Dr Nikola Orlić

OSNOVI MONETARNE EKONOMIJE

Dr Nikola Orlić
Osnovi monetarne ekonomije

Izdavač:
"Visoka škola strukovnih studija za računovodstvo i berzansko poslovanje",
Beograd, Imotska 1, tel/fax: 011-30-98-184, 30-98-185, 30-98-198
e-mail: office@rafin.edu.rs

Recenzenti:
Dr Marinko Vranković
Dr Slobodan Slović

Urednik:
Vesna Ivetić, dipl. pravnik

Tehniči urednik:
Vladimir Knežević

Štampa: Megraf, Beograd

Tiraž: 500

Visoka škola za računovodstvo i berzansko poslovanje
BEOGRAD

Dr Nikola Orlić

OSNOVI MONETARNE EKONOMIJE

Beograd, 2010. godina

SADRŽAJ

UVODNA RAZMATRANJA **7**

1. SAVREMENI NOVAC - TEORIJSKE I ANALITIČKE OSNOVE **9**

1.1. Karakteristike savremenog novca 9
1.2. Razvojne faze novca 10
1.3. Papirni novac i njegovo važenje 14

2. MONETARNE TEORIJE **17**

2.1. Razvoj monetarne misli 17
2.2. Kvantitativna teorija novca 18
2.3. Kritike kvantitativne teorije novca 22
2.4. Metalistička teorija novca 23
2.5. Nominalistička teorija novca 24
2.6. Savremene monetame teorije 26
2.6.1. Monetaristička teorija *26*
2.6.2. Kejnzijanska monetarna teorija *28*
2.6.3. Kompleksna monetarna teorija *33*

3. NOVČANA MASA I DRUGI MONETARNI AGREGATI **35**

3.1. Struktura novčanih sredstava 35
3.2. Koncepcije novčane mase 37
3.2.1. Teorijski koncepti novčane mase *37*
3.2.2. Empirijski koncepti novca *39*
3.2.3. Operativni koncepti novčane mase *40*
3.3. Tokovi kreiranja novčane mase 42
3.4. Endogeni ili egzogeni karakter novčane mase 46
3.5. Struktura i dinamika novčane mase 48
3.6. Primarni novac 49
3.7. Monetarni multiplikator 51

4. ANALIZA TRAŽNJE NOVCA **55**

4.1. Pojam agregatne tražnje novca 55
4.2. Faktori agregatne tražnje novca 58
4.2.1. Faktori tražnje depozita po viđenju *58*
4.2.2. Faktori tražnje gotovog novca *61*
4.3. Motivi držanja novca 62
4.4. Brzina opticaja novca 63

5. NOVAC I PRIVREDNI RAZVOJ **67**

5.1. Uloga novca u privrednom razvoju 67
5.2. Ekonomska i monetarna ravnoteža 70
5.3. Inflacija 73

5.3.1. Pojava i pojam inflacije ... *73*
5.3.2. Vrste inflacije ... *76*
5.3.3. Moderne hiperinflacije ... *78*
5.3.4. Uzroci inflacije ... *80*
5.3.5. Savremena shvatanja o uzrocima inflacije ... *83*
5.3.6. Kritike upućene teoriji inflacije troškova ... *85*
5.3.7. Posledice inflacije ... *87*
5.4. Deprecijacija novca ... 91
5.5. Aprecijacija novca ... 92
5.6. Koncepcije o valutnoj stabilizaciji ... 94
6. FINANSIJSKI SISTEM ... 99
6.1. Pojam i karakteristike finansijskog sistema ... 99
6.2. Vrste finansijskih sistema ... 101
6.3. Indikatori razvijenosti finansijskih sistema ... 103
6.4. Finansijski sistemi zemalja u tranziciji ... 104
7. MONETARNO-KREDITNA POLITIKA ... 111
7.1. Pojam, sadržina i uloga monetarno-kreditne politike ... 111
7.2. Svrha i zadaci monetarno-kreditne politike ... 113
7.3. Stvaranje i poništavanje novca ... 114
7.4. Polazne pretpostavke efikasne monetarne politike ... 116
7.5. Pojam i osnovna obeležja centralne banke ... 118
7.6. Funkcije centralne banke ... 121
7.7. Operativni metodi i instrumenti centralne banke ... 123
7.8. Karakteristike Narodne banke Srbije ... 128
7.9. Značaj monetarne kontrole u ostvarenju monetarne politike ... 130
8. POSLOVNE BANKE ... 133
8.1. Kreditni potencijal poslovne banke ... 133
8.2. Vrste kreditnog potencijala ... 136
8.3. Likvidnost poslovne banke ... 138
8.4. Kreditna multiplikacija ... 142
9. MEĐUNARODNE FINANSIJE ... 147
9.1. Karakteristike međunarodnog finansijskog sistema ... 147
9.2. Hronologija evropske integracije ... 151
9.3. Funkcionisanje novca u međunarodnom platnom prometu ... 154
9.4. Platni bilans ... 155
9.5. Devizno tržište ... 158
9.6. Devizni kursevi ... 160
9.6.1. Sistem fiksnih deviznih kurseva ... *161*
9.6.2. Sistem fleksibilnih deviznih kurseva ... *163*
9.6.3. Problem izbora adekvatnog režima deviznih kurseva ... *165*
9.7. Konvertibilnost valuta ... 169
9.8. Međunarodne finansijske institucije ... 171
UMESTO ZAKLJUČKA ... 177
LITERATURA ... 181

UVODNA RAZMATRANJA

Sa aspekta metodološkog pristupa monteranoj ekonomiji mora se uzeti u obzir princip analize njenog mesta i postojanja u ukupnim ekonomskim odnosima i tako utvrditi predmet kojim se ona bavi i njen relativni karakter. Dakle, problematika kojom se monetarna ekonomija bavi određuje i njeno mesto u ekonomskoj teoriji, a ujedno time i njen karakter. Tako ona dobija veoma značajno mesto u njenoj primeni i praksi.

Pojam monetarna ekonomija upotrebljava se da označi ulogu novca u determinisanju tokova privredne aktivnosti. Monetarnu ekonomiju karakteriše uticaj novca na privredna kretanja. Opšte prihvaćen stav je da novac može da utiče na ostala privredna kretanja. Ekonomisti koji se bave istraživanjem monetarne ekonomije upravo i treba da daju odgovor na pitanje kako i u kojoj meri se ispoljava uticaj novca na privredna kretanja.

Monetarna teorija proučava proces kreiranja monetarnih agregata i faktora koji determinišu taj proces, pa ova pitanja i predstavljaju jedan od najznačajnijih predmeta monetarne ekonomije. Kreiranje monetarnih faktora, a pre svega kreiranje novčane mase definisane kao zbir gotovog novca u opticaju i depozitnog novca, usko je povezano sa formulisanjem i sprovođenjem mera monetarne politike.

Ovaj rad razmatra mehanizam formiranja novčane mase u bankarskom sektoru, koji obuhvata dva nivoa, što znači da pored centralne banke postoji i sistem poslovnih banaka. Takav bankarski sistem za osnovu ima pristup likvidnosti makrosistema po principu neposrednog regulisanja emisije primarnog novca sa multiplikatorskim efektom na formiranje novčane mase. Ovakav pristup regulisanju emisionog mehanizma na nivou centralne banke, veoma je pogodan za monetarno regulisanje tržišnih privreda, uz značajno razgraničenje funkcija i odgovornosti centralne banke i poslovnih banaka. To znači da proces promene količine novca u opticaju obuhvata ne samo ponašanje monetarnih vlasti (centralne banke), već i ponašanje poslovnih banaka i ostalih finansijskih institucija, kao i nefinansijskih privrednih subjekata.

Pod uticajem novca na privredna kretanja podrazumeva se ne samo uticaj na cene, već i na takva realna privredna kretanja kao što su invsticije, potrošnja, proizvodnja, zaposlenost i dr.

Količina novca u opticaju vrlo je značajan faktor za praćenje načina i uticaja monetarne ekonomije na različite veličine u ekonomiji jedne zemlje.

Monetarni faktori ostvaruju odgovarajuće efekte ukoliko se kreira potrebna količina novca, te tako oni utiču na realne tokove reprodukcije, uz uslov da je postojeća količina novca jednaka tražnji novca.

Sadržaj ove knjige obuhvata promene novčane mase, kao i osnovne izvore promene primarnog novca i monetarnog multiplikatora, kao osnovnih varijabli kojima se izražava količina novca u opticaju i u kojoj su meri monetarne vlasti u mogućnosti da, primenom odgovarajućih mera monetarne politike, ostvare planiranu stopu monetarnog rasta u određenom vremenskom intervalu.

Značajno je ukazati na nekoliko momenata koji karakterišu sledeće kategorije: odstupanje postojeće količine novca od tražnje novca, što za posledicu ima težnju izjednačavanja ova dva fenomena. Za ostvarenje ovih principa bitno je razlikovati sledeće: procese približavanja postojeće količine novca tražnji novca i procese približavanja tražnje novca postojećoj količini novca. Prvi procesi obuhvataju okvir kreiranja novca. Neophodno je da su ovi procesi institucionalno pod kontrolom monetarnih vlasti, i da je njihovo adekvatno regulisanje problem efikasnosti monetarne politike.

U ambijentu savremene tržišne privrede, monetarna politika predstavlja veoma značajan deo ukupne ekonomske politike. Monetarna politika reguliše količinu novca, naspram obimu i strukturi kredita, što za cilj ima da se stvori potrebna količina novca i tako obezbede realna privredna kretanja u celokupnoj ekonomskoj politici.

Na važnost funkcije novca kao jednog od specifičnijih oblika ukupne imovine ekonomskih subjekata ukazali su monetaristi i taj pravac u ekonomiji predstavlja monetarističko gledište.

Kao vrlo važan aspekt veze između novca i privredne aktivnosti značajno je spomenuti proces, odnosno mehanizam preko koga monetarni impuls utiče na kretanje privrednih veličina, što za rezultat ima regulisanje brzine i veličine privredne aktivnosti i njihov uticaj na promene količine novca koji funkcioniše u oblasti koju pokriva određena centralna banka.

1. SAVREMENI NOVAC - - TEORIJSKE I ANALITIČKE OSNOVE

1.1. Karakteristike savremenog novca

Jedno od osnovnih i najdiskutovanijih pitanja u monetarnoj ekonomiji tokom vremena bilo je pitanje prirode novca. Stoga i ne čudi stav poznatog francuskog pisca Denizeta da "osnova naše nemoci leži u slabom poznavanju monetarnih fenomena".

Novac je društvena pojava veoma starog porekla nastala na odredjenom stepenu razvoja ljudskog društva. Marks obrazlažuci nastanak i razvoj novca polazi od stava da je novac proizvod stihijskog razvoja društva i robne proizvodnje, uz naglasak da paralelno sa razvojem proizvodnih snaga, podele rada i razmene dolazi do njegovog usavršavanja. Glavna teskoća u analizi novca savladana je čim se shvati njegovo poreklo iz same robe.[1]

Suština naturalne razmene (R_1-R_2) je razmena jedne robe za drugu robu. Naime, ovde dolazi do suprotstavljanja korisnosti jednog proizvoda za drugi, kada se i stvara prvi oblik vrednosti. U svojoj analizi Marks ovaj oblik vrednosti naziva *prost i slučajan.* Možemo ga prikazati izrazom X robe A = Y robe B. U ovom obliku vrednosti nalazi se tajna svih ostalih oblika. Ovde robe igraju različite uloge: prva roba izražava svoju vrednost u drugoj robi, dok druga roba služi kao sredstvo za izražavanje vrednosti prve robe. Prva roba igra aktivnu ulogu i nalazi se u relativnom obliku vrednosti, a druga roba ima pasivnu ulogu i nalazi se u obliku ekvivalenta.

Sa razvojem naturalne privrede i razmene dolazi do toga da neka dobra počinju više da se cene, te da se primaju za bilo koji drugi proizvod. Na taj način stvara se roba koja može meriti upotrebnu vrednost više drugih roba. Tako dolazi do stvaranja *potpunog* ili *razvijenog* oblika vrednosti, gde je X robe A = Y robe B, Z robe C, V robe D. dakle, veliki broj roba igra ulogu ekvivalenta, tako da možemo reci da ovaj oblik vrednosti ne predstavlja veliki napredak u

[1] Karl Marks, Kapital, I tom, Kultura, Beograd, 1947.

smislu širenja i razvijanja procesa razmene proizvoda, ali stvara uslove za prelazak na sledeći kvalitativan skok.

Tokom vremena svakodnevna praksa počinje da izbacuje samo jednu robu za koju vlasnici ostalih roba žele da razmenjuju svoje proizvode. Na taj način vrednost svih ostalih roba počinje da se izražava vrednošću jedne jedine robe, tako da razmenu možemo prikazati na sledeci način: X robe A, Y robe B, Z robe C = V robe D. U ovim uslovima razmene funkcioniše *opšti oblik vrednosti.* Naime, roba D vrsi ulogu opšteg ekvivalenta kojim se mere vrednosti svih ostalih roba. U ulozi opšteg ekvivalenta može da se javi bilo koja roba (krzno, stoka, platno, koža, med, so).

Onog momenta kada uloga opšteg ekvivalenta pripadne jednoj jedinoj specifičnoj robi, onda ta roba počinje da funkcioniše kao novac. Ona dobija specifičnu društvenu funkciju, a stoga i društveni monopol, da u okviru robnog sveta igra ulogu opšteg ekvivalenta.[2] Osvajanjem ovog monopola opšteg ekvivalenta od strane jedne određene robe-zlata, dobili smo novi oblik vrednosti - *novčani oblik vrednosti.* Upotrebna vrednost zlata rezultat je određenog konkretnog rada utrošenog za njegovu proizvodnju. U ovim uslovima konkretan rad postaje oblik kojim se meri njegova suprotnost, tj. apstraktni ljudski rad.

Marksova evolucija oblika prometne vrednosti, od prostog, preko potpunog i opšteg do novčanog oblika vrednosti u osnovi predstavlja genezu novca. Time je trebala da otpadne "zagonetka novca", medjutim, ona je i danas prisutna i ništa nije manje aktuelna.

1.2. Razvojne faze novca

Sam naziv novca potiče od latinske reči *pecunia* što znači bogatstvo ili novac, mada koren reči potiče od reči *pecus* što znači stoka. I zaista, u primitivnim zajednicama stočarskih naroda stoka se upotrebljavala kao sredstvo razmene. Medjutim, sa razvojem rudarstva uvidelo se da su metali veoma pogodni da služe kao sredstvo razmene. U početku su korišćeni komadi gvoždja i bakra, a kasnije zlato i srebro. Prema istorijskim zapisima bakar, srebro i zlato upotrebljavani su kao sredstvo razmene skoro 4.000 godina.

Tri su ključne faze u razvoju novca kroz istoriju:

a) Metalni novac

Najstariji način plaćanja metalnim novcem naziva se pensatorno plaćanje. Sastojao se u tome što su sami metali bili novac, pa se prilikom svakog pla-

[2] Karl Marks, Kapital, op. cit.

ćanja morala meriti količina dotičnog metala. Novčane jedinice dobijale su imena na osnovu naziva težinskih jedinica. Tako su u prometu funkcionisale funta (453,592 gr), rublja, talir, itd. Ovakav način plaćanja upraksi je izazivao brojne probleme: prilikom svakog plačanja moralo se vršiti merenje metala, utvrdjivanje njegove finoce, itd., tako da se počinju javljati komadi metala na kojima su bili utisnuti žigovi, koji su garantovali težinu i kvalitet metala.

Kada je u pitanju zlatni novac u praksi se javljaju dva tipa finoće. Francuski tip finoće koji znači 900/1000 delova zlata i 100/1000 delova bakra, i engleski tip finoće koji sadrži 11/12 zlata i 1/12 bakra. Ovaj poslednji tip finoće poznat je kao 22-karatno zlato a koristi se u Engleskoj i Turskoj.

Ovakav novac je mnogo više odgovarao potrebama robnog prometa. Medjutim, svakodnvna upotreba novca dovodila je do toga da se materijalna supstanca-zlato sve više trošilo habanjem novca, tako da označena i faktičia količina zlata nisu bile iste. Istovremeno sa ovom pojavom nastaje i krivotvorenje novca. Suština krivotvorenja ogleda se u smanjenju količine plemenitog metala u novčanoj jedinici. Na ovaj način vladari su dolazili do vanrednih prihoda iz kojih su finansirali ratne pohode i luksuznu potrošnju na dvoru. Krivotvorenje je stara pojava koja se javila još 540.g.p.n.e., kada je Polikrat podvalio Spartancima plativši im lažnim novcem.

Na ovaj način se novčana jedinica počela osamostaljivati od novčane materije. U prometu je fungirala funta ili rublja kao sredstvo razmene, a nije proveravana više njena stvarna sadržina. Tako se od pensatornog prešlo na numeričko plaćanje, kada dolazi do odvajanja novčane jedinice od novčane supstance. Marks navodi tri razloga koji su doveli do toga, da se novčana imena metalnih težina postepeno odvajaju od prvobitnih njihovih težinskih imena.[3]

Prvo, uvođenje stranog novca kod manje razvijenih naroda, čija su se imena razlikovala od domaćih imena za težinu.

Drugo, u toku razvoja plemenitiji metal potiskuje manje plemenite metale iz funkcije novca, tako srebro potiskuje bakar, a zlato potiskuje srebro. Tako imamo da je funta bila ime za stvarnu funtu srebra (1 funta = 453,592 gr), a kako je zlato potisnulo srebro kao meru vrednosti i kako se menjalo u odnosu 1:15, to je sada jedna petnaestina funte zlata igrala ulogu funte srebra i zadržala ime funte kao novčano ime, iako je težinski bila petnaesti de funte.

Treće, u istoriji se vršilo krivotvorenje novca od strane vladara, tako da se stalno smanjivala stvarna sadržina i količina plemenitog metala u novčanoj jedinici, iako je nominalno ta novčana jedinica fungirala kao da sadrži onu količinu zlata ili srebra koliko je bilo na njoj označeno.

