanje nekog posla.

Volatilan – koji teži brzim i ekstremnim fluktuacijama. Termin se koristi da opiše veličinu i frekvenciju fluktuacije cene određene akcije, obveznice ili robe.

Volatilnost – karakteristika hartije od vrednosti, robe ili tržišta da cene rastu ili padaju ubrzano u kratkom vremenskom intervalu. Mera za relativnu volatilnost hartija od vrednosti prema ukupnom tržištu je beta.

Devize - su sva potraživanja izražena u stranoj valuti i efektivni strani novac, osim zlatnika i srebrenjaka.

Devizni bilans - pokazuje likvidnost zemlje prema inostranstvu. U skladu s tim, nisu bitne faktički izvršene transakcije, nego je bitan moment naplate (plaćanja)

Devizni kurs - je cena strane, valute, odnosno, cena po kojoj se jedna nacionalna valuta zamenjuje za drugu valutu

Devizna kontrola - podrazumeva direktnu akciju nadležnih organa, koja se u osnovi svodi na uvođenje prioriteta (redosleda) u plaćanju uvoza u cilju racionalne upotrebe ostvarenih deviza.

Depresijacija i devalvacija – smanjenje intervalutne vrednosti (deviznog kursa) domaće valute, samo što se depresijacijom to smanjenje ostvaruje na tržištu delovanjem ponude i tražnje, a devalvacijom putem formalno-pravnog akta monetarnih vlasti. U tom smislu devalvacija je formalno smanjenje vrednosti novca, dok je depersijacija stvarno smanjenje njegove vrednosti.

Inflacija - bi se mogla definisati kao „kontinuirani rast opšteg nivoa cena, ili kontinuirani pad realne vrednosti novca. Suprotna monetarna pojava od inflacije je deflacija.

Kapitalni bilans – obuhvata dugovanja i potraživanja po osnovu otplate i prenosa kapitala u vidu kredita (zajmova), portfolio plasmana, direktnih ulaganja, te promene u deviznim rezervama zemlje.

Konverzija valuta - zamena jedne valute za drugu.

Kontratrgovina - predstavlja razne forme nenovčane naplate potraživanja, kako bi se izbegli prateći rizici i problem koji prate sistem valutne naplate u međunarodnoj trgovini.

Konsignacija – znači da se roba kupuje na odloženo plaćanje. Proizvođač (izvoznik) će biti isplaćen tek nakon prodaje od strane konsignatora. Vlasništvo nad robom svo vreme tj. dok se ne proda, zadržava izvoznik. Pri tome, proizvođač (izvoznik) je taj koji obezbeđuje celokupno finasiranje konsignatora. Konsignator radi u ime i za račun svog partnera, čija je roba.

Kredit - je dužničko-poverilački odnos u kome poverilac (banka/kreditor) ustupa dužniku (korisniku kredita) pravo raspolaganja određenom količinom novca, ili nekim drugim pravom, na određeno vreme i pod određenim uslovima – rok, kamata, sredstva obezbeđenja, način korišćenja i način vraćanja kredita.

Kreditna kartica - se može upotrebiti za plaćanje ugovorenih vrednosti manjih međunarodnih transakcija. Karakterište je to što u sebi sadrži element personalnog (potrošačkog) kredita, putničkog čeka i načina periodičnog finansiranja obračuna sa bankarskim institucijama.

Likvidnost – predstavlja mogućnost izmirenja dospelih obaveza.

Monetarna ravnoteža- prema pretpostavkama monetarne teorije, znači jednakost posojeće količine novca (novčane mase) i tražnje novca, čime monetarni faktori deluju neutralno na realne privredne tokove. Novac obavlja svoje funkcije, ali ne deluje u pravcu usporavanja niti u pravcu ubrzavanja privredne aktivnosti.

Novac - se definiše u smislu njegovih funkcija, kao nešto što služi kao sredstvo razmene (1), čuvar vrednosti (2) i jedinica za obračun (3).

Opcija – je ugovor koji daje pravo, ali ne i obavezu, njegovom imaocu da kupi ili proda određenu stvar po unapred utvrđenoj ceni u ugovorenom roku. Vrsta derivata, koja daje pravo ugovornoj strani da bira između više mogućnosti. Ugrađena opcija – je opcija koja čini sastavni deo nekog drugog instrumenta. Može biti deo strukture bankarskog kredita, obveznica ili finansijskog instrumenta.