---

[3] Karl Marks, Kapital, op. cit.

b) Novčanica (banknota)

Svakodnevna upotreba kovanog novca i dalji razvoj procesa razmene, doveli su do toga da se javio čitav niz problema i oko kovanja novca i u vezi sa njegovom upotrebom. Tako su se pojavili problemi u vezi sa kovanjem sitnih komada novca, kao i u vezi sa kovanjem krupnijih iznosa. Zatim, sa razvojem trgovine pojavljuje se problem prenosa gotovog novca iz jednog mesta u drugo, kao što je mogučnost pljačke, razbojništva na drumovima, itd. Takodje, upotreba novca značila je njegovo habanje. Iz tih razloga pojavile su se obveznice koje su glasile na iznose gotovog novca i koje su odmah mogle da se zamene za gotov novac, i to u onom iznosu na koji je glasila obveznica.

Izdavanje novčanica počela je u praksi Londonskih zlatara, koji su uživali veliko poverenje javnosti. Kod njih su pojedinci polagali gotov novac i od njih dobijali priznanice na položene sume. Ove potvrde davale su pravo njihovom imaocu da od zlatara podignu iznos na koji je priznanica glasila. Ove priznanice u istoriji su poznate pod imenom certifikati. One su se primale u prometu kao sredstvo plaćanja, bile su veoma podesne u tehničkom smislu plaćanja, pa su počele rado da se primaju umesto gotovog, kovanog novca. Trgovac kada bi polazio na put, deponovao je kod zlatara izvesnu sumu novca u svojoj valuti, a ovaj bi mu dao uputnicu na svog kolegu da mu ovaj isplati odgovarajuću vrednost u tamošnjoj valuti. Te menice su zlatari međusobno prebijali putem neke vrste kliringa. Tako su se u XVI veku razvile privatne bankarske kuće, kao što su Mediči, Peruci i kasnije Rotšildi.[4]

U novijoj monetarnoj istoriji ove obveznice poznate su pod nazivom *gold certlfjcates-zlatni* certifikati, koje je izdavalo Ministarstvo finansija SAD-a svakom onom ko položi određenu količinu zlatnika. Sve više se prilikom plaćanja upotrebljavaju ove potvrde umesto kovanog novca, ali se sve manje vraćaju depozitaru radi podizanja gotovog novca, tako da je kovani novac sve više ležao u kasama zlatara, a oni su za to čuvanje novca naplaćivali izvesnu naknadu. Praksa je pokazala da je to dosta neracionalno i za depozitara i za deponenta. Zlatari su očigledno mogli ove potvrde - certifikate izdavati i preko iznosa položenog novca, jer su uvideli da najveci deo deponovanog novca leži u njihovim kasama neiskorišćen. Zato su počeli da izdaju potvrde i onima koji nisu položili gotov novac u depozit, ali su im za to naplaćivali izvestan procenat od vrednosti potvrde. Zlatari su sada imali računa da onima koji deponuju gotov novac plaćaju izvesnu kamatu, jer su od onih kojima su izdavali potvrde bez deponovanog novca naplacivali kamatu. Međutim, sada na potvrdama nije više stajalo da je zlatar primio određeni iznos gotovog novca, već tekst koji je otpri-

[4] Miloš Vučković, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd 1967.

like glasio ovako: "Donosiocu ove potvrde isplaticu 20 funti u kovanom zlatu". Tako se došlo do jednog novog kvlaiteta, potvrda je sada postala obveznica, a od certifikata su postale banknote. Prema tome, u prometu funkcionišu pored gotovog novca i certifikata i bankanote, kao surogati novca. Zbog činjenice da izdavanje banknota znači stvaranje novih oblika novca, država je sve više pokazivala interesovanje za ovaj posao, tako da je izdavanje banknota podvrgnuto regulisanju od strane države. Pojavile su se tzv. Privilegovane banke,a to su one banke koje su bile ovlašćene od strane države da mogu izdavati banknote. Kasnije je država ovu privilegiju i ovo pravo prenela na jednu banku, čime je stvorena emisiona, novčanična ili centralna banka.

Prve banke pojavile su se u Italiji, čije su državice postale centri tadašnje medjunarodne trgovine. Prva banka poznata u istoriji bankarstva jeste Kaza di Sant Đorđo u Đenovi, koja je osnovana 1407. godine, kasnije su slične banke osnovane u Marselju, Veneciji, Hamburgu i Nirnbergu.

c) Savremeni depozitni (bankarski) novac

Nastanak depozitnog novca ima sličnu genezu kao i pojava banknota. Naime, bankari su primali na čuvanje banknote pa na osnvu njih su odobravali odredjene iznose svojim klijentima u bančinim knjigama. Banke su u stvari pored funkcije platnog prometa, počele da vrše blagajničku službu za račun svojih mušterija, jer su im na računima odobravale sve iznose primeljene u njihovu korist, a sve isplate su knjižile na teret računa klijenta. Gotovina se vrlo retko upotrebljavala, jer su se isplate i uplate obično vršile izmedju lica koja su imala svoje račune kod banaka, tako da se samo preknjižavalo sa računa na račun. Tako je najveći deo položene gotovine kod banke ležao godinama neiskorisčen.

Bankarima je postalo jasno da jedan deo gotovine mogu pozajmljivati i drugim zajmotražiocima, kojih je uvek bilo dovoljno. Zajmove su odobravali obično onim licima koja su se bavila trgovinom ili koja su imala neke radionice. Ova kratkoročna novčana potraživanja koja banka stvara u svojim poslovnim knjigama prema samoj sebi putem odobravanja kredita komitentima predstavaljaju žiralni novac. Odobravanje kredita i stvaranje obaveza od strane banke prema samoj sebi nije bilo neograničeno, jer je jedan deo tako stvorenog novca morao biti pokriven u vidu gotovine u bančinim kasama. Banke su morale voditi računa da jedan deo depozitnog novca moraju izmiriti u obliku gotovog novca, u obliku banknota, jer će se jedan deo odobrenih kredita koristiti i u obliku podizanja gotovine kod banke. Sa odobrenim iznosom kredita dužnici slobodno raspolažu i mogu ga upotrebiti prema svojim potrebama. Zato banke moraju voditi računa o svojoj likvidnosti, tj. da svakog trenutka mogu odgovoriti svojim obavezama. Ovaj iznos, po pravilu, je određivan na osnovu dugogodišnjeg iskustva.

1.3. Papirni novac i njegovo važenje

Sistem zlatnog važenja sa opticajem zlatnika karakteriše sledeće:

- a) postojala je potpuna sloboda kovanja zlata u novac i pretapanja novca u zlato;
- b) postojala je potpuna sloboda izvoza i uvoza zlata i
- c) novčanice su bile 100% zamenljive za zlato, i prestao je da važi sa početkom Prvog svetskog rata.

Između dva svetska rata egzistirao je modivikovani sistem zlatnog važenja, tj. sistem zlatnih poluga i sistem i zlatnih deviza. Međutim, velika svetska ekonomska kriza (1929.-1933) nanela je snažan udarac monetarnom sistemu zasnovanom na zlatu, tako da sa Drugim svetskim ratom ovaj novčani sistem definitivno napušta svetsku pozornicu.

Nova etapa u razvoju novčanih sistema je sistem slobodnog važenja ili papirna valuta. Novčanica sada postaje zakonsko sredstvo plaćanja, jer je svako mora primiti u podmirivanju svojih obaveza, a da istovremeno nema pravo da na osnovu nje traži određeni iznos zlata ili valutnog novca. U prometu se primaju po njihovoj nominalnoj vrednosti, iako iza nje više ne stoji zlato. Papirni novac je novčanica sa prisilnim tečajem, tj. kursom. Naime, za njega se kaže da je on zakonsko sredstvo plaćanja za svakoga, pa i za izdatnika, a to znači da ima ne samo solutornu ili liberatornu moc, već i da je definitivan novac.

Papirni novac sam po sebi nema gotovo nikakve vrednosti, jer je njegova vrednost posredna i to samo toliko koliko taj novac predstavlja zlato i druge robe. Naime, zlatni novac se promeće zato što ima vrednost, dok papirni novac ima vrednost zato što se promeće.[5] Shodno ovoj konstataciji, papirni novac ima vrednost samo zato što funkcioniše u prometu. Količina papirnog novca, koji se javlja kao surogat novca, određena je količinom zlatnog novca koja bi bila potrebna za nesmetano odvijanje proširene reprodukcije.

Međutim, savremeni papirni novac je definitivan državni novac, koji obavlja funkciju prometa i plaćanja. Ovaj novac ima tačno utvrđenu formu i nominalu ali je bez ikakve unutrašnje vrednosti, jer nema metalno pokriće i lišen je bilo kakve veze sa zlatom. Dakle, to je relativno bezvredan papir, koji se u prometu mora primiti u neograničenim količinama, pošto ga je država proglasila definitivnim zakonskim sredstvom plaćanja.[6]

Vrednost papirnog novca osigurava se njegovim prometnim funkcijama, odnosno ukoliko se više raznovrsnih kvalitetnih roba dobija za taj novac, utoliko

---

[5] K. Marks, Kapital, I tom, op. cit.

[6] Živković, A., Komazec, S., Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet Beograd, Beograd, 2008.

je njegova vrednost veća. To je tzv. *kupovna snaga novca*. Prema tome, vrednost papirnog novca zavisi od pokrića robama i količine roba koje mu stoje nasuprot.

U okviru nacionalnih granica papirni novac je upotpunosti zamenio raniji punovredni zlatni novac, ali se tu njegova moć i završava. Naime, izvan granica nacionalne ekonomije papirni novac prestaje da funkcioniše kao zakonsko i definitivno sredstvo plaćanja. Njegovu ulogu u međunarodnom prometu i plaćanjima preuzimaju punovredni robni novac, zlato, specijalna prava vučenja, konvertibilne valute, itd. Zlato je do 1971. godine imalo ulogu primarne rezerve likvidnosti u međunarodnim plaćanjima, tako da je vršilo ulogu svetskog novca, koga je svako bez prinude primao za izmirenje transakcija. Međutim, 1971. godine dolazi do definitivne demonetizacije zlata u međunarodnom sistemu plaćanja, jer je ukinuta konvertibilnost američkog dolara za zlato, a time i posredno vezivanje kurseva domacih valuta za zlato.

Zbog toga u savremenim privredama vođenje politike potrebne količine novca u opticaju u smislu njene optimalne količine usklađenje sa potrebama proizvodnje i prometa predstavlja jedan od najtežih zadataka monetarno – kreditne, a time i ukupne ekonomske polilike. Ukoliko u privredi postoje uravnoteženi odnosi i relativno efikasno monetarno upravljanje upotreba papirnog novca ne mora da se odrazi na stabilnost cena i proces inflacionog kretanja.

2. MONETARNE TEORIJE

2.1. Razvoj monetarne misli

Interesovanje za novac javlja se sa pojavom samog novca. O novcu su pisali još stari filozofi. Međutim, zaokružena i sistematizovana materija o novcu javlja se tek u novije vreme. Osnovne determinante razvoja monetarne teorije su: društveno - ekonomski sistem, stepen privredne razvijenosti, razvoj medjunarodnih ekonomskih odnosa, razvoj ekonomskih teorija u drugim oblastima, razvoj kvantitativnih metoda ekonomske analize, razvoj statistike, itd.

U razvoju monetarne teorije često se primenjuje periodizacija koja olakšava trasiranje puteva i tokova razvoja misli sa stanovišta teorijskih pravaca, vremenskih horizonata i prostorne lociranosti. U veoma bogatoj literaturi o monetarnoj ekonomiji iskristalisale su se sledeće razvojne faze monetarne teorije:[7]

- 1. period klasične i neoklasične kvantitativne teorije novca, koja je vladala sve do sredine 30-ih godina;
- 2. period kejnzijanske revolucije od 30-ih godina;
- 3. period monetarističke kontrarevolucije kvantitativne teorije novca tokom 60-ih godina;
- 4. period polarizacije monetarista i nemonetrista u periodu između 50-ih i sredine 70-ih godina;
- 5. period nove kontrarevolucije kejnzijanaca od sredine 70-h do početka 80-ih godina;
- 6. period značajnog približavanja monetarizma i fiskalizma od početka 80-ih godina.

Kriza 30-ih godina XX veka diskreditovala je klasičnu kvantitativnu teoriju, pogodovala postavljanju kejnzijanske monetarne teorije i davanju predno-

[7] Dimitrije Dimitrijević, Monetarna analiza – Novac i kredit u savremenim privredama, Institut za dokumentaciju zaštite na radu, Niš, 1981., Aleksandar Živković i Gradimir Rožetinac, Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet, 2008,

sti fiskalnoj politici u odnosu na monetarnu politiku. Ova teorija polazi od stava da količina novca deluje na realne varijable indirektno preko kamatnih stopa.

Kejnzijanska monetarna teorija prenosi težište monetarne teorije na kratkoročno dinamičko posmatranje i na pitanja monetarnog transmisionog procesa.

Međutim, od sredine 50-ih godina monetaristička teorija pokušava da zameni kejnzijansku monetarnu teoriju. Naime, zanemarivanje monetarnih kretanja i monetarne politike u uslovima visoke stope zaposlenosti, visokog privrednog rasta i inflacije i nedovoljne efikasnosti fiskalne politike pogodovali su kontrarevoluciji u monetarnoj teoriji. Pojava inflacije zahteva preciznije regulisanje količine novca i odgovarajuću monetarnu politiku, jer je fiskalna politika bila nedovoljna da se suprotstavi inflacionim tendencijama. Fridmanova kontrarevolucija oborila je bastion kejnzijanske monetarne teorije. Fridman je naglašavao ulogu novca kao oblika imovine, a ne kao sredstva razmene i pomeranje od kreditne na monetarnu politiku.

Krajem 60-ih i početkom 70-ih godina, usled nezaposlenosti, privrednog zastoja i inflacije, nastupilo je razočaranje u vladajuće koncepcije i ukazivanje na ponovno vraćanje Kejnzu. Tek u poslednjim decenijama XX veka dolazi do konvergencije i približavanja u stavovima ovih dveju ekstremnih monetarnih teorija iz prostog razloga što nijedna teorija ponaosob nije mogla da pruži zadovoljavajuća rešenja za sve kompleksnije probleme, kako u monetarnoj, tako i u ukupnoj ekonomskoj sferi.

2.2. Kvantitativna teorija novca

Kvantitativna teorija novca obuhvata tri osnovne veličine: količinu novca, robne transakcije i cene.

Osnivači kvantitativne teorije novca su predstavnici klasične građanske ekonomije. Polazili su od sledeceg stava: bez obzira kolika količina robe bude ponuđena na tržištu, ona će biti prodata za onu sumu novca koja se nalazi na tržištu kao tražnja, kao i obrnuto, bez obzira kolika se količina novca nalazi na tržištu u vidu novčane tražnje, ona će apsorbovati celokupnu količinu robe koja se pojavi na tržištu kao ponuda. U slučaju povećane količine robe, a nepromenjene količine novca, roba će se prodavati po nižim cenama, a u slučaju povećane količine novca i nepromenjene količine roba, iste će se prodavati po višim cenama.

Džon Stjuart Mil je isticao da kad bi se nekim čudom sve zalihe novca udvostručile, tako da bi svako u svom džepu našao dvostruku količinu novca, posledica bi bila samo to, što bi cene i nadnice skočile na dvostruki iznos, dok se narodna privreda usled toga ne bi bitno promenila. Nairne, po njemu nema ničeg suštinski beznačajnijeg u društvenoj ekonomiji od novca, osim u nje-

govom svojstvu da uštedi vreme i trud. Proces razmene bi se odvijao i bez novca ali sporije.

Dejvid Hjum novcu ne pridaje nikakav značaj i ulogu i polazi od teze da cene roba zavise od mase novca u opticaju. Smatra da ako se količina roba u nekoj nacionalnoj ekonomiji poveća, a količina novca ostane ista, onda će cene robe pasti, a vrednost novca skočiti i obrnuto.

Dejvid Rikardo je o teoriji novca prisao mnogo dublje i egzaktnije, jer je u razmatranju problema i suštine novca pošao od teorije radne vrednosti. Stoga on vrednost novca tretira kao i vrednost ostalih roba, koja zavisi od količine rada potrebnog za njihovu proizvodnju.

Osnovna teza kvantitativne teorije novca koju su obrađivali klasični građanski ekonomski teoretičari u raznim varijantama bila je tvrdnja da je ukupna količina novca u opticaju jednaka ukupnoj vrednosti ekonomskih transakcija izvršenih tim novcem, što se može prikazati sledećom relacijom:

$$N = C \times R$$

gde je:

N *- količina novca u opticaju,*

R *- količina roha i C-nivo cena.*

Iz ove jednačine proizilazi da je:

$$C = \frac{N}{R}$$

što znači da su cene u upravnoj srazmeri sa količinom novca, a u obrnutoj proporciji sa količinom roba. Shodno ovoj formuli, svako povećanje količine novca uz nepromenjenu količinu roba dovodi do porasta opšteg nivoa cena, što predstavlja suštinu kvantitativne teroje. Na prvi pogled ovakav zaključak kvantitativne teorije izgleda veoma ispravan i logičan, tako da je to verovatno i jedan od razloga što je ova teorija stekla veliki broj pristalica.

Kvantitativna teorija novca došla je do punog izražaja i stekla veliki ugled u nauci tek sa *Irvingom Fišerom*, koji je 1911.godine objavio svoj poznati rad pod nazivom Kupovna snaga novca *(The Purchasing Power of Money).* Građanska ekonomska teorija je sa Fišerovom formulom dobila jednu razrađenu teoriju novca, koja je pored teoretske vrednosti imala još jednu pozitivnu osobinu, a to je mogućnost da bude korišćena u empirijska istraživanja.

Fišer je u svojoj analizi pošao od napred navedene jednačine, koju su dali klasičari, koju dalje razvija i unosi nove elemente, tako da sada ova formula izgleda:

$$MV = PT$$

gde je:

M *- količina novca,*

V *- brzina novčanog opticaja*,

P *- nivo cena i*

T *- obim ekonomskih transakcija*.

Ovom jednačinom Fišer zaključuje da se cene menjaju u direktnoj srazmeri sa masom novca u opticaju i brzinom novčanog opticaja, a u obrnutoj srazmeri sa obimom ekonomskih transakcija, pod uslovom da samo jedna od ovih veličina varira, a da ostale ostaju nepromenjene. On svoju formulu dalje razrađuje uzimajući u obzir količinu depozitnog novca (M_1) i brzinu opticaja depozitnog novca (V_1), tako da njegova konačna formula glasi:

$$MV + M_1V_1 = PT$$

Iz ove formule Fišer izvodi konačnu varijantu jednačine za kvantitativnu teoriju novca:

$$P = \frac{MV + M_1V_1}{T}$$

Krajnji zaključak Fišera je da su cene zavisno promenljiva veličina dok su novac i roba nezavisno promenljive veličine.

Fišerova varijanta kvantitativne teorije novca nije i konačna varijanta, jer je još čitava plejada ekonomista usavršavala ovu varijantu. Jedan od njih je i *Maršal,* kao predstavnik kembridžske varijante kvantitativne teorije novca. Maršal svoju pažnju usmerava na brzinu opticaja novca, kao odnosu između utrošenog i neutrošenog dela dohotka. Iz praktičnih razloga on definiše koeficijent *k*, gde je

$$k = \frac{1}{V}$$

odnosno koeficijent *k* predstavlja recipročnu vrednost brzine opticaja novca. Uzimajuci u obzir ovaj koeficijent, Maršal daje sledecu formulu za kvantitativnu teoriju novca:

$$P = \frac{M}{kR}$$

U nastavku ove analize Maršal je došao do zaključka da je odnos između utrošenog i neutrošenog dela dohotka uslovljen kamatnom stopom i margi-

nalnom stopom efikasnosti kapitala. Shodno tome, odnos između količine novca i cena nije direktan, već on zavisi od kamatne stope i marginalne efikasnosti kapitala, odnosno profitne stope.

Drugi predstavnik kembridžske varijante kvantitativne teorije novca je *Kejnz.* On ističe da sve dok postoji nezaposlenost, zaposlenost će se menjati u istoj srazmeri s količinom novca, a kada postoji puna zaposlenost, cene će se menjati u istoj srazmeri s količinom novca.[8] On smatra da je količina novca u opticaju jednaka proizvodu cena i zbira zadržane gotovine kao moguče potrošnje i sredstava u bankama kao moguće potrošnje i to izražava sledećom jednačinom:

$$n = p(k + rk_1)$$

gde je:

n *- količina novca u opticaju,*

p *- cena po jedinici potrošnje,*

k *- moguća potrošnja pomoću zadržane gotovine,*

$\boldsymbol{k_1}$*- moguća potrošnja pomoću sredstava u bankama i*

r *- stopa rezerve likvidnosti.*

Iz ove jednačine proizilazi da je:

$$p = \frac{n}{k + rk_1}$$

Prema tome, iz ove formule jasno proizilazi da cene roba zavise od količine novca, ukoliko se ostali elementi ne menjaju.

Savremenu etapu u razvoju teorije novca predstavlja monetarna teorija *Miltona Fridmana,* koji za razliku od Kejnzovog dohodnog pristupa koristi imovinski pristup monetarnoj teoriji. Po Fridmanu tražnja novca predstavlja želju da se određena realna količina novca drži kao deo imovine. Prema tome, novac je samo jedan oblik aktive. Ukupna imovina se može držati u sledećim oblicima:

- 1) gotovina,
- 2) akcije,
- 3) obveznice,
- 4) fizička dobra i
- 5) ljudski kapital.[9]

---

[8] J. M. Keynes, Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca, Kultura, Beograd, 1956.
[9] *M.* Fridman, Teorija novca i monetarna politika, Rad, Beograd, 1973.

Za kakvu strukturu imovine će se odlučiti pojedinac zavisi od ukupnog obima imovine i stope prinosa svakog od oblika aktive. Poznato je da različiti oblici imovine donose njihovim vlasnicima različite prinose, pa je sasvim razumljivo da će ljudi želeti da drže svoju imovinu u onom obliku koji im donosi najveći prinos. Kada se radi o novcu kao obliku imovine onda nije važno koliko novca neko drži u džepu, već je mnogo značajnije šta se za taj novac može dobiti, odnosno kakva je njegova kupovna snaga. Fridman zaključuje da izmedju količine novca i cena postoji takva zakonitost kakva postoji u prirodnim zakonima fizike.

2.3. Kritike kvantitativne teorije novca

Pored velikog broja pristalica kvantitativna teorija novca imala je i veći broj kritičara, koji su isticali statičnost ove teorije. Smatrali su da ona nema praktičnu vrednost, jer polazi od toga da u jednom momentu postoji određeni odnos između cena i količine novca, te se iz tog odnosa objašnjava uticaj novca na cene. Ovaj odnos kvantitativna teorija posmatra *mehanički,* jer nije u stanju da objasni kako dolazi do pojave da se količina novca povećava, a da to ne izaziva rast cena. Takođe, nije objašnjeno zašto dolazi do promena na strani količine novca i koji uzroci dovode do tih promena. Naime, da su kvantitativci istraživali one uzroke zbog kojih dolazi do promena količine novca, onda bi morali da dođu do zaključka da količina novca nije nezavisno promenljiva veličina, već jedna zavisna varijabla podređena promenama i uticaju kretanja cena.

Kritičare kvantitativne teorije novca nalazimo još u redovima predstavnika klasične građanske ekonomije. Najznačajniji su Nogaro i Aftalion. *Nogaro* je smatrao da ako se kvantitativna teorija novca shvata u njenom bukvalnom smislu, tj. da količina novca vrši neku vrstu mehaničke akcije i da utiče na cene nezavisno od faktora koji pokrecu ponudu i tražnju na tržistu, onda treba priznati da ona ne odgovara stvarnosti i stvarnim zbivanjima u ekonomskim kretanjima. Zato on smatra da kvantitativnu teoriju novca treba podržati, ali modifiko vanu i podvedenu pod zakon ponude i tražnje. Prema tome, Nogaro kritikujuci kvantitativnu teoriju ne želi da je odbaci, već samo da je dopuni, odnosno da je preformuliše i približi stvamim odnosima koji postoje u realnim ekonomskim zbivanjima.

Aftalion kritikuje kvantitativnu teoriju ističući da promene na strani količine novca nisu one koje određuju cene i koje utiču na njihovo kretanje. Za njega kao i za Maršala promene brzine opticaja novca, i to kako brzine gotovog novca, tako i brzine depozitnog novca igraju veoma važnu ulogu u odnosima novca i cena. Međutim, u svojim razmatranjima Aftalion je otišao i dalje i u dobroj meri opovrgao postavku kvantitativne teorije, jer dokazuje i tvrdi da cene ne zavise od promena u količini novca, već obrnuto, promene količine novca

zavise od promena u kretanjima cena. Po njemu promene cena mogu nastati i pre nego što dođe do promena u količini novca. Cene mogu da rastu, a da ne dođe do povećanja količine novca, što je slučaj onda kada se poveća brzina opticaja novca, pa se sa postojećom količinom novca zadovoljavaju potrebe robnog prometa i ako su cene porasle. Još jedna njegova opaska zaslužuje našu pažnju, a to je zapažanje da povećanje cena dovodi do nedostatka sredstva plaćanja, tj. do nedostatka novca, tako da se vrši svakodnevni pritisak na banke da odobravaju kredite, tj. da kreiraju nova sredstva plaćanja.

Najbolju kritiku kvantitativne terorije novca dao je *Marks* u svom delu "Prilog kritici političke ekonomije", gde je upozorio na statičko i mehaničko posmatranje ovog problema od strane kvantitativaca, kao i na osnovnu zabludu da je novac samostalna i nezavisno promenljiva veličina u odnosu na robni promet, tj. realne činioce proizvodnje. On ističe da nisu cene visoke ili niske zato što je više ili manje novca u opticaju, već više ili manje novca optiče zato što su cene visoke ili niske.[10] Marks smatra da je porast cena koji je došao sa povećanjem količine metalnog novca u opticaju zbog otkrića američkih rudnika zlata naveo kvantitativce da sa tog aspekta posmatraju ovaj odnos i da dođu do pogrešnih zaključaka. Praksa velikog broja zemalja pokazala je da često dolazi do promena u kretanjima cena, a da na drugoj strani ne dolazi do promena u količini novca, i obrnuto, često dolazi do promena u količini novca a da to ne rezultira u porastu cena. Ovakva kretanja su bila dovoljan i ubedljiv razlog da mnogi građanski ekonomisti napuste kvantitativnu teoriju novca, uprkos činjenici da je ona veoma dugo vladala u ekonomskoj nauci. Zbog toga, Marks zaključuje da količina novca u opticaju zavisi od vrednosti samog novca, ako su date suma robnih vrednosti i prosečna brzina njihovih metamorfoza.[11]

2.4. Metalistička teorija novca

Metalistička teorija nova poznata je u nauci i pod imenom novčani metalizam. Naziv metalizam podrazumeva jedan vid robne teorije novca, koja polazi od shvatanja da novac mora da se sastoji od neke robe ili da ima pokriće u nekoj robi, tako da osnovni izvor vrednosti novca bude vrednost robe koja vrši funkciju sredstva razmene i sredstva plaćanja. Zato pristalice ove teorije ističu da se novac mora sastojati od nekog plemenitog metala ili da ima pokriće u takvom metalu, tako da izvor njegove prometne vrednosti čini prometna vrednost tog metala. Sistem zlatnog važenja sa opticajem zlatnika bio je klasičan

[10] Marks, Prilog kritici političke ekonomije, BIGZ, Beograd, 1976.
[11] Marks, Kapital, I tom, op. cit.

primer novčanog metalizma, jer pored zlatnika u opticaju su bile i banknote koje su bile stoprocentno pokrivene u zlatu.

Metalizam kao teorija o novcu davno je napuštena. Međutim, metalizam kao monetarno-politički pravac još uvek nije napušten, uprkos činjenici da danas nema nijedne zemlje u svetu čija je valuta na bilo koji način vezana za zlato. Dugo godina posle Drugog svetskog rata zemlje članice Međunarodnog monetarnog fonda utvrđivale su paritet svojih novčanih jedinica u odnosu na zlato ili u odnosu na valute koje su bile na odrejdnei način vezane, tj. Zamenljive za zlato, kao što je to bio slučaj sa američkim dolarom do 1971. godine. Ovakva situacija potvrđuje tezu da su neki postulati metalističkog shvatanja bili prisutni sve do današnjih dana, posebno kada je reč o međunarodnim ekonomskim odnosima.

Prema shvatanju pristalica metalističke teorije novca samo novac pune materijalne vrednosti je upotrebljiv za obavljanje funkcije razmene robe, jer po njima proizvođači svoju robu ustupaju samo onda ako dobiju odgovarajući ekvivalent na tržištu. Naime, od države sačinjen papirni novac bez bilo kakve upotrebne, tj unutrašnje vrednosti potpuno je neprikladan za upoređivanje vrednosti.

Na osnovu metalističke teorije novca nastala je *novčana teorija* koja se posebno razvila u Engleskoj u vreme ratovanja s Napoleonom, kada je država dovedena u finansijske teškoće počela da ce zadužuje kod centralne banke, koja je emitovala više novčanica nego što je za to imala pokrice u zlatu. Takva situacija je dovela do suspendovanja konvertibilnosti novčanica, tj. banknota za zlato. Imajući u vidu shvatanja Smita i Rikarda prihvaćen je stav da treba organizovati novčani sistem tako da se može izdavati samo zlatni novac, a papirni novac koji je prikladniji za platni promet samo ukoliko je stoprocentno pokriven zlatom. Tako je nastala novčana teorija, prema kojoj je samo zlato jedini i stvarni novac, a količina novca u opticaju mora da ima potpuno pokriče u zlatu. Pristalice ove teorije smatrali su da se opticaj novca u prometu smanjuje i povećava u zavisnosti od smanjenja ili povećanja zlatnog pokrića. Izvozom zlata smanjuje se količina novca u opticaju, pa zato cene roba padaju. Cene robama ce porasti ako se usled uvoza zlata poveća količina novca u opticaju. Ova teorija primenjena u praksi dovela je do ozbiljnih recesionih efekata, tako da je doktrina novčane škole doživela ozbiljan fijasko, kako teorijski, tako i praktično u najširim nacionalnim okvirima.

2.5. Nominalistička teorija novca

Nominalistička teorija novca ili nominalizam polazi od principa da je novčana obaveza jednom za uvek određena brojem novčanih jedinica. Novčana jedinica ne mora da ima materijalnu vrednost, ali svaki komad novca mora

imati svoju nominalnu vrednost. Takođe, svaka novčana jedinica mora imati svoju funkcionalnu vrednost, koja se sastoji u kupovnoj snazi novca.

Nominalizam se ne posmatra samo kao teorija o novcu, već često i kao monetarno-politički pravac. Sa stanovišta takvog shvatanja, nominalizam znači da sve promene u cenama potiču od promena vrednosti robe, pa čak i u onim slučajevima kada dolazi do promena opšteg nivoa cena. Ovakvo stanje i shvatanje se može tolerisati sve dotle dok ne dođe do krupnih i očiglednih promena u opštem nivou cena koje nedvosmisleno ukazuju da se radi o promenama koje dolaze zbog poremećaja u monetarnim fenomenima, tj. novcu.

Svi savremeni novčani sistemi u sebi sadrže elemente nominalizma, jer svi polaze od pretpostavke da je novčana jedinica, koja je u datoj zemlji proglašena kao sredstvo plaćanja, stabilna veličina, bez obzira što veoma često dolazi do promena u kupovnoj snazi te novčane jedinice. Čak i danas u uslovima znatnih promena u kupovnoj snazi novca, u uslovima veoma izraženih inflato- rnih kretanja nominalistički princip je i dalje prisutan, jer se sva novčana potraživanja izmiruju prema principu nominalizma. Međutim, savremena teorija i praksa pronalazi rešenje u revalorizaciji potraživanja, kako bi se prilikom vraćanja duga isporučile stvari istog kvaliteta i kvantiteta kako su svojevremeno primljene. U slučaju pozajmljenog novca ovaj princip bi se poštovao tako što bi se vracao novac iste kupovne snage, a to znači da bi se nominalni iznos novčane obaveze povećao za onoliko za koliko je kupovna snaga novca opala. Međutim, postoje ozbiljne i brojne teškoće na putu utvrđivanja stepena deprecijacije novca.

Nominalistička teorija priznaje da je metalistička teorija u pravu kad tvrdi da vlasnici novca sebi lakše predočavaju vrednost novca, ako je ona "opipljiva" i vidljiva, ali da i pored toga papirni novac u prometu vrši svoju funkciju bolje i elastičnije od svih oblika metalnog novca, samo ako se iza takvog novca nalazi autoritet države. Još u staroj Grčkoj *Aristotel* je govorio da novac nije nešto što je od prirode dato, već da postoji na osnovu zakona koji donosi država. Naime, država je ta koja određuje šta je novac, njegovu količinu i njegovu vrednost. Zbog toga se ova teorija naziva i *državna teorija novca.* Ova teorija naziva se još i kartalna teorija novca (charta-potvrda), jer je potpuno irelevantno od kakve je supstance napravljen novac. Naime, on je uvek proizvod državne odluke. Glavna zamerka koja se upućuje ovoj teoriji je njihovo shvatanje novca kao isključivo pravne kategorije, uz potpuno zanemarivanje ekonomskih funkcija novca.

Pod neposrednim uticajem nominalističke teorije razvila se tzv. *bankarska teorija novca,* koja polazi od toga da povećanje ili smanjenje opticaja banknota ne zavisi od emisione banke, već od stvarnih potreba industrijalaca i trgovaca za sredstvima plaćanja. Ova teorija pojavila se kao rezultat neslaganja sa shvatanjima i principima zastupnika novčane teorije. Osnovna ideja bankarske teorije sastoji se u tome da novčanice u prometu moraju biti samo deli-

mično pokrivene zlatom, a drugim delom robnim pokrićem i ostalim likvidnim vrednostima, kao što su menica i ček. Ova teorija pridaje veći značaj kreditnim instrumentima, koji zajedno za zlatom treba da služe ko pokriće novčanicama. Da bi se sprečila prekomerna emisija novčanica koncipiran je sistem direktnog kontigentiranja u Engleskoj, gde se zakonom utvrđuje kontigent novčanica koje se mogu emitovati bez pokrića, dok ostale novčanice moraju biti 100%-tno pokrivene zlatom.

2.6. Savremene monetame teorije

2.6.1. Monetaristička teorija

Monetarizam kao teorijski pravac polazi od osnovne postavke da tržišni ekonomski zakoni, koji slobodno deluju u jednoj nacionalnoj ekonomiji, dovode do opšte ekonomske ravnoteže, bez obzira što u tekućem periodu dolazi do povremenih poremećaja i neravnoteže. Ovaj teorijski koncept stvara osnovu za vodjenje dugoročne antiinflacione ekonomske politike, tako što postoji usklađenost između dugoročne stope ekonomskog i monetarnog rasta, uz uslov da državni budžet bude stalno u ravnoteži.

Ovaj osnovni stav monetarizma zasniva se na shvatanju potpuno različitog formiranja nominalnih i realnih faktora u tržišnom modelu privređivanja posmatrajući na dugi rok. Stope monetarnog rasta na dugi rok deluju isključivo na formiranje nominalnih faktora u tržišnom sistemu, pre svega na kretanje nivoa cena. S druge strane, kretanje realnih faktora, kao što su proizvodnja, investicije, potrošnja, zaposlenost, društveni proizvod, izvoz i uvoz, itd. vrši se isključivo na osnovu kombinovanja realnih faktora proizvodnje (kapitala, radne snage, tehnologije, itd.).