Platni bilans – je sistematski pregled svih transakcija koje rezidenti jedne zemlje obave u datom periodu vremena sa rezidentima drugih zemalja.

Portfelj – kombinacija investicija u različite vrste aktive, najčešće različite vrste hartija od vrednosti u posedu investitora ili institucije.

Prinos – iznos novca koji je zarađen investiranjem na godišnjem nivou.

Regulaciono ili regulatorno telo – u domaćem bankarstvu je prvo Narodna banka Srbije, a potom odgovarajuća državna ministarstva kao što su Ministarstvo finansija, Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom, itd.

Rizik – u ekonomskoj teoriji, sastoji se od dve katagorije: neizvenosti i izloženosti.

Sistemski rizik – deo rizika hartija od vrednosti koji je zajednički za sve hartije od vrednosti iste opšte klase (akcije i obveznice) i zato se ne može eliminisati diversifikacijom. Takođe, je poznat pod nazivom tržišni rizik. Mera za sistemski rizik kod akcija je beta koeficijent.

Svop – sporazum da se plaćanje po fiksnoj stopi zameni za plaćanje kamate po promenljivoj stopi (svop kamatne stope) ili jedna valuta za drugu valutu (valutni svop).

Strane direktne investicije – oblik međunarodnog kretanja kapitala.

SWIFT - Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (elektronski sistem komunikacije između poslovnih banaka).

Tekući bilans (bilans tekućih transakcija) – je deo platnog bilansa i obuhvata sva dugovanja i potraživanja po osnovu izvoza i uvoza robe (trgovinski bilans), međunarodnog prometa usluga (tzv. bilans nevidljive razmene) i međunarodnog kretanja faktora proizvodnje (tzv. bilans transfera).

Trgovinski bilans – je deo platnog bilansa, koji stavlja u odnos vrednost uvoza robe (proizvoda) u određenom periodu (obično u toku godine) sa vrednošću izvoza robe (proizvoda) u istom vremenskom periodu.

Tržište – organizovano mesto na kome se susreću ponuda i tražnja za robama, uslugama, različitim finansijskim aktivama, itd.

Faktoring – je vrsta kraktoročnog finansiranja trgovinskih transakcija.

Forfeting – je vrste dugoročnog finansiranja trgovinskih transakcija.

Finansijski derivati – finansijski ugovori izvedeni iz osnovnog ugovora. Finansijski derivati su po svojoj suštini izvedene hartije od vrednosti, gde je njihova vrednost izvedena iz odnosa prema nekom osnovnom instrumentu. Najpoznatiji finansijski derivati su: fjučersi, forvardi, opcije i svopovi.

Finansijski instrumenti - su zbrini izraz za veliku grupu pre svega hartija od vrednosti, ali i druge aktive koja predstavlja predmet trgovanja na finansijskom tržištu. Najvažniji finansijski instrumenti su hartije od vrednosti. Pored njih to su i prava, depoziti, potraživanja, žiralni novac, devize, plemeniti metali, itd.

Fjučers - je visoko-standardizovani ugovor o kupoprodaji određene aktive po utvrđenoj ceni na dan zaključivanja transakcije, a sa isporukom ugovorenom na određeni dan (za 1, 3, 6 ili 12 meseci). Fjučers ugovori su standardizovani i uslovi ugovora su utvrđeni na berzi (aktiva, rok, mesto isporuke, način plaćanja, itd). Imaju značaj u upravljanju rizikom i savlađivanju gepa u finansiranju.

Forvard - je ugovor između kupca i prodavca deviza odnosno robe, kojim se prodavac obavezuje da isporuči kupcu fiksni iznos deviza ili količine robe na ugovoreni budući datum po ugovorenom deviznom kursu ili ceni. Time se omogućava odložena kupoprodaja. Za razliku od fjučers ugovora, forvard predstavlja jednokratni ugovorni odnos dve strane koji nije standardizovan i nije predmet trgovine na berzama.

Franšizing - je kontinuirana saradnja u okviru koje franšizer daje pravo franšizantu da prodaje njegov proizvod (usluge) i pomaže

mu u organizaciji, obučavanju, marketingu i upravljanju, uz određenu naknadu od strane fanšizanta. Naknada franžizanta franšizeru može biti za ulazak u sistem (*initial fee*) i za poslovanje sve dok ugovor traje (*royality fee*) koja se plaća kvartalno ili godišnje najčešće 3-5% od obima prodate proizvodnje (usluga).