To je suština monetarističkog shvatanja o neutralnoj ulozi novca, pri čemu se ima u vidu neutralni uticaj količine novca na formiranje realnih tokova u nacionalnoj ekonomiji i to na duži rok. Ova teorija, međutim, dopušta mogućnost da na kratak rok može doći do uticaja monetamih faktora na kretanje i formiranje realnih faktora u ekonomiji. To znači da kratkoročne promene monetarnog rasta imaju uticaj na kretanje nivoa privredne aktivnosti na kratak rok. Monetaristička shvatanja o neutralnosti novca važe samo na duži rok, kada dolazi do potpunog razdvajanja efekata monetarnog sektora na formiranje nominalnih veličina i efekata realnog sektora. Na osnovu ovakvog teorijskog pristupa izvedena je strateška poruka monetarizma, da svi procesi realnog ekonomskog rasta, kako na kratak, tako i na dugi rok, treba da budu prepušteni isključivo delovanju tržišnih snaga. Ovakvo delovanje tržišnog mehahižma treba da se odvija putem poslovnih transakcija preduzeca, stanovništva i poslovnih

banaka. Država ne treba da se meša u formiranje cena na robnom tržištu, kao i na tržištu radne snage, novca i kapitala. Ovako slobodno formiranje cena na svim ovim tržištima doprinosi formiranju optimalne tržišne alokacije ekonomskih resursa. Celokupna nacionalna ekonomija koncipirana je kao sistem povezanih tržišta sa slobodnim formiranjem cena na osnovu ponude i tražnje. Zahvaljujući slobodnoj igri ponude i tražnje, slobodnom formiranju cena na svim segmentima tržišta, dolazi do tržišnog usklađivanja ekonomskih kretanja, koja teže da celokupnu nacionalnu ekonomiju, gledano na duži rok, održavaju u stanju opšte ekonomske ravnoteže.

Zato monetarizam u neadekvatnom ponašanju monetarnog i fiskalnog sektora vidi jedine izvore neravnoteže tržišne ekonomije. Ako monetarni sektor povećava monetarni rast po stopama koje su veće od stope rasta realnog sektora privrede, onda se stvara tzv. inflacioni jaz (gep), koji se zatvara porastom nivoa robnih cena.

Zato se monetaristi zalažu za princip vođenja politike konstantne stope monetarnog rasta, kao strateškog cilja svake tržišne ekonomije. Ova konstantna stopa rasta novčane mase po pravilu bi trebala da bude izjednačena sa stopom rasta realne ekonomije, na osnovu dugoročnog empirijskog iskustva svake zemlje.

Monetarizam odbacuje korišćenje deficitnog finansiranja državnog budžeta kao sredstva za dinamiziranje ekonomskog razvoja zemlje. Deficitno finansiranje države može na kratak rok da poveća stopu realnog ekonomskog rasta, ali na duži rok ono remeti funkcionisanje tržišne ekonomije i vrši negativni transfer ekonomskih resursa iz sektora privrede u sektor državne i neproduktivne potrošnje. Ako su deficiti državnog budžeta finansirani neposredno iz primarne emisije novca ili putem kupovine državnih obveznica od strane monetarnog sistema, onda takvi deficiti imaju inflacione efekte. Ukoliko su državne obveznice emitovane u cilju finansiranja budzetskog deficita, prodate na finansijskom tržištu, onda je od strane države povučen odgovarajući iznos akumulacije suficitnih transaktora, koji bi alternativno upotrebili ova sredstva za finansiranje investicija, pa ovakvi deficiti nemaju inflacione efekte. Međutim, ovako finansirani deficiti dovode do tzv. efekta istiskivanja raspoložive akumulacije na finansijskom tržištu.[12] To predstavlja dugoročni recesioni faktor koji teži da smanji stopu realnog ekonomskog rasta. Ovo može da ima za posledicu porast kamatnih stopa, jer dolazi do porasta tražnje akumulacije na finansijskom tržištu. Ovaj porast kamatnih stopa usporava proces investiranja, što negativno utiče na dugoročno formiranje stope rasta društvenog proizvoda.

Zato nam protagonisti monetarizma poručuju da se normalno i zadovoljavajuće funkcionisanje tržišnog sistema ekonomije može obezbediti jedino

[12] Milutin Ćirović, Monetarna ekonomija

putem čvrste monetarne politike i politike uravnoteženih budžeta. Strategija monetarizma ogleda se u bržim promenama tržišnih usklađivanja kod svih transaktora iz sektora privrede i stanovništva. Svi subjekti privređivanja moraju veoma brzo da vrše potrebna finansijska i strukturna usklađivanja, a osnovni uslov za to je da privredni sistem funkcioniše sa niskim stopama monetarnog rasta i bež deficita državnog budžeta. Monetaristička strategija ostavlja širok prostor delovanju tržišnog mehanizma i tržišnih zakonitosti. Formiranje dugoročne stope ekonomskog rasta prepušteno je slobodnom delovanju tržišnih stopa, a teorijski je određeno kvantitetom i kvalitetom faktora proizvodnje. Monetarizam kao ekonomska strategija tržišne ekonomije daje visok prioritet održavanju njene dugoročne stabilnosti. On odbacuje strategiju kratkoročnog korigovanja profila ekonomskog rasta u smislu postizanja više stope ekonomskog rasta na kratak rok po cenu stvaranja povećane nestabilnosti na osnovu dodatne monetarne ekspanzije, kao i korišćenja deficitarnog finansiranja budžeta.

Osnovna slabost monetarističke koncepcije sastoji se u tome što je usmerena isključivo na regulisanje rasta agregatne tražnje, prevashodno novčane mase i to putem monetarnih metoda, tako da strana ponude u ekonomskim procesima ostaje potpuno van regulacionog mehanizma ekonomske politike. To je u skladu sa generalnom koncepcijom monetarizma, po kojoj nikakva regulisanja strane ponude putem ekonomske politike nisu potrebna, pošto je ovaj prostor rezervisan za isključivo delovanje tržišnog mehanizma. Koncepcija monetarizma smatra da je jedini cilj ekonomske politike da obezbedi stabilnost nivoa cena na duži rok, verujući da će privredni subjekti sami uspešno rešavati probleme strukturnog prilagođavanja. Osamdesetih godina XX veka u SAD je prihvaćena monetaristička koncepcija, jer su kreatori ekonomske politike smatrali kao neophodno regulisanje monetarnog rasta po niskim i relativno stabilnim stopama u kombinaciji sa politikom snižavanja poreskog opterećenja korporacija i domaćinstava. Tako je nastala koncepcija ekonomije ponude, poznate kao reganomika, koja je nastojala da putem restriktivne monetarne politike obezbedi minimiziranje inflacije i da putem poreskih olakšica stimulativno deluje na proizvodnju, formiranje štednje, tj. akumulacije i na investicije. Ova politika je ostvarena preko deficita državnog budžeta, a taj deficit sebi su mogle dozvoliti samo SAD zahvaljujući svom posebno povlašćenom položaju u svetsko monetarnom sistemu.

2.6.2. Kejnzijanska monetarna teorija

Kejnzijanska teorija odbacuje monetaristički koncept opšte privredne ravnoteže i zauzima osnovni stav o neperfektnom funkcionisanju tržišne ekonomije. Ona smatra da model tržišne ekonomije po svojoj prirodi je takav da se po

pravilu nalazi ispod nivoa pune zaposlenosti faktora proizvodnje, a to je stanje kada ne postoji opšta ekonomska ravnoteža privrednog sistema. Zato pristalice ove teorije smatraju da je neophodna intervencija države u regulisanju ekonomskih tokova. Ekonomska politika države treba da koristi instrumente fiskalne i monetarane politike za regulisanje privrednih tokova. U tržišnoj ekonomiji po pravilu deluju recesioni faktori koji teže da obore stopu realnog ekonomskog rasta ispod ravnotežnog nivoa, koji obezbeđuje punu zaposlenost faktora proizvodnje. Zato kejnzijanska teorija u principu traži da fiskalna i monetarna politika budu ekspanzivno orijentisane, kako bi kompenzirale te dugoročne recesione faktore. Ova teorija traži da monetarna politika bude postavljena tako da doprinosi ekonomskom razvoju, da podstiče taj razvoj bez koga nema pune zaposlenosti.

U koncipiranju ove teorije Kejnz je polazio od shvatanja da snaga inflacionih faktora ne može biti tako jaka u ekonomiji u kojoj deluju recesioni faktori. On je, takođe, računao da ce snaga inflacionih pritisaka biti smanjena putem adekvatne politike dohotka, kao i putem smanjenja troškova proizvodnje. Ali i pored svega, Kejnz je bio svestan da čitav taj koncept tržišne ekonomije koji on zagovara ima za posledicu prisustvo permanentne blage inflacije, kao nužne propratne pojave funkcionisanja ovog sistema.

Da bi postigao osnovni cilj ekonomske politike - puna zaposlenost faktora proizvodnje, kejnzijanska teorija poklanja punu pažnju agregatnoj tražnji, kao centralnoj makroekonomskoj kategoriji za regulisanje nivoa privredne aktivnosti. Dakle, u odnosu na monetariste, težište makroekonomske analize sada se pomera sa novčane mase na agregatnu tražnju, što ima veliki značaj. Ovim se naglašava uloga neposrednog regulisanja nekih realnih tokova privrede, koji imaju ključnu ulogu u njenom funkcionisanju, kao što su investicije, lična i budžetska potrošnja.

Kejnzijanska teorija ukazuje na:

- 1. Investicije kao najvažniji autonomni faktor koji određuje kretanje realnog društvenog proizvoda, dok oba agregata potrošnje zavise od kretanja investicija.
- 2. Fiskalnu politiku koja mora biti tako koncipirana da podstiče privrednu aktivnost i zaposlenost, čime je odbačena klasična koncepcija o njenoj neutralnosti.
- 3. Monetarnu politiku, koja takođe, sa svoje strane treba da deluje u istom pravcu, tj. da podržava i podstiče dinamiziranje privredne aktivnosti. Očigledno je da se ova teorija zalaže za vodjenje ekspanzivne monetarno - kreditne politike, mada se ne zapostavlja ni antiinflaciono dejstvo. Ekspanzivna politika regulisanja opšte tražnje ima za cilj da kompenzira i amortizuje recesione faktore imanentne tržišnoj privredi.

Pristalice kejnzijanske teorije priznaju ciklični karakter kapitalističke privrede, što teoretski objašnjavaju prvenstveno oscilacijama investicione aktivnosti. Iz tih razloga zalažu se za cikličnu politiku agregatne tražnje. Naime, kejnzijanci teže većem ubrizgavanju dodatne agregatne tražnje u privredni sistem u periodu stagnacije i krize, dok bi u periodu prosperiteta bila vođena politika usporavanja rasta agregatne tražnje. Inače, kejnzijanci napuštaju dugoročni pristup i okreću se kratkom roku. Stoga ne iznenadjuje činjenica da je Kejnz jednom prilikom rekao "da smo na dugi rok svi mrtvi".

S obzirom da kejnzijanska teorija insistira na agregatnoj tražnji, to praktično znači da ova teorija nije pridavala značaj makroekonomskom uticaju na robnu ponudu u agregatnom i strukturnom smislu. Kejnzijanci su koncentrisali pažnju na regulisanje opšte agregatne tražnje u kvantitativnom smislu, a samo u veoma maloj meri i na regulisanje strukture ove tražnje. U literaturi ima primera gde su pojedini predstavnici ove teorije ukazivali na potrebu ograničavanja rasta lične potrošnje, da bi se obezbedio prostor za nešto veči udeo akumulacije u društvenom proizvodu. Međutim, većina njih je težište analize stavljala na kvantitativno regulisanje agregatne tražnje, ne ulazeći mnogo u strukturu te tražnje. Osnovna poruka ove teorije jeste da se putem ekspanzije agregatne tražnje deluje na oživljavanje privredne aktivnosti, što ima za posledicu povećanje investicija kao glavne snage koja dinamizira privredne procese.

Glavni uzrok generisanja recesionih procesa kejnzijanska teorija vidi u smanjenju stope prinosa od kapitala u odnosu na postojeće kamatne stope. Zato dolazi do smanjenja investicionih aktivnosti kao glavne pokretačke snage u procesu privrednog rasta. Ako je očekivana stopa prinosa kapitala niža od tržišne kamatne stope ili je jednaka sa njom, onda dolazi do zastoja investicionih aktivnosti, jer se vlasnicima kapitala više isplati da se bave rentijerstvom, nego li da ulažu novac u investicije. Stoga je ovo i centralni problem ove teorije. Smanjena ulaganja dovode do kumuliranja recesionih proces u privredi.

Kejnzijanska teorija preporučuje deficitno budžetsko finansiranje, kao put za izlazak iz krizne situacije, jer u recesionim periodima smanjuju se budžetski prihodi, a povećavaju se rashodi državnog budžeta. Taj deficit treba da bude finansiran u prvom redu emisijom obveznica od strane države, ili direktnim zaduživanjem države kod centralne banke. Kao što vidimo, čitava strategija kejnzijanskog deficitnog budžetskog finansiranja usmerena je u pravcu anticiklične ekonomske politike države.

Kejnzijanci tvrde da količina novca deluje indirektno putem kamatnih stopa na proces reprodukcije. Time se odbacuje monetaristička teza o direktnom dejstvu količine novca na formiranje agregatne tražnje. Iako kejnzijanska teorija stavlja težište na tokove realnog sektora, ona ukazuje na sekundarni značaj monetarnog sektora u pravcu podržavanja povećanog nivoa privredne aktivnosti. Veo-

ma je naglašena uloga kamatne stope, koja je shvaćena kao ključna veza između monetarnog i realnog sektora ekonomije i njihovog spajanja preko finansijskog tržišta. Kamata se u ovoj teoriji tretira kao monetarni fenomen koji se formira pod uticajem monetarne politike centralne banke. Ova hipoteza je tačka oslonca za tezu da monetarna politika ima značajne efekte na formiranje realnih tokova, a pre svega na formiranje investicija. Na nivo kamatnih stopa utiču dva faktora:

- 1. Ekspanzija novčane mase,
- 2. Tražnja novca od strane sektora privrede i stanovništva.

Kao što vidimo, Kejnz nastoji da poveže dve ključne stvari: prvo, da se količina novca formira kao endogena varijabla u sistemu, odnosno da proces reprodukcije određuje potrebnu količinu novca, i drugo, da količina novca ima aktivan uticaj na formiranje nivoa privredne aktivnosti preko nivoa kamatnih stopa.

Kejnz razlikuje dve vrste tražnje novca:

- 1. Tražnju transakcionog novca, i
- 2. Tražnju finansijskog novca.

Tražnja transakcionog novca vezana je za potrebe funkcionisanja realnog sektora privrede. Naime, preduzećima je potreban novac kao obrtno sredstvo za premošćavanje vremenskog raskoraka izmedju isplata troškova proizvodrije i naplate realizovane robe na tržištu. Stanovništvo, takođe, ima potrebu za transakcionim novcem da bi obezbedilo likvidnost u plaćanjima izmedju primanja i trošenja dohotka. U periodu prosperiteta dolazi do porasta nominalnog nacionalnog dohotka i tražnje transakcionog novca, odnosno tražnja transakcionog novca je u funkcionalnom odnosu sa visinom nominalnog društvenog proizvoda. Uticaj visine kamatne stope na transakcioni novac je minimalan i stoga zanemarljiv. S druge strane, *tražnja finansijskog, tj. spekulativnog novca* u funkcionalnom je odnosu sa kretanjem kamatnih stopa. Kada centralna banka smanjuje kamatne stope, odnosno kada vodi ekspanzivnu monetarnu politiku, onda tražnja novca na finansijskom sektoru raste. Međutim, kada centralna banka povećava kamatne stope, odnosno vodi restriktivnu monetarnu politiku, onda tražnja novca na finansijskom sektoru opada. Ovaj model uticaja kamatnih stopa na finansijsku tražnju novca zasniva se na pretpostavci da je nivo robnih cena uglavnom stabilan, tako da oscilacije kamatnih stopa utiču na oscilacije cena obveznica na finansijskom tržištu. Kretanje kamatnih stopa ima inverzan uticaj na kretanje cena obveznica, što praktično znači da porast kamatnih stopa utiče na sniženje cene obveznica, i obrnuto, sniženje kamatnih stopa utiče na porast cena obveznica.

Ukoliko dođe do ubacivanja dodatne količine novca, onda se on apsorbuje od strane tržišnih transaktora, jer to deluje na sniženje kamatnih stopa i porast cena obveznica. Sniženje kamatnih stopa deluje stimulativno na investicije.

Monetarna ekonomija preko obaranja kamatnih stopa ima multiplikatorski efekat na rast privredne aktivnosti i nacionalnog dohotka. Novo ravnotežno stanje ostvaruje se sa dodatnom količinom faktora proizvodnje na višem nivou proizvodnje, dohotka i zaposlenosti. Putem procesa uravnoteženja na finansijskom i realnom sektoru ekonomije upotpunosti je izvršeno apsorbovanje dodatne količine novca. Ovim je razrađena teorijska koncepcija po kojoj je količina novca endogena kategorija, koja se formira u skladu sa nivoom reprodukcionog procesa, a to znači i mogućnost aktivnog delovanja količine novca na oblikovanje privrednih aktivnosti.