Hartije od vrednosti (HOV) – su papiri koji označavaju vlasništvo odnosno imovinu. Mogu biti: obligaciono-pravne, stvarno-pravne (robne) i korporacione. Obligaciono-pravne hov (obveznice, dužničke hartije od vrednosti) daju svom imaocu pravo da zahteva od lica naznačenog u hartiji (dužnika) isplatu novčanih sredstava. Robne hov označavaju svog imaoca kao titulara prava svojine na robi. Korporacione hov (akcije, vlansičke hartije od vrednosti) su isprave o vlasništvu na delu kapitala.

Hedžing – način zaštite od rizika odnosno gubitka do koga može doći na tržištu.

UNIVERZITET PRIVATNI AKREDITOVANI UNIVERZITET SINGIDUNUM

Indeks pojmova

A

apresijacija novca 94

B

bankarska teorija novca 11
Bank of England 14, 220, 227, 280
brzina novca u opticaju 30
Bundesbank 227

C

centralna banka 21, 35, 37, 38, 44, 45, 46, 47, 48, 50, 58, 60, 75, 76, 110, 142, 156, 157, 171, 176, 182, 186, 201, 202, 205, 207, 210, 211, 214, 219, 220, 222, 225, 227, 228, 229, 236, 241, 268, 278, 283, 296
Centralna banka Francuske 228
Centralna banka Rusije 228

D

definisanje primarnog novca 42
deflacija 84, 98, 267
depoziti ekonomskih subjekata 55
depozitni ili žiralni novac 9, 16
depresijaciji vrednosti novca 94
deset principa ekonomije 182
devalvacija 94, 235, 247
devizne transakcija centralne banke sa inostranstvom 46
devizni kurs nacionalne valute 116
dolarizacija (ili evrizacija) 117

E

efekat istiskivanja 251
efekat supstitucije (zamene) 142, 144
efikasnost monetarne politike 179
ekonomska predviđanja 129
ekonomska valutna reforma 90
ekspanzivna monetarna politika 187
elektronski novac 8, 9
Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) 272
Evropska centralna banka (ECB) 14, 111, 142, 269
Evropska ekonomska zajednica (EEZ) 258
Evropska investiciona banka (EIB) 271
Evropski monetarni sistem (EMS) 261

F

FED – Sistem centralne banke SAD 227
fiksni kurs 94, 119, 164, 180
finansijski sistem 4
fiskalna politika 126, 127, 188, 193, 256, 267, 274
funkcije Narodne banke Srbije 230

H

hiperinflacija 15, 89, 97

I

indeksacija 91, 92
inflacija 83, 84, 89, 92, 93, 94, 95, 96, 126, 155, 157, 176, 177, 235, 243, 270, 288
instrumenti monetarne politike 168, 195, 196, 197, 233, 268, 298

J

javni dug 250, 255, 267

K

kajnzijanska teorija 18

kamatna stopa 103, 108, 112, 114, 247, 265
kanali emisije primarnog novca 37, 44, 58
kašnjenje monetarne politike 121
Kejnsova novčana teorija 17
količina novca u opticaju 6, 30, 36, 38, 39, 46, 48, 49, 50, 59, 64, 102, 108, 128, 136, 137, 138, 139, 140, 143, 167, 201, 208, 220, 234
koncept „vremenske doslednosti" monetarne politike 176
kredit 46, 54, 70, 103, 185
kreditni potencijal banke 66
kvantitativna jednačina novca 30
kvantitativna teorija 18

L

Lehman brothers 4
likvidnost 22, 211
limiti rasta kreditnih plasmana 209

M

M1 agregat 24
M2 agregat 24
makroekonomija 12, 14, 248
Maršalova varijanta kvantitativne teorije novca 136
Metalistička teorija novca 11
mikroekonomija 11
moderni monetaristi 18
Monetaristi 10, 84, 136, 141, 149, 160, 169, 175, 176, 181, 189, 240
monetarna politika 6, 7, 104, 113, 116, 119, 127, 129, 130, 133, 141, 143, 145, 152, 155, 163, 170, 175, 179, 180, 188, 194, 224, 228, 238, 239, 244, 256, 267, 274, 279, 284, 296
monetarna ravnoteža 78, 81
monetarni agregati 21, 22, 26, 28, 35, 102, 104, 108, 119, 244, 248
monetarni i fiskalni sistem 4
monetarni indikatori 22
monetarni mulitiplikator (m) 64
monetarni multiplikator 61, 62, 64, 65, 69, 74
monetarni procesi 81
monetarni sistem 1, 5

N

naturalna privreda 7
Neokejnzijanci 10, 176
nominalistička teorija novca 11
novac 3, 7, 8, 11, 12, 13, 17, 18, 19, 21, 25, 30, 35, 81, 89, 94, 137, 139, 235, 253, 296
novac kao stok 11
novac kao tok vrednosti 11
novčana masa 18, 22, 24, 52, 56, 57, 61, 74, 109, 157

O

obavezna rezerva 26, 61, 65, 67, 70, 195, 203, 204, 215, 216, 234, 235
obavezni koeficijent likvidnosti 212
operacije na otvorenom tržištu (OOT) 45, 200, 234

P

papirni novac 8, 16
politika eskontne stope 198
ponuda novca 47, 78
portfolio teorija monetarne politike 136, 142
povezanost monetarne i fiskalne politike 246
predmet monetarne politike 5, 6
primarni novac 25, 37, 38, 40, 41, 42, 43, 44, 52, 61

R

ravnoteža na novčanom tržištu 139
ravnoteža na tržištu dobara 139
restriktivna monetarna politika 191, 192, 242

S

Say-ov zakon 17
selektivnom kreditnom politikom 208
slobodno fluktuirajućeg (fleksibilnog, plivajućeg) kursa 166

T

targetiranje inflacije 118, 159, 169, 171, 288
targetiranje monetarnih agregata 160
targetiranje nominalnog bruto domaćeg proizvoda (NBDP) 167
tehnička valutna reforma 90
teorije vrednosti novca 11

V

valutna reforma 90, 98

Literatura

1. Aleksić V. - Banka i moć, Stubovi kulture, Beograd, 2002
2. Anderson R. - *Transition banking*, Oxford Clarendon, 1998
3. Babić B. - Novi Bazelski sporazum o kapitalu, Spoljnotrgovinski savetnik, Poslovni biro, Beograd br. 4/2003.
4. Baldvin R., Viploc Č. – Ekonomija evropskih integracija, Data Status, Beograd, 2010.
5. Banca D'Italia - *The Banking and Financial Sector in Countries of South East Europe*, Roma, 2002
6. Bačković R. – Kreditni biro, Bankarstvo 5-6/06
7. Barać S., Hadžić M., Stakić B., Ivaniš M. – Poslovno bankarstvo, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
8. Barać S., Hadžić M., Stakić B., Ivaniš M. – Organizacija bankarstva, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
9. Barać S., Hadžić M., Stakić B., Ivaniš M. – Praktikum za bankarstvo i finansije, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2005.
10. Barać S., Hadžić M., Stakić B., Ivaniš M., Jeremić M., Terzić I. – Pojmovnik finansija i bankarstva, Univerzitet Singidunum, FFMO, Beograd, 2006.
11. Barjaktarović L. – Upravljanje rizikom, Univerzitet Singidunum, 2009.
12. Barjaktarović L. – Monetarno – kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
13. Bjelica V. - Bankarstvo, teorija i praksa, Stylos, Beograd, 2001.
14. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J. – Osnovi investicija, Data status, Beograd, 2009.
15. Bonin J., Miszei K. Szekely I., Wachtel P. – *Banking in Transition Economies: Developing Market Oriented Banking Sector in Eastern Europe*, Brookfiled, Edward Elgar, Vermont, 1998.
16. Clasen R. – Banka u savremenom svetu, UBS, Beograd, 2009.
17. Clasen R., Marković D. – Korporativna kultura u bankarstvu, UBS, Beograd, 2011.
18. Channon D.F. – *Bank Strategic management and Marketing*, John Wiley and Sons Ltd. 1992
19. Cooper K.S., Fraser D.R. – *The Financial Market Place*, Addison Wesley Publishing Company, New York, 1992
20. Ćirović M. - Bankarstvo, Treće izdanje, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2006.