Kejnzijanska teorija ukazuje da se putem monetarnih faktora može delovati na željeni nivo agregatne tražnje, koji bi se inače stihijski formirao pod dejstvom tržišnih snaga. Količina novca deluje na realne ekonomske tokove putem korigovanja odnosa izmedju kamatnih stopa i stopa prinosa od kapitala. Predstavnici ove teoriji bili su svesni da u kriznim fazama ekonomskog ciklusa ekspanzivna monetarna politika nije u stanju da u dovoljnoj meri pokrene dinamiziranje realnih privrednih tokova. Zato je fiskalna politika osnovna poluga za pokretanje realnih privrednih procesa, dok monetarna politika treba samo da podržava privrednu ekspanziju, koja je primarno determinisana ekspanzivnom fiskalnom politikom. Kejnzijanska koncepcija daje prednost fiskalnoj politici sa obrazloženjem da ona deluje neposredno na realni sektor ekonomije, dok monetarna politika deluje posredno, preko kamatnih stopa.

Za razliku od monetarističke teroije koja se zalaže za konstantnu stopu monetarnog rasta, koja odgovara stopi dugoročnog rasta realne ekonomije, kejnzijanska koncepcija ističe potrebu vođenja kratkoročne monetarne i fiskalne politike "finog usklađivanja" realnih tokova.

Monetaristi uzrok inflacije vide u povećanoj količini novca u opticaju odnosno u povecanoj stopi monetarnog rasta u odnosu na stopu rasta realnog sektora ekonomije. Za razliku od njih, kejnzijanci tvrde da se nivo cena povećava zbog porasta troškova proizvodnje, što znači da se uzroci porasta cena nala ze na strani robne ponude.

Naime, cene su determinisane troškovima reprodukcije, a ovi se u krajnjoj liniji svode na troškove radne snage. Prema tome, kejnzijanci zastupaju teoriju o inflaciji troškova, koju izaziva autonomno povećanje troškova radne snage. Po njima glavni krivci za inflaciju su radnici koji stalno i neopravdano traže povećanje svojih najamnina. Kejnz smatra da brži porast dohotka radnika od porasta produktivnosti rada generiše inflacioni impuls. Ovde se u obzir ne uzimaju cena kapitala, depresijacija kursa nacionalne valute, porast fiskalnog opterećenja po jedinici proizvoda, itd.

Sporna je kejnzijanska koncepcija o pasivnoj ulozi novca u funkcionisanju procesa reprodukcije, iz čega proističe teza o potrebi vođenja pasivne monetarne

politike, koja samo sledi kretanje nominalnog društvenog proizvoda, tj. i realnog društvenog proizvoda i stope inflacije. Slabost ove teorije je i u tome što ne raspolaže efikasnim instrumentima za borbu protiv inflacije. Zato se oni, često, mire sa činjenicom da je inflacija bolja solucija od nezaposlenosti i recesije.

2.6.3. Kompleksna monetarna teorija

Kao što smo videli monetaristička teorija polazi od koncepta tržišne ekonomije u kojoj dobro funkcioniše tržišni mehanizam, sem u slučaju kada preterana emisija novca, dovodi do određenih poremećaja, koji se manifestuju inflatornim tendencijama. S druge strane, kejnzijanska teorija ističe kao glavni izvor neravnoteže nedostatak efektivne novčane tražnje, zbog čega opada investiciona aktivnost a raste nezapošlenost. Monetaristička teorija ukazuje da je inflacija osnovno obeležje neravnoteže u tržišnoj ekonomiji, a kejnzijanska da nedovoljno korišćenje faktora proizvodnje predstavlja glavni oblik neravnoteže u funkcionisanju tržišne ekonomije.

Kompleksna teorijska koncepcija zalaže se za veći stepen uravnoteženosti između dugoročnog privrednog rasta i održavanja spoljne i unutrašnje stabilnosti. Ova teorija prednost daje kvalitetu stope rasta, što znači da se stopa rasta zasniva na boljem korišćenju faktora proizvodnje u smislu ekonomske efikasnosti. Značajnu pažnju posvećuju izvoznoj komponenti, kao bitnom faktoru ekonomskog rasta, pri čemu se investicije shvataju kao način povećanja proizvodnje. Kompleksna koncepcija ukazuje na interakcione odnose između realnog i monetarnog sektora ekonomije. Za razliku od monetarista, koji ističu da je "inflacija uvek monetarni fenomen", jer uzroci inflacije leže isključivo u previsokoj stopi ekspanzije novčane mase u odnosu na stopu rasta realnog društvenog proizvoda, kompleksna koncepcija ističe potrebu stvaranja šire teorijske osnove koja obuhvata sve faktore inflacionog procesa. Za razliku od njih kejnzijanci ističu da visok rast dohotka radnika po jedinici proizvoda predstavlja glavni uzrok inflacije, jer to dovodi do povećanja troškova proizvodnje.

Kompleksna teorija naglašava da je jedan od glavnih pokretačkih faktora stvaranja ili povećanja inflacionog procesa poremećaj u raspodeli dohotka, koji nastaje ili preteranim rastom ličnih dohodaka ili preteranim zahvatanjem iz privrede u korist državnog budžeta. To pokazuje da inflacija dohodaka predstavlja jasan znak i pokazatelj da se u zemlji troši više proizvoda i usluga nego što to realno ima na raspolaganju za potrošnju. Putem emisije novca stvara se veća količina novca nego što to stvarno ima robnog pokrića, čime se stvara nesklad između nominalnog i realnog dohotka. Uticaj državnog budžeta je veoma jasan onda kada postoji budžetski deficit koji se neposredno finansira iz emisije novca. Nerealni porast dohotka dovodi do pritisaka da se izvrši dodatna emisija

novca, koja treba da omogući realizaciju nominalnog društvenog proizvoda pri povećanim stopama inflacije. U ekstenzivnoj ekonomiji značajno izvorište inflacije nalazi se u povećanju stokova realne aktive preduzeća, a taj porast osnovnih sredstava i zaliha nije u skladu sa mogućnostima njihovog racionalnog korišćenja. Preduzeća raspolažu ogromnim sredstvima, a kako je njihovo korišćenje neracionalno i ekonomski neefikasno to dovodi do stvaranja nedovoljne stope akumulacije, što je karakteristično za nerazvijene i nedovoljno razvijene zemlje. Zato se pribegava dodatnoj emisiji novca koja treba da kompenzira usporeno kretanje sredstava u procesu društvene reprodukcije. Tako dolazi do stalne intervencije monetarnog mehanizma, koji kroz povećanu emisiju novca sve više vodi u zahuktavanje i podhranjivanje inflacionog procesa.

3. NOVČANA MASA I DRUGI MONETARNI AGREGATI

3.1. Struktura novčanih sredstava

Pod *novčanim opticajem* podrazumevamo onaj iznos različitih prometnih i platežnih sredstava koji ima sposobnost da se prenese bez odlaganja i gubitaka, i koja se primaju u platnom prometu za izmirenje raznih novčanih obaveza. Prema tome, to nije samo novac koji se nalazi u rukama stanovništva u obliku gotovog novca, vec tu spada i novac koji se nalazi na računima kod banaka, tj. depozitni novac.

Monetarni potencijal predstavlja ukupna novčana sredstva u jednoj nacionalnoj ekonomiji, koja su svrstana u četiri kategorije:

- 1. Novčana masa
- 2. Kvazi novac
- 3. Ostala likvidna sredstva
- 4. Nelikvidna sredstva.

Monetarni volumen je nešto uži pojam od monetarnog potencijala, jer obuhvata sva sredstva plaćanja u jednoj nacionalnoj ekonomiji, kao i monetarni potencijal, osim nelikvidnih sredstava.

- *1. Novčana masa* predstavlja potraživanja nebankarskog sektora prema bankarskom sektoru, ili obavezu sistema banaka prema nebankarskom sektoru. U najužem smislu novčanu masu čine:
  - 1. gotov novac i
  - 2. depoziti po viđenju.
- *2. Kvazi novac* je kategorija koja označava ona novčana sredstva koja ne funkcionišu kao sredstvo plaćanja, ali koja se mogu lako i brzo pretvoriti u sredstvo plaćanja. Kvazi novac čine:
  - 1. štedni depoziti građana i
  - 2. oročeni depoziti do jedne godine.

- *3. Ostala likvidna sredstva* obuhvataju:
  - 1. ograničene depozite (rezervni fondovi preduzeća, obavezne rezerve, itd.) i
  - 2. depoziti sa rokom kraćim od jedne godine.
- *4. Nelikvidna sredstva* čine:
  - 1. blokirani depoziti (to su depoziti čije trošenje je za njihove vlasnike zabranjeno) i
  - 2. oročeni depoziti s rokom dužim od jedne godine.

Termin *monetarni agregati* počeo je da se upotrebljava kao zajednički pojam za različite grupe finansijskih instrumenata, tj. za:

- 1. novac i
- 2. druga finansijska sredstva slična novcu.[13]

Definicije monetarnih agregata predstavlja jedno od osnovnih pitanja monetarne teorije i analize.

Monetarne agregate čine skupovi finansijskih oblika istog stepena likvidnosti. Poznato je da su pojedini finansijski oblici različito likvidni u zavisnosti od institucionih prilika i razvijenosti ekonomije, što uslovljava da je likvidnost monetarnih agregata različita i oni se različito mogu upotrebiti za plaćanje obaveza, odnosno transkacijsku namenu ili kao oblici štednje.

Monetarni agregati pojavljuju se kao predmet diskusije među ekonomistima najčešće u vezi sa objašnjenjem pojma likvidnosti i mesta monetarnih agregata u široj koncepciji likvidnosti. Međutim, ova problematika čvrsto je povezana i sa pitanjem monetarnih indikatora. Problem monetarnih indikatora je problem praćenja i razumevanja transmisionog mehanizma monetarnih procesa. Monetarni agregati su u stvari monetarni indikatori koji služe za određivanje:

- 1. kvaliteta i
- 2. funkcija novca u privredi, ali i za vođenje monetarne politike i politike likvidnosti privrede i drugih sektora.[14]

Motivi držanja novca, a time i njihove funkcije u privredi mogu biti:

- *1. Transakcioni,* kada se novac koristi za obavljanje transakcija, odnosno plaćanja roba i usluga;
- *2. Spekulativni,* kada se novac drži u cilju spekulacije na finansijskom tržištu (očekivani pad ili rast kamata, odnosno cena hartija od vrednosti);

---

[13] Aleksandar Živković i Gradimir Kožetinac, Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2008.

[14] Slobodan Komazec, Žarko Ristić, Monetame i javne finansije-Menadžment monetame i javne ekonomije, Čigoja štampa, Beograd, 1999.

- *3. Predostrožnost u držanju novca,* kada se novac drži kao određena rezerva za slučajeve vanrednih okolnosti, što zavisi od uslova privređivanja, raspoloživosti kratkoročnih izvora finansiranja, osnovne orijentacije u monetarnoj politici, itd.

Najčešće korišćeni monetarni agregat u monetarnoj analizi je novčana masa.

3.2. Koncepcije novčane mase

Ako je pojam novčane mase jasan sadržina ovog termina se tumači na različite načine. Među ekonomistima još uvek ne postoji saglasnost koji skup finansijskih oblika se može označiti terminom novčana masa. Osnovni problem ogleda se u prevođenju apstraktnog teorijskog koncepta u stvarne, tj. konkretne izraze. Stoga postoje teorijski i empirijski pristupi u definisanju novčane mase.

Teorijska definicija novca ističe u prvi plan funkcije novca (mera vrednosti, prometno sredstvo, platežno sredstvo, sredstvo za zgrtanje blaga i svetski novac). S druge strane, empirijska definicija se usredsređuje na ciljeve na području realnih privrednih kretanja koje je moguće ostvariti korišćenjem različitih funkcija novca. Zbog toga se empirijska definicija novca razlikuje ne samo od zemlje do zemlje, već i u različitim vremenskim intervalima u razvoju jedne iste nacionalne ekonomije.

3.2.1. Teorijski koncepti novčane mase

Na području teorije postoje različite definicije novčane mase. Moguće razlikovati četiri široka gledišta o tome šta se podrazumeva pod novčanom masom.

Po najstarijoj koncepciji novčane mase, tj. po *tradicionalnom konceptu* novca u analizi novca težište treba staviti na funkcije novca kao prometnog i platežnog sredstva, što podrazumeva definisanje novčane mase kao zbira gotovog novca u opticaju i depozita po viđenju kod poslovnih banaka. Ovo gledište je danas prihvaćeno od strane ogromnog broja teoretičara i praktičnih ekonomista, tako da predstavlja zvaničnu definiciju novčane mase u većini zemalja.

Koncepcija novčane mase *Miltona Fridmana* polazi od stava da je novac privremeni pojavni oblik kupovne snage. Stoga po njemu novčana masa obuhvata, pored gotovog novca u opticaju i sve depozite kod poslovnih banaka - depozite po viđenju i oročene depozite.[15] Na prvu grupu novčane mase značajan uticaj imaju monetarne vlasti, dok druga grupa zavisi od ponašanja banaka.

[15] Milton Friedman, Post-War Trends in Monetary Theory and Policy, National Banking Review, septembar 1964.

Pristalice treće koncepcije novčane mase *(Gurley i Shaw)* smatraju da sredstva u pasivi određenih nebankarskih finansijskih institucija, posebno štednih . kreditnih udruženja i osiguravajućih organizacija predstavljaju tako bliske supstitute za odgovarajuća sredstva u pasivi poslovnih banaka, da to opravdava njihovo uključivanje u okvir novčane mase. Iz tih razloga oni smatraju da novčana. masa treba da sadrži sledeće komponente: gotov novac, depozite po viđenju, oročene depozite i likvidne finansijske oblike koji predstavljaju potraživanja prema. pomenutim nebankarskim finansijskim institucijama.[16]

Četvrta koncepcija je najšira a proističe iz stavova *Radclliffeovog izveštaja* o likvidnosti privrede.[17] Novčana masa uključuje sve likvidne finansijske oblike, a ne samo instrumente plaćanja i druge "merljive" likvidne finansijske oblike koji mogu predstavljati supstitute novca (definicija Gurley i Shawa), već i "nemerljive" likvidne finansijske oblike, kao što su kreditne linije.

Istorijski najstarija definicija novčane mase obuhvatala je samo zlatni novac. Kasniji razvoj doneo je porast korišćenja novčanica i papirnog novca i njihovo uključivanje u okvir novčane mase. Dalji privredni razvoj i jača diferencijacija finansijske strukture donose porast obima i uloge depozitnog novca, time i njegovog uključivanja u novčanu masu. Mada je definicija novčane mase kao instrumenta plaćanja teorijski potpuno jasna, njena konkretna primena može da izazove određene nejasnoće i dvoumljenja. Na primer, nedoumice mogu da se pojave u pogledu obuhvatanja sredstva u platnom prometu, tj. novca koji je skinut sa računa platioca ali koji još nije odobren računu korisnika. Drugi primer predstavljaju sredstva na tzv. zbirnim računima na kojima se privremeno knjiže prispela primanja nekog korisnika budžetskih sredstava, a zatim se raspodeljuju prema određenim pravilima na određene namene.

Tradicionalni koncept novčane mase (gotov novac i depozitni novac) označava se kao uža definicija novčane mase. Dok pristalice ovog koncepta ističu funkciju novca kao prometnog i platežnog sredstva, pristalice reformulisane kvantitativne teorije novca smatraju da je za razumevanje uloge novca u privrednim kretanjima neophodno isticanje njegove upotrebe kao jedinog likvidonosnog oblika imovine. Zbog toga Fridman prihvata širu definiciju novčane mase, koja obuhvata i likvidne finansijske oblike koji služe kao privremeni pojavni oblik kupovne snage. Inače, svi finansijski oblici koji se mogu koristiti kao "privremeno boravište kupovne snage" nisu podjednako likvidni. Uvažavajući ovaj problem Fridman je sugerisao da bi samo sa oročenim depo-

---

[16] John Gurley, Edward Shaw, Financial Intermediaries and the Savings-Investmc Process, Journal of Finance, 1956.

[17] Radcliffe Report-Committee on the Working of the Monetary System, Report, H.M. Sfationary Office, London, 1995.

zitima, odnosno štednim depozitima kod poslovnih banaka trebalo proširiti tradicionalnu definiciju novčane mase.

Gurley i Shaw dalje proširuju Fridmanovu koncepciju novčane mase. Njihov teorijski okvir analize ekonomskih varijabli težište premešta od novčane mase ka ukupnoj masi emitovanih kredita odobrenih od strane bankarskih ali i nebankarskih finansijskih institucija. Na ovaj način se obezbeđuje veoma mobilan kreditni sistem koji nudi jedno obilje i široku lepezu likvidnih finansijskih oblika i povoljnih kreditnih uslova.

U razvijenim privredama velike korporacije imaju ustanovljene kreditne linije kod svojih banaka, što im omogućava da pozajmljuju novčana sredstva automatski kada im se javi potreba za novcem. Stoga Radcliffeov izveštaj u koncept novčane mase uključuje i kreditne linije. Zbog toga kažemo da je ovo za sada najekstenzivnija koncepcija novčane mase.

3.2.2. Empirijski koncepti novca

Obzirom da na teorijskom planu nije došlo do usaglašavanja mišljenja šta stvarno treba da obuhvata novčana masa, ekonomisti su pokušali da ovo pitanje reše empirijskim putem. Svi empririjski pristupi definiciji novčane mase polaze od teze da monetarne agregate treba posmatrati i definisati sa gledišta praktičnih potreba monetarne politike. Naime, po njima najbolja definicija novca je ona koja obezbeđuje najbolju kontrolu dohotka, zaposlenosti i cena. Novčanu masu treba definisati tako da se obezbedi jasna povezanost između monetarnog agregata i mera monetarne politike, tj. da se omogući najjača i najstabilnija funkcionalna povezanost sa realnim privrednim kretanjima.

Postoje dve osnovne grupe pragmatičnih pristupa definisanju novčane mase. Prva, polazi od stava da bi korišćena definicija trebalo da zavisi od konkretnog problema koji se rešava. Monetarne agregate treba definisati tako da se postiže najstabilnija funkcionalna povezanost monetarnih sa nemonetarnim varijablama. Na primer, ako treba ispitati efekte novčane mase na tokove privredne aktivnosti onda je najprikladnije koristiti definiciju novčane mase u užem smislu reči.