21. Ćirović M. – Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd 1995.
22. Ćurčić V. - Strategijsko planiranje u bankarstvu, Novi Sad, Feljton, 1999.
23. Dimitrijević J., *Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije*, Kvartalni monitor br.10/2007, FREN, Beograd,
24. Downes J., Goodman J.E. – *Dictionary of Finance and Investments Terms*, The fifth edition, Barrons Financial Guide, 1998
25. Dušanić J. – Poslovno bankarstvo, Consecco institut, Beograd – Srpsko Sarajevo, 2003.
26. Dušanić J. – Novac, kredit i banke, Consecco institut, Beograd, 2002
27. Dušanić J. – Monetarna ekonomija i bankarstvo, Consecco institut, Beograd, 2004.
28. Đukić Đ., Centralna banka i finansijski sistem, Drugo izdanje, Litopapir, Čačak, 2006.
29. Đukić Đ., Bjelica V., Ristić Ž. – Bankarstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
30. Đukić Đ., Hanić H. – Privatizacija banaka u Srbiji, BBA i IEN, Beograd, 2005.
31. Đurović – Todorović J., Jovanović M., Krstić B. – Monetarni i fiskalni menadžment, Ekonomski fakultet, Niš, 2006.
32. Fabris N. - Centralno bankarstvo u teoriji i praksi, CB Crne Gore, Podgorica 2006.
33. Filipović M. – Investicione banke – osnovne funkcije i karakteristike, Bankarstvo, 3-4/92
34. Godard J., Molynex P., Wilson O.S. - *European Banking*, Chichester, New York, 2001.
35. Goothart C.A.E. ed. - *Financial Development and Economic Growth*, *explaining the links*, Hampshire, New York, Palgrawe Mac Millan, 2004
36. Grening H., Brajović S. – *Analyzing and Managing Banking Risk*, WB, 2003
37. Hembel G. - *Bank Management*, John Willey & Sons, 1999
38. Iqbal Z., Mirakhor A. – Uvod u islamske finansije, teorija i praksa, Mate, Zagreb, 2009.
39. Ivanov M., *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, Zbornik međunarodne konferencije „An Enterprise Odyssey: Leadership, Innovation and Development for Responsible Economy", University of Zagreb, Faculty of Economics & Business, Zadar, Croatia, June 4-7, 2014.
40. Jakšić M. – Osnovi makroekonomije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2008.
41. Janković M. – Karakteristike, metode i inovacije hipotekarnog stambenog kreditiranja, Bankarstvo -5-6/2001.
42. Janković M. – Hipotekarno tržište – razvoj finansijskih mehanizama stambene izgradnje, Udruženje banaka Jugoslavije, Čigoja štampa, 1999.
43. Jeremić Z. - Finansijska tržišta, Univerzitet Singidunum, Beograd 2010.
44. Jovancai A., Stakić N., Nestandardne mere monetrane politike, Bankarstvo br. 1/2013, str.58-74
45. Jovanović M. Evropska ekonomska integracija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
46. Jović S. – Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990.
47. Jović Z. - Menadžment finansijskih institucija, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.
48. Jurman A. – Kreditna politika poslovnih banaka u funkciji učinkovite multiplikacije kredita i depozita, Ekonomski fakultet, Rijeka, 2002.

49. Karacadag C. and Taylor M.W. - *Toward a New Global Banking Standard: The Basel Commitee´s Proposals, Finance and Development*, IMF December 2000, Vol37 No4
50. Kapor P. – Međunarodne poslovne finansije, Megatrend, Beograd, 2010.
51. Klasens R., Virc F. – Upravljanje filijalom banke, UBS, Beograd, 2005.
52. Komazec S. – Monetarne i javne finansije, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2006.
53. Komazec S., Ristić Ž. – Monetarna ekonomija i bankarski menadžment, Etnostil, Beograd, 2011.
54. Kovačević R. – Međunarodne finansije, Ekonomski fakultet, Beograd, 2010.
55. Krstić B. - Bankarstvo, Ekonomski fakultet, Niš, 2001
56. Krstić B. - Međunarodno bankarstvo, Ekonomski fakultet, Niš, 2001
57. Lovelock C.H., Yip G.S. – *Developing Global Strategies for Service Business*, California Management Review, 37,3, 1996
58. Love R. – Monetary Economics, University of London, 2011
59. Lučić Lj., Monetarni transmisioni mehanizam i strategije monetarne politike, Bankarstvo br. 11/12/ 2006
60. Lukić R. – Bankarsko računovodstvo, jedanaesto izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.
61. Lukić R. – Bankarsko računovodstvo, Primeri, zadaci, testovi, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
62. Mankju G. – Principi ekonomije, III izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005.
63. Matić V. - Prestrukturiranje banaka u tranzicionim ekonomijama, Ekonomski fakultet, Beograd, 2001.
64. Matić V. – Kreditni rizik u svetlu odredbi predloga Novog Bazelskog sporazuma IRB pristup, Bankarstvo 1-2/03
65. Mešić D. - Prudenciona kontrola banaka i finansijskih konglomerata, Stylos, Beograd, 2004.
66. Mikerević D. - Finansijski menadžment, EF Banja Luka, 2001.
67. Miller R. - Moderni novac i bankarstvo, Zagreb, Mate, 1997.
68. Milojević D. - Leksikon bankarstva, 2003.
69. Mishkin F. –Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta, VII izdanje, Data Status, Beograd, 2006.
70. Mishkin F.S., Eakins S.G. – Finansijka tržišta i institucije, Mate, Zagreb, 2005.
71. Mishkin F.S. – Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli dovde? Paneconomicus, 2004/4, Novi Sad, 2004.
72. Mises L. – *The Theory of Money and Credit*, Jale UP, 1953
73. Mizen P. ed. - *Central Banking Monetary Theory and Practice*, Cheletenham, Nothampton, 2003.
74. Mulleineux P.- *European Banking*, *Blackwell Publishers*, Oxford, 992
75. Momirović D., *Široki konsenzus pre i tokom krize i budući izazovi centralnog bankarstva,* Bankarstvo br.5/2013, str. 80-108
76. Nord R. - *Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture*, *Finance and Development*, September 2000, IMF, Washington D.C., 2000
77. Obradović J., Dinić V., Pivašević J., *Teorijski aspekti targetiranja inflacije*, Škola biznisa br. 1, 2014.

78. Radulović A. – Komparativna analiza tržišnih modela finansiranja stanogradnje, Bankarstvo 7-8/2005.
79. Ritter L.S., Silber W.L., Udell G.F. – Principi novca, bankarstva i finansijskih tržišta, XI izdanje, UBS, Beograd, 2009.
80. Rose S. P., Hudgins SC. - Bankarski menadžment i finansijske usluge, Data status, Beograd, 2005.
81. Roy S., Walter J. - *Global Banking*, *New York Oxford University Press*, 2003
82. Sachs J. – *The Price of Civilization*, *The Bodley Head*, London, 2011.
83. Solnik B. – *International Investment*, Adison Verlag, 2000
84. Sretenović A. - Uvod u analizu poslovnog bankarstva, SRRS, Računovodstvo, 2003.
85. Stakić B. – Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd. 2012.
86. Stiglitz J.E. – Ekonomija javnog sektora, II izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2013.
87. Stiglitz J.E. – *Making Globalization Work*, Penguin Books, 2006
88. Stojkovski J. - Reforming the Banking Sector in Serbia, 2003
89. Svigals J. – *Bank Branching 2010 – Laffertz Publications*, The Tower, IDA Centre, Dublin
90. Fabris N. – Instrumenti monetarne politike zemalja regiona s posebnim osvrtom na Srbiju, prezentacija na skupu US, Beograd, 2011
91. Šević Ž. – Upravljanje Centralnom bankom, Finansije 1-6/2003
92. Šljivančanin M. – Banka – finansijsko preduzeće, Univerzitet CG; Podgorioca, 1999.
93. Vajnfeld V. – Evropa od A do Š, Konrad Adenauer fondacija, Beograd, 2003.
94. Van Horn J.C., Wachowicz J.M. – Osnvni finansijkog menažmenta, XII izdanje, Data Status, Beograd, 2007.
95. Vasiljević B. – Osnovni finansijskog tržišta, Diamond Hard, Beograd, 1997.
96. Vidas – Bubanja M. – E - Poslovanje, menadžment, tehnologije, aplikacije, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2005.
97. Vilaret S., Pješčić V., Đukić M., Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođenju strategije ciljanja inflacije, Bankarstvo 5-6/2009, str. 56-59
98. Vujačić I.- Kejns protiv klasika, Službeni glasnik, Beograd, 2011.
99. Vunjak N. – Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet, Subotica, 1999.
100. Vunjak N., Kovačević Lj. – Bankarstvo, bankarski menadžment, Proleter, Bečej, EF Subotica, 2006.
101. Vunjak N., Ćurčić U., Kovačević Lj. – Korporativno i investiciono bankarstvo, „Proleter" Bečej, EF Subotica, BLC, Banja Luka Colege, 2008.
102. Walsh C.E. – *Monetary Theory and Policy*, 3rd edition, Mit Press, 2010
103. Warwick B. ed. – *The Handbook of Risk*, John Wiley and Sons Ltd., 2003
104. World bank - *Transition, The First Ten Years*, WB, Washington D.C., 2002
105. Zaponnidis C. ed. - *New Trends in Banking Managemen*t, Physisca, Verlag, 2002
106. Živkov D. – Monetarna ekonomija posmatrana iz ugla različitih teorija, Škola biznisa, 2008/3-4
107. Živković A., Komazec S., Ristić Ž. – Berzanski i bankarski menadžment, Poslovna škola Beograd, Beograd, 2003.