Druga grupa pragmatičnih pristupa za definisanje novčane mase koristi statistički metod identifikovanja prelomne tačke u spektru finansijskih oblika poredjanih po stepenu likvidnosti, gde dolazi do odvajanja novca od kvazinovca. Ako je zamenljivost između depozita po viđenu i oročenih depozita niža nego između oročenih depozita i ostale likvidne finansijske aktive, onda definiciju novčane mase treba ograničiti na gotov novac i depozite po viđenju. Međutim, ako se statistički utvrdi da je zamenljivost izmedju depozita po vi-

đenju i oročenih depozita visoka, onda je neophodno u definiciju novčane mase uključiti i oročene depozite.

Početak 80-ih godina XX veka obeležen je pojavom finansijskih inovacija. Njihova suština sastoji se u jačanju uloge tržišnog mehanizma u finansijskom sektoru privrede, stvaranju novih finansijskih instrumenata koji supstituišu transakcioni novac i postepenom revidiranju tradicionalnog monetarnog sistema, odnosno ukidanja svih regulativnih barijera koje su ometale konkurenciju izmedju različitih tipova finansijskih institucija. Posebno su prisutne deregulacija banaka i kamatnih stopa. Prvi oblik deregulacije omogućio je da poslovne banke dobiju izjednačenu poziciju na novčanom tržištu sa ostalim finansijskim institucijama.

Kao poseban pristup empirijskom definisanju novca može se označiti pokušaj da se najpre utvrdi stepen novčanosti svih onih oblika finansijske aktive za koje se ocenjuje da poseduju određena monetarna obležja, te da je stoga potrebno da uđu u sastav konkretnog monetarnog agregata, a da se potom konstruiše jedan ponderisan prosek ili indeks koji ujedinjuje različite stepene novčanosti pojedinih komponenata monetarnog agregata. Jedan od najpoznatijih predloga za konstrukciju ponderisanog monetarnog agregata dao je početkom 80-ih godina *WilHam Barnett.* Barnet posmatra skalu finansijskih oblika počev od gotovog novca do instrumenata štednje. Oblici finansijske aktive koji se nalaze između ovih ekstrema pružaju monetarne usluge veće od 0 ali manje od 1. Gotov novac čija je stopa prinosa jednaka nuli ima najviši trošak korišćenja, tj. ima najveći ponder. Depoziti po viđenju imaju manji trošak korišćenja, tako da dobijaju manji ponder. Još manji ponder imaju sredstva akumulacije.

Prema tome, može se zapaziti da empirijski pristupi definisanju novčane mase dovode do velike zavisnosti izbor konkretne definicije novčane mase i ostalih monetarnih agregata od karaktera stvarnih institucionalnih i drugih relevantnih uslova koji postoje u jednoj zemlji. Zbog toga, pitanju tačne definicije novca ne treba pristupati na dogmatski način.

3.2.3. Operativni koncepti novčane mase

Radi boljeg razumevanja i uvida u strukturu novčane mase u nastavku će biti prikazani monetarni agregati koji se koriste u SAD, Nemačkoj, Francuskoj i našoj zemlji.

U SAD su u upotrebi tri monetarna agregata: M_1, M_2 i M_3. Većina ekonomista preferira užoj ili transakcionoj definiciji novčane mase, tj. M_1.

M_1 = gotov novac u opticaju + depoziti po viđenju + drugi kontrolisani depoziti +
+ putni čekovi nebankarskih institucija (Ameriken ekspres).

Kao što vidimo M_1 se sastoji iz perfektno likvidne aktive.

Šira definicija novčane mase je M_2 vise je izraz vrednosti nego sredstvo razmene.

M_2 = M_1 + štedni depoziti + kratkoročni depoziti + zajednički fondovi na novčanom tržištu + depozitni računi na novčanom tržištu + ugovori o noćnim rekupovinama + nocni evrodolari.

Komponenta M_3 je najširi monetarni agregat u SAD. Sastoji se iz:

M_3 = M_2 + dugoročni depoziti + terminski ugovori o rekupovini + terminski evrodolarski depoziti + akcije zajedničkih fondova novčanog tržišta koje drže institucije.

U *Nemačkoj su* u upotrebi, takođe, tri monetarna agregata: M_l, M_2 i M_3. Prema metodologiji nemačke centralne banke-Bundesbanke njihova struktura je sledeća:

M_1 = gotov novac u opticaju + depoziti po viđenju;

M_2 = M_1 + terminski depoziti do četiri godine i

M_3 = M_2 + štedni depoziti.

Kao što vidimo agregat M_1 koncipiran je kao transakcioni novac kojim raspolažu nebankarski transaktori. Međutim, drugi agregat obuhvata terminske depozite na rok do četiri godine, zbog kamate koju oni sa sobom nose.

U *Francuskoj* se koriste sledeći monetarni agregati:

M_1 = gotov novac u opticaju + depoziti po viđenju;

M_2 = M_1 + štedni depoziti;

M_3 = M_2 + depoziti u stranim valutama + oročeni depoziti + depoz. certifikati;

L = M_3 + prenosivi blagajnički zapisi + komercijalni papiri + ugovorna štednja.

Po *metodologiji NBJ (NBS)* koja se primenjivala do 1966. godine u novčanu masu ulazile su sledeće kategorije:

- gotov novac u opticaju van banaka i pošta,
- depoziti kod banaka bez roka koji služe kao sredstvo plaćanja i
- depoziti kod banaka bez roka koji ne služe kao sredstvo plaćanja, ali se brzo i lako mogu pretvoriti u sredstva plaćanja.

U periodu od 1966.-1979. godine novčana masa kod nas imala je sledeću strukturu:

- gotov novac u opticaju,
- sredstva na žiro računima kod banaka koja se koriste kao instrument plaćanja i
- sredstva u kanalima platnog prometa.

Od 1980. godine kod nas su u upotrebi tri monetarna agregata:

- novčana masa (M_1);
- likvidna sredstva (M_2) i
- ukupna likvidna sredstva (M_3).

Novčana masa obuhvata gotov novac i depozite po viđenju. **Likvidna sredstva** čine novčana masa i kvazi novac. Pod kvazi novcem podrazumevaju se štedni depoziti po viđenju, štedni depoziti do godinu dana, oročeni depoziti do jedne godine i obveznice do godinu dana. **Ukupna likvidna sredstva** predstavljaju kategoriju koja sadrži likvidna sredstva i ostala likvidna sredstva, gde spadaju sredstva rezervi preduzeća, pokrića po akreditivima, garancijama i kreditima u inostranstvu. Prilikom posmatranja i izučavanja ovih kategorija ne treba ih posmatrati kao strogo podvojene elemente, već ih treba posmatrati dinamički u smislu postojanja mešanja i prelivanja među njima.

3.3. Tokovi kreiranja novčane mase

Teorijski i empirijski metodi koji se koriste u objašnjenju procesa kreiranja novčane mase mogu se svrstati u tri osnovne grupe.

a) Metod zasnovan na promenama u konsolidovanom bilansu banaka

Korišćenjem ovog metoda informacije o promeni nivoa novčane mase mogu se pratiti na osnovu kretanja svih pozicija u konsolidovanom bilansu svih banaka. To znači da je nivo novčane mase uslovljen ponašanjem, kako finansijskih, tako i nefinansijskih subjekata. Međutim, granicu mogućih promena određuje centralna banka preko obima ponude primarnog novca.

Kako između aktive i pasive mora da postoji ravnoteža, to proističe da postoji sledeća bilansna jednakost:

$$K + DT = M + ND$$

$$M = K + DT - ND$$

$$\Delta M = \Delta K + \Delta DT - \Delta ND$$

Iz navedenih relacija vidimo da krediti banaka nebankarskom sektoru (K) i neto devizne transakcije sa inostranstvom (DT) imaju upravo proporcionalno delovanje na kretanje novčane mase (M), dok nemonetarni depoziti (ND) deluju obrnuto proporcionalno.

Konsolidovani bilans banaka

Struktura konsolidovanog bilansa banaka	
Aktiva	**Pasiva**
1. Kreditni plasmani nebankarskom sektoru - K	1. Novčana masa - M
2. Neto devizne transakcije sa inostranstvom - DT	2. Nemonetarni depoziti i ostale obaveze banaka - ND

Kreditni plasmani nebankarskom sektoru su osnovni ekspanzivni tok kreiranja novčane mase. Naime, ukoliko odobravanje novih kredita premaši iznos otplate postojećih bankarskih kredita, onda dolazi do povećanja novčane mase. Ekspanzija kredita banaka, domaćem nebankarskom sektoru, obuhvata tri vrste kredita:

- 1) kredite usmerene u korist sektora privrede;
- 2) kreditne plasmane u korist sektora stanovništva i
- 3) kredite odobrene državi.

Upravo ovaj sektorski raspored kratkoročnih bankarskih kredita predstavlja jedan od preduslova efikasnog funkcionisanja privrede.

Uvažavajući kriterijum ročnosti svi bankarski krediti mogu se razvrstati u dve velike grupe:

- 1) kratkoročni krediti odobreni privredi i potrošački krediti odobreni stanovništvu i
- 2) dugoročni (investicioni) krediti usmereni privredi i stambeni krediti namenjeni stanovništvu.

Ovakva ročna struktura kreditnog potencijala podrazumeva i različitost izvora sredstava. Osnovni izvor kratkoročnog kreditnog potencijala su kratkoročni depoziti ,banaka formirani po osnovu kratkoročnih štednih uloga suficitarnih jedinica i sredstava iz primarne emisije. S druge strane, dugoročni depoziti (sredstva akumulacije nastala raspodelom dohotka, tj. neutrošeni delovi dohotka suficitarnih jedinica) osnov su dugoročnog kreditnog potencijala. U pra-

ksi iako postoji razgraničenje između ove dve vrste kreditnih plasmana, ne postoji čvrsta demarkaciona linija između njih. Naime, banke imaju mogućnost da koriste "proizvođačku funkciju", tj. da vrše ročnu transformaciju sredstava. U tom smislu, one mogu koristiti kratkoročni kreditni potencijal za odobravanje dugoročnih kredita, i obrnuto deo dugoročnog potencijala mogu usmeriti u kratkoročne kredite. Međutim, banka mora biti vrlo oprezna u korišcenju ove funkcije, jer njena prevelika upotreba uvek rezultira u bankrotstvu banke.

Nemonetarne obaveze (nemonetarna pasiva) banaka predstavljaju drugi značajan faktor u kreiranju novčane mase. Čine je svi oni depoziti koji se ne smatraju novcem, odnosno koji ne spadaju u novčanu masu, a to su u konsolidovanom bilansu ostali depoziti po vidjenju (štedni depoziti), ograničeni depoziti do jedne godine i ostale kratkoročne obaveze. Intenzitet delovanja nemonetarne pasive zavisi od širine obuhvata novčane mase. Kod užih definicija novčane mase, u koju ulaze samo gotov novac i depoziti po viđenju, postoji najveći stepen delovanja nemonetarnih obaveza. Nemonetarne obaveze banaka povećavaju ili smanjuju novčanu masu zavisno od toga da li je prelivanje gotovog i depozitnog novca u ove depozite veće ili manje od prelivanja u obrnutom smeru. Novčana masa se smanjuje ako nemonetarni depoziti rastu, i obrnuto.

Devizne transakcije sa inostranstvom su treći faktor koji deluje na kreiranje novčane mase. Ovo je sasvim razumljivo ako imamo u vidu činjenicu da otkup deviza od strane banaka uvek vrši u domaćem novcu, što dovodi do porasta novčane mase. S druge strane, prodaja deviza od strane banaka smanjuje novčanu masu, jer domaći transaktori za njihov otkup isplaćuju protivrednost banci u domaćem novcu, što u stvari predstavlja vraćanje novca u banku, tj. njegovo poništavanje. To znači da priliv stranog novca u zemlji dovodi do povećanja deviznih rezervi banaka, koje domaćim transaktorima isplaćuju protivvrednost u domaćoj valuti, što rezultira u povećanju novčane mase u zemlji. Kad domaći transaktori vrše plaćanja prema inostranstvu, onda se sektor banaka javlja u ulozi prodavca stranih sredstava plaćanja i primaoca njihove protivvrednosti u domaćem novcu, što direktno utiče na kontrakciju novčane mase. Prema tome, u nacionalnoj ekonomiji stalno dolazi do priliva i odliva deviza, odnosno do porasta i smanjenja novčane mase.

Sa aspekta formiranja novčane mase bitno je kakav je saldo bilansa deviznih transakcija između zemlje i inostranstva u posmatranom periodu, jer to utiče na formiranje novčane mase. Kada zemlja ima suficit u bilansu plaćanja sa inostranstvom, onda dolazi do porasta deviznih rezervi, ali i do porasta novčane mase. Međutim, ukoliko postoji deficit u bilansu plaćanja, onda dolazi do smanjenja deviznih rezervi, ali i do smanjenja novčane mase. Prema tome, devizne transakcije sa inostranstvom predstavljaju poseban i autonoman tok formiranja novčane mase, koji nije pod kontrolom centralne banke.

b) Metod zasnovan na faktorima koji definišu kreditnu multiplikaciju

Monetarni multiplikator je koeficijent koji pokazuje uticaj promene primarnog novca na novčanu masu: m = M/B. Predstavnci Čikaške škole analizirali su promene novčane mase u zavisnosti od kretanja primarnog novca. Oni su posmatrajući američku privredu u gotovo stogodišnjem periodu pokazali da se svi faktori koji determinišu kretanje novčane mase mogu svrstati u dve osnovne grupe: 1. prvi su vezani za promene u nivou *primarnog novca,* a 2. drugi za promene u *monetarnom multiplikatoru.*

Nivo primarnog novca zavisi od odluka centralne banke, kao vrhovne monetarne institucije zadužene za vođenje monetarno-kreditne politike i očuvanje stabilnosti nacionalne valute. Faktori koji determinišu visinu monetarnog multiplikatora mogu se podeliti u dve grupe:

- a) *relativni iznos rezervi* koji banke žele da drže u odnosu na raspoloživi depozitni potencijal (D/R), koji je pod njihovom isključivom ingerencijom i
- b) *odnos između depozita i gotovog novca* (D/G), koji isključivo zavisi od ponašanja nebankarskog sektora.

c) Metod zasnovan na računima novčanih tokova

Ovaj metod koristi se kao supstitut složenim ekonometrijskim modelima. Primenom ovog metoda promene novčane mase vidijive su iz pregleda novčanih tokova. Radi lakšeg sagledavanja svi učesnici u nacionalnoj ekonomiji podeljeni su u četiri sektora:

- a) monetarni sektor-centralna banka,
- b) monetarni sektor-ostale monetrne institucije (banke),
- c) sektor ostalih finansijskih institucija i d) nefinansijski sektor – privreda i stanovništvo.

Promenu novčane mase izazivaju sledece transakcije:

- transakcije između monetarnih institucija, koje pokazuju proces kreiranja i povlačenja primarnog novca;
- transakcije između monetarnih institucija i ostalih nemonetarnih finansijskih institucija;
- transakcije između monetarnih i nefinansijskih učesnika, koje pokazuju sužavanje i proširenje novčane mase i
- transakcije izmedju domaćih finansijskih i nefinansijskih subjekata i inostranih privrednih subjekata, kao jedan od tokova kreiranja novčane mase.

Osnovna zamerka koja se upućuje ovoj metodi je prikazivanje bruto transakcija, bez sagledavanja uloge i značaja svakog sektora pojedinačno.

3.4. Endogeni ili egzogeni karakter novčane mase

Jedno od pitanja koje je značajno zaokupilo ekonomiste je problem faktora koji determinišu kretanje novčane mase. I ovde kao i kod većine drugih pitanja nema jedinstvenog stava. Naprotiv, svi ekonomski teoretičari koji se bave ovom problematikom mogu se svrstati u dve ekstremne grupe. Na jednom polu su *monetaristi,* koji tvrde da je novčana masa *egzogena varijabla*, a na drugoj strani su *kejnzijanci i* neokejnzijanci, koji smatraju da je noveana masa endogena varijabla.

Egzogena varijabla je ona čija je vrednost odredjena faktorima izvan posmatranog ekonomskog modela.

Endogena varijabla je ona čije kretanje je uslovljeno promenama ostalih varijabli u posmatranom modelu.

Tražnja za kreditima veća je u uslovima povećane privredne aktivnosti i porasta opšteg nivoa cena. S druge strane i sama ponuda kredita veća je u periodima privredne ekspanzije nego li u uslovima privredne recesije. Dalje, rast deviznih rezervi znači njihov otkup od strane centralne banke i isplatu protivrednosti u domaćoj valuti, i obrnuto. Međutim, kada se kod sektora stanovništva ispoljava težnja za držanjem povećanog iznosa gotovine, tj. kada raste sklonost ka likvidnosti, tada dolazi do sužavanja novčane mase. Navedene promene ukazuju na uzajamnu povezanost delovanja novčane mase i kretanja u realnom sektoru ekonomije. Ova pojava je u ekonomskoj literaturi poznata kao *povratni efekat (feedback effect).* Povratni efekat znači da se dejstvo inicijalne promene novčane mase najpre kreće od novca prema realnim privrednim tokovima i da se onda vraća natrag ka novcu, tj. prema monetarnom sektoru privrede.

Milton Friedman kao predstavnik ortodoksnog monetarističkog stava polazi od stanovišta da su promene količine novca uslovljene faktorima izvan privrednog sistema, tj. odlukama centralne banke. Argumente za ovakvo shvatanje on nalazi u sledećem:

- promene u ponudi novca prethode promenama u realnom sektoru ekonomije;
- najznačajnije promene novčane mase egzogenog su karaktera jer su determinisane ponudom novca centralne banke;
- odnos izmedju novčane mase i privredne aktivnosti tokom vremena bio je relativno stabilan.