108. Živković A., Stankić R., Krstić B. - Bankarsko poslovanje i platni promet, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.
109. Živković A., Kožetinac G. – Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.

Propisi:

1. Zakonom o bankama - Službeni glasnik RS br. 107/05, 91/10
2. Zakon o zaštiti korisnika finansijskih usluga - Službeni glasnik RS br. 36/11
3. Zakonom o platnom prometu - Sl. glasnik RS 3/02, 5/03, 43/04 62/06 i 31/11.
4. Zakonom o tržištu kapitala - Sl. glasnik RS 31/11
5. Zakon o deviznom poslovanju - Sl. glasnik RS 62/06, 31/11 i 119/12.
6. Zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma - Sl.glasnik RS br.20/09
7. Zakon o regulisanju javnog duga SRJ po osnovu devizne štednje građana - Sl.list SRJ 36/02
8. Zakon o Narodnoj banci Srbije – Sl.glasnik RS br. 72/03 i 55/04
9. Zakon o stranim ulaganjima – Sl.galsnik RS br. 3/02, 5/03, 22/06
10. Zakon o finansijskom lizingu – Sl.glasnik RS br. 55/03, 61/05

Ostali izvori:

www.aod.rs
www.belex.rs
www.bis.org
www.gdeinvestirati.com
www.ebrd.org
www.economy.rs
www.emportal.rs
www.emagazin.co.yu
www.eu.org
www.Investopedia.com
www.ifc.com
www.imf.org
www.iso.org
www.kamatica.com
www.miga.org
www.mfin.gov.rs
www.nbs.rs
www.oecd.org
www.poslovni-informator.com
www.un.org
www.unece.org
www.worldbank.org

Na osnovu člana 23. stav 2. tačka 7. Zakona o porezu na dodatu vrednost („Službeni glasnik RS”, br. 84/2004, 86/2004 (ispr.), 61/2005, 61/2007 i 93/2012), Odlukom Senata Univerziteta Singidunum, Beograd, broj 260/07 od 8. juna 2007. godine, ova knjiga je odobrena kao osnovni udžbenik na Univerzitetu.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

338.23:336.74(075.8)

ХАЏИЋ, Мирољуб, 1958-
Monetarna ekonomija / Miroljub Hadžić, Lidija Barjaktarović. - 1. izd.
- Beograd : Univerzitet Singidunum, 2015 (Loznica : Mobid). - XIV, 301 str.
: graf. prikazi, tabele ; 25 cm

Tiraž 1.200. - Rečnik: str. 291-294. - Napomene i bibliografske reference
uz tekst. - Bibliografija: str. 297-301. - Registar.

ISBN 978-86-7912-614-6
1. Барјактаровић, Лидија, 1975- [аутор]
а) Монетарна политика

COBISS.SR-ID 217904140

© 2015.
Sva prava zadržana. Nijedan deo ove publikacije ne može biti reprodukovan u bilo kom vidu i putem bilo kog medija, u delovima ili celini bez prethodne pismene saglasnosti izdavača.