Monetaristi smatraju da dugoročno posmatrano jedini faktor koji utiče na kretanje novčane mase je primarni novac. Međutim, engleski ekonomista Goodhart osporio je po više osnova sposobnost monetarnih vlasti da precizno

determinišu ponudu primarnog novca. U svojoj analizi on polazi od jednog datog obima deficita državnog budžeta i ističe da taj deficit može da bude finansiran na tri načina: prvo, prodajom privratnom sektoru privrede određenog iznosa hartija od vrednosti (emisija javnog zajma); drugo, prilivom kapitala iz inostranstva; i treće, direktnim pozajmljivanjem od centralne banke kroz novu emisiju primarnog novca. Goodhart zaključuje da sa velikim budžetskim deficitom nije moguća uspešna monetarna kontrola, osim ako su monetarne vlasti spremne da prihvate drastičan rast kamatnih stopa.

Monetaristički stav o egzogenosti novca ne odbacuje mogućnost postojanja određene povratne sprege od poslovne aktivnosti ka novčanoj masi u toku konjukturnog ciklusa, ali s napomenom da su ovakvi efekti sekundarni u odnosu na dejstvo primamog novca, čije je kretanje egzogeno određeno. U ovoj konstataciji se ide dotle da se čak tvrdi da 85% varijabiliteta u tekućem kretanju novčane mase rezultira iz promena u kretanju monetarne baze i državnih depozita.

Predstavnici *monetarizma otvorene privrede* odstupaju od ortodoksnog monetarističkog stava u pogledu egzogenosti novčane mase. Oni razvijaju moderan pristup teoriji platnog bilansa, gde ističu da se teza o egzogenosti novčane mase zadržava samo u zatvorenim privredama, dok je kod otvorenih privreda to nemoguće zbog nužnosti očuvanja fiksnog deviznog kursa, koji znači gubitak kontrole obima novčane mase od strane centralne banke. Međutim, promene novčane mase u krajnjoj instanci uslovljene su svetskom stopom monetarne ekspanzije, tako da ovaj pravac ne osporava suštinske polazne stavove ortodoksnog monetarizma.

Shvatanje da je novac endogena varijabla nalazimo još kod Smita i Rikarda. Ovu tezu prihvata i Kejnz, mada je u savremenoj ekonomiji najznačajniji predstavnik ovog shvatanja *Nicholas Kaldor*. Takođe, i u izveštaju Radklifovog komiteta stav o endogenosti novca bio je sasvim jasno razvijen. Naime, u ovom izveštaju se ističe da je nemoguće povući oštru granicu između novca i ostale finansijske aktive, jer svaki oblik finansijske aktive poseduje određeni stepen "novčanosti".

Po mišljenju neokejnzijanaca centralna banka u jednoj razvijenoj tržišnoj privredi nema mogućnost da kontroliše novčanu masu niti na dugi niti na kratak rok. Porast količine novca u opticaju može se realizovati u spoju sa fiskalnom politikom, tj. monetizacijom budžetskog deficita ili putem operacija na otvorenom tržištu. Međutim, višak novca ne može nikada tako dugo da egzistira da bi imao dejstvo na tokove potrošnje. S druge strane, mogućnost nastanka oskudice novca, takođe, se isključuje, jer tada centralna banka preduzima akcije u cilju povećanja likvidnosti makrosistema. Prema tome, ponuda novca uvek je determinisana tražnjom novca.

Jedan od predstavnika neokejnzijanaca smatra da ponašanje nominalnaih nadnica igra centralnu ulogu u determinisanju tražnje za bankarskim kreditima

nebankarskih ekonomskih subjekata, tako da akcije centralne banke imaju za cilj jedino da dopuste novčanoj masi da se prilagodi povećanoj tražnji za bankarskim kreditima.

Prema tome, možemo zaključiti da je najprihvatljiviji onaj teorijski koncept koji polazi od među veza i među uticaja realnih i finansijskih tokova u okviru reprodukcionih procesa, a koji naglašava da nije moguće uspostaviti jednosmernu kauzalnu vezu između promene količine novca, s jedne strane, i obima proizvodnje, zaposlenosti i nivoa cena, sa druge strane. Stvarni nivo novčane mase uslovljen je akcijama, kako monetrnih vlasti, tako i ostalih sektora privrede.

3.5. Struktura i dinamika novčane mase

S obzirom da je novčana masa jedna od najvažnijih kategorija monetarne analize, to je potrebno sagledati njenu strukturu, kako po oblicima, tako i po nosiocima. Osim toga, potrebno je pratiti dinamiku novčane mase, kako bi se sagledao tempo njenog kretanja u određenom vremenskom periodu.

Novčana masa se javlja u dva oblika: u obliku *gotovog novca* i u vidu *depoziti po viđenju.* Između njih nema velikih razlika, jer oba služe za svakodnevna plaćanja i mogu se koristiti bez ograničenja. Razlika postoji samo u načinu plaćanja, jer depozitni novac služi za bezgotovinski način plaćanja, a gotovinski novac služi za gotovinska plaćanja. Bezgotovinski način plaćanja se naziva još i virmanski način plaćanja, jer se plaćanje vrši tako što se putem virmana (naloga za prenos) daje nalog banci da sa računa nalogodavca isplati određenu svotu novca, odnosno izvrši prenos određenog iznosa u korist računa primaoca. Zakon o platnom prometu predviđa da se sva sredstva drže na tekućim računima, osim limitiranog iznosa gotovog novca koji služi za sitna plaćanja, poznat pod nazivom blagajnički maksimum. Svi učesnici u platnom prometu dužni su da vode svoja sredstva na tekućim računima kod poslovnih banaka i da plaćanja vrše preko tih računa. Gotov novac služi za isplatu zarada, otkup šumskih plodova i poljoprivrednih proizvoda od sitnih proizvođača i za određena gotovinska plaćanja u okviru blagajničkog maksimuma.

Sektorski raspored novčane mase determinišu sledeći faktori (koji su uglavnom izvan neposrednog delovanja monetarne politike):

- sistem raspodele dohotka na pojedine sektore;
- visina zahvatanja sredstava kroz otplate i kamate privrede;
- poreski i drugi oblici zahvatanja iz privrede;
- odnos akumulacije i investicija i ličnih dohodaka i produktivnosti;
- prelivanja u ograničene depozite, itd.

Dinamiku novčane mase možemo pratiti kroz kretanje baznih i lančanih indeksa. Da bi smo imali kompletnu sliku neophodno je posmatrati kretanje novčane mase i u odnosu na kretanje realnog društvenog proizvoda, na osnovu čega sagledavamo ponašanje nosilaca monetarne politike. Ako je novčana masa rasla po višoj stopi od stope rasta društvenog proizvoda onda govorimo o ekspanzivno orijentisanoj monetarnoj politici, a u obrnutom slučaju o restriktivnoj monetarnoj politici.

Dinamika novčane mase i kretanje društvenog proizvoda

Godina	Novč. masa u mil. din.	Bazni indeks (%)	Lančani indeks (%)	Realni društ. proizvod	
				U mil. din.	U (%)
1994.	2.435	100	/	20.750	2,5
1995.	3.256	133,7	133,7	22.017	6,1
1996.	5.495	225,7	168,8	23.310	5,9
1997.	9.148	375,7	166,5	25.028	7,4
1998.	10.675	438,4	116,7	25.652	2,5
1999.	15.903	653,1	149,0	20.045	(21,9)
2000.	29.976	1.231	188,5	21.328	6,4
2001.	66.514	2.731,6	221,9	22.500	5,5
2002.	94.981	3.900,6	142,8	23.400	4,0

Cene su svedene na nivo iz 1994. godine

Izvor: Bilten NBJ, razni brojevi i web site NBS

Iz ove tabele jasno se da zaključiti da dinamika novčane mase nije u skladu sa kretanjem realnog društvenog proizvoda, već da ga ista značajno nadmašuje i to za iznos zabeležene stope inflacije. Dakle, naša novčana masa prati kretanje nominalnog društvenog proizvoda. Takođe, vidimo iz tabele da novčana masa beleži rast iz godine u godinu (lančani indeksi), a da je povećanje novčane mase u 2002. godini veće za 39 puta u odnosu na baznu godinu (bazni indeks).

3.6. Primarni novac

Mehanizmi putem kojih centralna banka reguliše kreditnu aktivnost poslovnih banaka i preko toga i veličinu novčane mase su: primarni novac i proces multiplikacije. Pod primarnim novcem ili novčanom bazom podrazumeva se ukupan iznos likvidnih obaveza centralne banke u odnosu na sektor poslovnih banaka, sektor stanovništva i druge nebankarske sektore ukoliko raspolažu depozitima po viđenju kod centralne banke[18]. Ukupan iznos primarnog

[18] Milutin Ćirović, Monetarna ekonomija, ECPD, Beograd, 1989.

novca nalazi se u pasivi bilansa centralne banke, gde su prikazani podaci o plasmanu primarnog novca, koji je kreirala centralna banka. Međutim, tokovi kreiranja primarnog novca nalaze se na strani aktive bilansa centralne banke.

Bilans centralne banke

Aktiva	Pasiva
Krediti CB poslovnim bankama	Depoziti poslovnih banaka
Krediti CB neposrednim komitentima	Depoziti neposrednim komitentima
Devizni računi CB	Gotov novac u opticaju

Zbir u pasivi bilansa predstavlja iznos primarnog novca. Pasiva pokazuje strukturu primarnog novca u datom trenutku. Ako uporedimo koncept primarnog novca (B) i koncept novcane mase (M), onda ćemo uočiti vidljivu razliku.

$$M = D + G$$

$$B = R + G$$

Naime, samo gotov novac (G) predstavlja zajedničku komponentu i primarnog novca i novčane mase, dok je druga komponenta različita: u koncept novčane mase ulaze depozti po viđenju (D), dok u koncept primarnog novca ulaze svi depoziti koje poslovne banke i neposredni komitenti drže kod centralne banke (R).

Međutim, ovde se postavljaju veoma značajna pitanja:

- 1) da li centralna banka može kontrolisati masu primarnog novca, odnosno da li ga može uspešno prilagođavati potrebama privrednog razvoja?,
- 2) na koje tokove centralna banka može delovati, odnosno koje tokove može kontrolisati i
- 3) koji su to autonomni tokovi na koje centralna banka ne može uticati?

Kreditiranje poslovnih banaka od strane centralne banke, po pravilu predstavlja tok koji se može veoma uspešno kontrolisati. S druge strane, direktno zaduženje države i neposrednih komitenata kod centralne banke je autonoman tok kreiranja primarnog novca. Međutim, situacija se menja ako se država zadužuje na finansijskom tržištu prodajući svoje obveznice. Devizne transakcije, takođe predstavljaju autonoman tok formiranja primarnog novca, tako da su nosioci monetarne politike u nezavidnoj situaciji, jer je u takvim uslovima ostvarenje koncepta optimalne novčne mase veoma otežano.

Primarna emisija centralne banke teorijski i praktično može se vršiti preko pet osnovnih tokova ili kanala[19]:

- Monetizacijom hartija od vrednosti neposrednih transaktora (menice),
- Kreditima centralne banke poslovnim bankama,
- Kreditiranjem države,
- Kreditima ostalim direktnim komietntima centralne banke i
- Kupovinom i prodajom deviznih sredstava (devizne transakcije).

Obim i sturuktura primamog novca kod nas (u mil. dinara)

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.
Primarni novac	**8.163**	**10.631**	**22.501**	**49.227**	**78.196**
Gotov novac u opticaju	5.057	6.708	10.932	25.273	43.719
Novčana sredstva države	355	568	1.462	3.113	5.122
Novčana sredstva drugih sektora	124	143	461	1.609	1.930
Rezerve banaka	2.458	2.753	8.912	18.455	25.605
Hartije od vrednosti	169	459	734	777	1.820

Izvor: Bilten NBJ, razni brojevi, i web site www.nbs.yu

Značaj koncepta primarnog novca zavisi od mogućnosti da se putem njegovog regulisanja utiče na regulisanje novčane mase. U stvari, centralno pitanje regulisanja celokupnog monetarnog sistema je u tome da se što je moguće precizno i tačno indirektno reguliše kretanje novčane mase putem regulisanja emisije primarnog novca.

3.7. Monetarni multiplikator

Ponuda novca, tj. novčana masa predstalja proizvod primarnog novca (B) i monetarnog multiplikatora *(m),* odnosno:

$$M = B \times m.$$

[19] Komazec, S., Ristic, Ž., Monetarne i javne finansije-Menadžment monetarne i javne ekonomije, Čigoja, Beograd, 1999.

S obzirom da centralna banka ima veliki stepen kontrole nad primarnim novcam, to znači da ako je monetarni multiplikator stabilan, ona može dosta precizno da kontroliše novčanu masu. Međutim, ako je monetarni multiplikator nestabilan i nepredvidiv, to značajno može da oteža posao centralnoj banci da kontroliše ponudu novca. Po pravilu, najveći broj faktora koji determinišu veličinu i ponašanje monetarnog multiplikatora su engodenog karaktera, tj. zavisni su od ponašanja bankarskih i nebankarskih učesnika u monetarnim procesima.

Na novčanom tržištu u okviru jednog tržišnog privrednog modela pojavljuju se tri osnovna učesnika: centralna banka, sistem poslovnih banaka i sektor nebankarskih ekonomskih subjekata. Tokovi kreiranja novca predstavljaju finansijske transakcije između monetarnih institucija (centralna banka i poslovne banke) i ostalih nebankarskih subjekata. Sektor banaka i ostali nebankarski subjekti se pojavljuju i kao davaoci i kao primaoci sredstava. Banke se pojavljuju kao davaoci sredstava u slučaju kreiranja novca, a kao primaoci u slučaju povlačenja novca. Obrnuto se događa kod nebankarskih sektora. Davanje sredstava od strane banaka nebankarskim privrednim subjektima (što predstavlja kreiranje novca) zasnovano je na prethodnom prikupljanju sredstava od nebankarskih privrednih subjekata (formiranje sredstava banaka) ili na sredstvima dobijenim od strane centralne banke (primarni novac).

Svaki od pomenuta tri osnovna učesnika na novčanom tržištu odlikuje se specifičnim ekonomskim ponašanjem i različitim motivima kojima se rukovodi u svojim aktivnostima, što je uslovljeno transmisionim mehanizmom monetarne politike. Ponašanje centralne banke određeno je ciljevima i zadacima monetarne politike. Ponašanje poslovnih banaka determinisano je motivima koji mogu biti različiti, a najčešće je to maksimiranje profita ili maksimiranje plasmana. Ponašanje nebankarskih privrednih subjekata determinisano je složenom strukturom faktora, koji određuju obim tražnje novca i tražnje kredita.

Novčanu masu možemo predstaviti pomoću sledeće jednačine:

$$M = \frac{1+g}{r_d + r_t t + l + g} B,$$

gde je:

M *- novčana masa;*

B *- monetarna baza (primarni novac);*

g *- keoficijent gotovog novca;*

r_d *- obavezna rezerva banaka na depozite po viđenju;*

r_t *- obavezna rezerva banaka na oročene depozite;*

l *- koeficijent viškova likidnih sredstava banaka.*

U navedenoj jednačini centralna banka kontroliše monetarnu bazu (B) i dve od pet pomenutih komponenti monetarnog multiplikatora: koeficijent obaveznih rezervi banaka na depozite po vidjenju -r_d (r_d = OR/D_v) i koeficijent obaveznih rezervi banaka na oročene depozite -r_t (r_t = OR/D_t). Koeficijent držanja gotovog novca -g (g = G/D_v) i nivo oročenih depozita -t uslovljeni su ponašanjem nebankarskih ekonomskih subjekata. Sektor banaka svojim ponašanjem odredjuje veličinu koeficijenta viškova likvidnih sredstava banaka -l (l = RL/D_V). Ova tri koeficijenta nisu konstante, već presudno zavise od prinosa na različite oblike imovine, diskontne stope (koju određuje centralna banka) i od nivoa privredne aktivnosti.[20]

Prema tome, monetarni multiplikator je vrlo kompleksna i teško predvidljiva varijabla determinisana faktorima koji su pod ingerencijom centralne banke, ali i značajnim faktorima koji su endogenog karaktera, na koje centralna banka nema direktnog uticaja.

Polazeći od značaja monetarnog multiplikatora može se konstatovati da je jako velika njegova povezanost sa bilansima centralne banke i poslovnih banaka, što za rezultat ima povratnu vezu sa politikom kreditnog multiplikatora. Posmatrano sa aspekta odnosa ovih dvaju multiplikatora, može se zaključiti da monetarni multiplikator predstavlja širu promenu količine novca u opticaju, koja za osnovu ima veličinu priliva i odliva primarnog novca.

Takođe, bitno je ukazati, da pored toka kreditne multiplikacije i tok monetarne multiplikacije uključuje i prelivanje novca u nemonetarne obaveze banaka, a važi i obrnuto, a tome treba dodati i tokove emisije i povlačenja novca transakcijama sa nerezidentima.

Može se zaključiti da kreditni multiplikator pokazuje ostvarenje inicijalnog priliva ili odliva u monetarnim depozitima banaka, kao i promena iznosa njihovih kredita, dok monterni multiplikator pokazuje ukupni učinak emisije ili povlačenja novca od strane centralne banke, koja ima uticaj na promenu količine novca u opticaju.

[20] Jovanović, M., Ristić, Ž., Krstić, B., Živković, A., Monetarni i fiskalni menadžment, Ekonomski fakultet, Niš, 2001.

4. ANALIZA TRAŽNJE NOVCA

4.1. Pojam agregatne tražnje novca

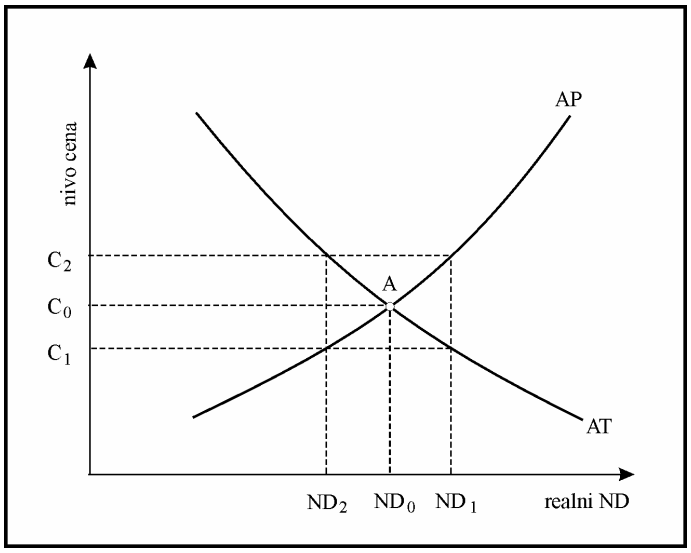
Tražnja novca predstavlja vrlo važan koncept ravnoteže količine novca. Za montarnu politiku vrlo je važno istaći da tražnja novca raste kada je i realan rast domaćeg proizvoda, a opada kada dolazi do povećanja realne kamatne stope. Kod tražnje novca značajno je da se određeni nivo količine iznosa novca zadržava radi održavanja ravnoteže, dok kada je u pitanju tražnja drugih finansijskih oblika, oni se zadržavaju radi plaćanja ili pak štednje.

Teorijski posmatrano tražnja novca treba da nas usmeri ka pojedinim učesnicima na monetarnom tržištu, i da se dobije odgovor na pitaje zašto pojedini od njih drže imovinu u monetarnom obliku, kao i zašto se menja količina takve imovine. Među najznačajnijim faktorima koji utiču na tražnju novca su:

- a) dohodak i iznos imovine,
- b) relativne cene i dohodak nemonetarnih oblika imovine i
- c) ekonomska korist držanja novca.

Dolazi se do saznjanja da je jedna od centralnih analitičkih kategorija u monetarnoj teoriji i politici tražnja novca. Kamen spoticanja medju teoretičarima je kontroverza koja se odnosi na stepen stabilnosti tražnje novca. Ono što nije sporno je činjenica da je tražnja novca objektivizirana kategorija koja se formira pod uticajem određenih faktora. Prema tome, agregatna tražnja novca je objektivizirana zaliha novca koju transaktori žele da poseduju u cilju obezbeđenja svoje likvidnosti.

Transaktori koji tražnju (potrebu) novca procene na suviše niskom nivou, pa prema tome drže nedovoljne novčane rezerve u odnosu na svoje transakcije ili dohodak, lako mogu da postanu nelikvidni, tj. nesposobni da svoje finansijske obaveze izvršavaju o rokovima dospeća. S druge strane, suviše visoke novčane rezerve kod transaktora teže da smanje nivo privredne aktivnosti i investicija kod preduzeća, odnosno da smanje nivo potrošnje i neprivrednih investicija kod domaćinstava.

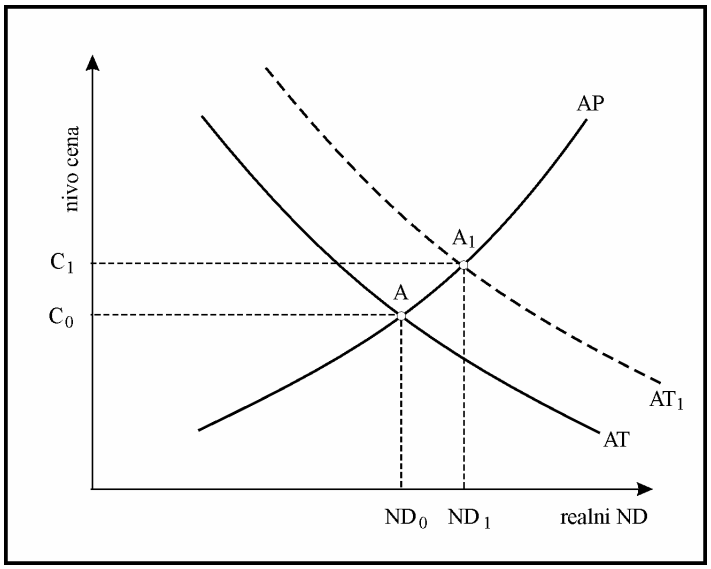


***Grafik** – Model agregatna tražnja – agregatna ponuda*

Tražnja novca na nivou nacionalne ekonomije formira se kao zbir tražnje novca svih transaktora u sistemu, prevashodno preduzeca i domaćinstava. Tražnja novca ne sme da bude izjednačena sa tražnjom novčanog dohotka od strane transaktora. Naime, transaktori teže da ostvare što veće novčane dohotke. Međutim, tražnja novca odnosi se na željeni iznos zadržavanja dela novčanog dohotka u obliku novčanih rezervi, koje bi im bile dovoljne za održavanje likvidnosti u raznim plaćanjima. Prema tome, novčani dohodak je tok varijabla, dok je tražnja novca stok varijabla.

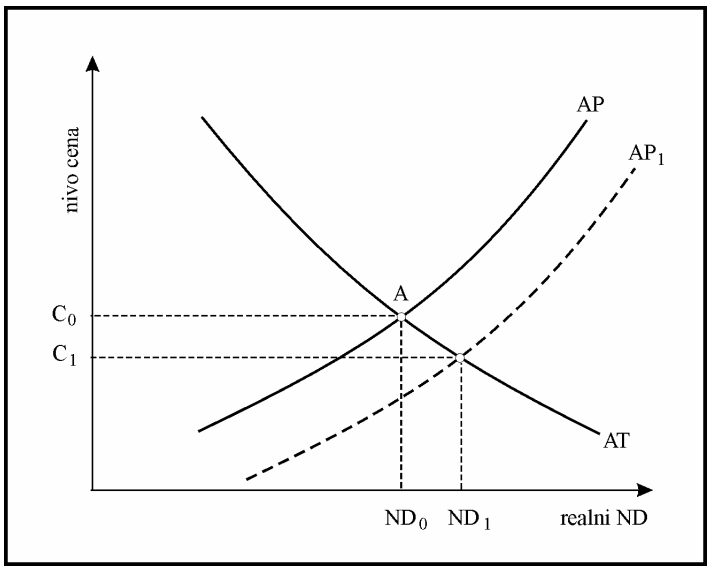
Kada se govori o agregatnoj tražnji novca, kao ključnoj kategoriji za funkcionisanje privrede, nužno se postavlja pitanje njene stabilnosti. Među ekonomistima ne postoje ujednačena mišljenja po ovom pitanju. Monetaristi smatraju da je tražnja novca relativno stabilna veličina koja se menja jedino pod uticajem promena na strani ponude novca izazvane akcijama monetarnih vlasti. Prema tome, monetaristi marginalizuju značaj tražnje novca na privredne tokove. Suprotno njima, kejnzijanci smatraju da je tražnja novca vrlo nestabilna veličina, koja u krajnjoj instanci determiniše nivo ponude novca. Zbog toga je, ističu oni, neophodno vršiti regulaciju veličine agregatne tražnje novca nebankarskog sektora.

Veoma značajan i često korišćen alat u objašnjenju uticaja promena ponude i tražnje novca na nivo ekonomske. aktivnosti je tzv. model agregatna tražnja-agregatna ponuda. Ovaj model predstavlja ključ objašnjenja razvoja svake nacionalne ekonomije. Osnovni model dat je na prethodnom grafikonu. On pokazuje nivo cena u nacionalnoj ekonimiji na ordinati i nivo realnog nacionalnog dohotka na apscisi. U preseku kriva agregatne tražnje (AT) i agregatne ponude (AP) nalazi se ravnotežni nivo cena (C_0) i ravnotežni nivo realnog nacionalnog dohotka (ND_0).



Grafik - *Promene cena i realnog ND uslovljene rastom agregatne tražnje*

U modelu agregatna tražnja - agregatna ponuda nivo cena i realnog nacionalnog dohotka na nivou cele nacionalne ekonomije uslovljeni su veličinom agregatne tražnje i agregatne ponude za robama i uslugama. Promena položaja krive agregatne tražnje povećava nivo cena i veličinu realnog nacionalnog dohotka na ovom grafikonu, dok promena položaja krive agregatne ponude povećava obim realnog ND i smanjuje nivo cena na nacionalnom nivou na sledećem grafiku.



Grafik – *Promene cena i realnog ND uslovljene rastom agregatne ponude*

Kriva agregatne tražnje (AT) definisana je kao odnos između nacionalnog nivoa cena i iznosa traženog realnog dohotka. U ovoj relaciji nivo cena je nezavisna varijabla, dok je traženi realni dohodak zavisno promenljiva, dok su svi ostali faktori konstantne veličine. Pomeranje položaja krive agregatne tražnje sa AT na AT_1 rezultat je činjenice da su neke komponente agregatne tražnje uslovljene nivoom cena. Agregatna tražnja za robama i uslugama sastoji se iz četiri komponente: tražnje potrošača, investicione tražnje, državnih nabavki roba i usluga i salda izvoza i uvoza roba i usluga. Rast cena (C_1) uslovljava rast realnog nacionalnog dohotka (ND_1), agregatne tražnje novca, a sledstveno tome i rast kamatnih stopa na novčanom tržištu.

Posmatrajući prethodni grafik vidimo da promena položaja krive agregatne ponude od AP na AP_1 nastaje kao rezultat smanjenja opšteg nivoa cena i rasta realnog nacionalnog dohotka.

4.2. Faktori agregatne tražnje novca

Da bi smo razumeli koji faktori uslovljavaju kretanje agregatne tražnje novca najbolje je posmatrati varijable koje utiču na promene osnovnih komponenti najužeg shvatanja novčane mase, tj. depozita po viđenju i gotovog novca.

4.2.1. Faktori tražnje depozita po viđenju

Depoziti po viđenju obuhvataju sredstva na tekućim računima, izdvojena i osigurana sredstva za investicije, sredstva za zajedničku potrošnju, sredstva za stambenu izgradnju i ostala novčana sredstva.

Maksimalnu granicu multiplikacije depozitnog novca možemo pojednostavljeno prikazati kao odnos:

$$\Delta D=D(1/R),$$

gde je

D *– depozitni novac ili bančin novac pre multiplikacije,*

Δ***D*** *– depozitni novac ili bančin novac posle multiplikacije;*

R *– rezerve (likvidne ili obavezne) pre multiplikacije.*

Interesantno je prikazati i jednačinu za izračunavanje ukupnih kredita, kao odnos:

$$\Delta K=K(1/r),$$

gde je:

Δ**K** – *suma kredita posle mulitplikacije,*

K – *kredit pre multiplikacije, r – koeficijent rezervi*

Sve faktore koji determinišu veličinu depozita po viđenju i kamatnih stopa na depozite možemo prikazati sledećom tabelom.

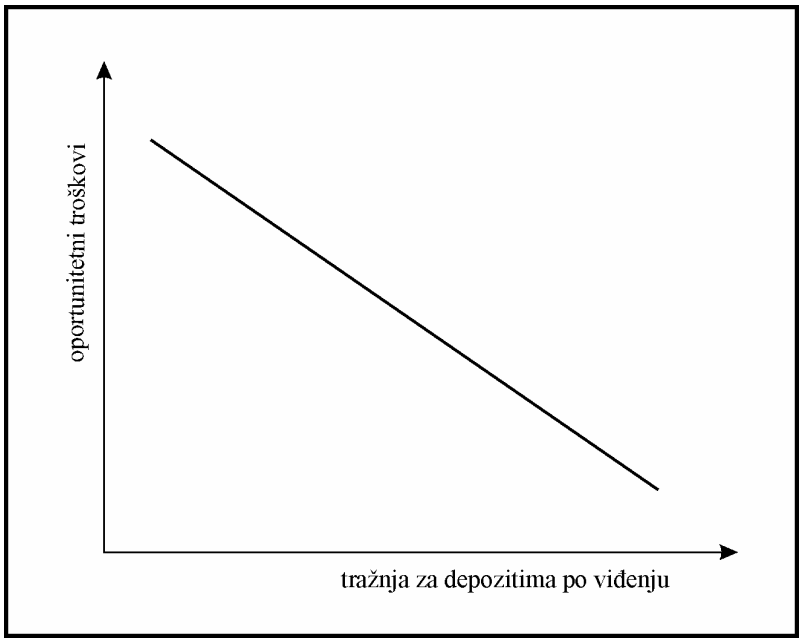
Faktori tražnje depozita po viđenju i kamatnih stopa na depozite

Faktori	Promene u faktorima	Promene u depozitima	Promene u kamatnoj stopi
Kamatna stopa	↑	↓	↑
Stopa obavezne rezerve	↑	↓	↓
Tehnološki progres i regulatorni uslovi	↑	↓	↓
Zajednički faktori	↑	↑	↓
Nacionalni dohodak	↑	↑	↓
Bogatstvo	↑	↑	↓

Osnovni faktori koji uslovljavaju kretanje tražnje depozita po viđenju su:

- a) *Kamatna stopa na depozite po viđenju.* Ovo je primarni faktor tražnje depozita po viđenju. Sve do 80-ih godina XX veka, tj. do pojave finansijskih inovacija u razvijenim tržišnim ekonomijama depoziti po viđenju su predstavljali nekamatonosnu aktivu. Dakle, držanje sredstava u obliku depozita po viđenju njihovim vlasnicima nije donosilo nikakve prihode. Zato su oni vrlo rado prihvatili inovacije u oblasti finansijskih proizvoda, koji su im omogucavali ostvarivanje kamatnih prihoda na depozite po viđenju. Rast kamatne stope na depozite po viđenju značio je i rast tražnje za depozitima, i obrnuto.
- b) *Oportunitetni troškovi držanja depozita po viđenju.* Oportunitetni trošak aktive je razlika između stope prinosa na alternativnu aktivu i stope prinosa aktive koja se posmatra. Shodno ovome, oportunitetni trošak na depozite po viđenju je razlika između kamatne stope na hartije od vrednosti (aktivna kamatna stopa) i kamatne stope na depozite po viđenju (pasivna kamatna stopa). Tražnja za depozitima po viđenju je opadajuća funkcija oportunitetnih troškova držanja depozita po viđenju sledeći grafik. Ako pretpostavimo da je kamatna stopa na ostale oblike finansijske aktive 7%, a kamatna stopa na depozite po viđenju 3%, oportunitetni trošak držanja depozita je 4% (7%-3%). Ako dalje pretpostavimo da je kamatna stopa na ostale oblike finansijske aktive nepromenjena, a da je kamatna stopa na

depozite po viđenju povećana na 4%, tada će doći do smanjenja oportunitetnog troška držanja depozita na 3% (7%-4%), što će stimulativno delovati na investitore da drže više depozita. Međutim, ako dođe do rasta kamatne stope na ostale oblike finansijske aktive sa 7% na 9%, uz nepromenjenu stopu na depozite po viđenju, tada će doći do rasta oportunitetnih troškova držanja depozita na 6% (9%-3%), tako da će tada investitori držati manje depozita.



***Grafik** – Odnos između oportunitetnih troškova depozita i tražnje za depozitima*

- c) *Visina stope obavezne rezerve.* Centralna banka kao ključna monetarna institucija propisuje visinu stope obavezne rezerve. Naime, u svim zemljama centralna banka kao jedan od osnovnih instrumenata monetarnog regulisanja koristi stopu i osnovicu obaveznih rezervi. Po pravilu, obavezne rezerve se izdvajaju na depozite po viđenju. Kada centralna banka pristupi porastu stope obavezne rezerve to rezultira u smanjenju kreditnog potencijala banaka, rastu aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka, tako da će doći i do smanjenja veličine depozita po viđenju, i obrnuto.
- d) *Tehnološki progres i regulatorni uslovi.* Tehnološki progres ispoljen u promeni metoda privlačenja depozita utiče na snižavanje marginalnih troškova banke i povećanje marginalnog prihoda na svaki nivo privučenih depozita. Naime sa povećanjem profitabilnosti privlačenja i držanja depozita usloviće povećanje zainteresovanosti banaka da privuku što veću

masu depozita, a da bi se to desilo one moraju povećati kamatne stope na depozite po viđenju. Promene regulatornih uslova u smislu sniženja troškova banke, takođe uslovljavaju sniženje marginalnih troškova i rast pasivnih kamatnih stopa. Npr. ako dođe do smanjenih zahteva izveštavanja od strane revizorskih kuća, to će usloviti smanjenje zaposlenih angažovanih na poslovima sastavljanja izveštaja.

- e) *Zajedničke varijable, nacionalni dohodak i bogatstvo.* Koliki iznos depozita će nebankarski sektor držati kod banaka u vidu depozita značajno zavisi od zajedničkih varijabli, nacionalnog dohotka i bogatstva. Pod zajedničkim faktorima podrazumeva se želja stanovništva da drži depozite kod banaka različitim oblicima ugovorne štednje, kako bi se osigurali od određenih događaja; visoki troškovi zdravstvene zaštite i školovanja, mogućnost ostajanja bez posla, potreba rešavanja stambenog pitanja (zbirni faktor). Sve ovo utiče na pad kamatne stope na depozite po viđenju. Rast nacionalnog dohotka utiče na rast depozita po viđenju, bez obzira na pad kamatnih stopa. Rast bogatstva utiče na povećanje tražnje za depozitima, što omogućava bankama da snize kamatne stope na depozite.

4.2.2. Faktori tražnje gotovog novca

Tražnja gotovog novca je složena funkcija uslovljena dejstvom brojnih faktora. Najznačajniji su:

- a) *Obim ekonomskih transakcija, tj. volumen plaćanja.* Koliki nivo ekonomskih transakcija će se obaviti u jednoj nacionalnoj ekonomiji dominantno zavisi od veličine proizvedenog društvenog proizvoda. Viši nivo društvenog proizvoda i nacionalnog dohotka utiče na porast tražnje za gotovim novcem, ali i za depozitima po viđenju. Prema tome, sa rastom društvenog proizvoda dolazi do rasta novčane mase.
- b) *Nivo kamatnih stopa.* Visina kamatnih stopa na depozite po viđenju i ostale oblike finansijke aktive značajno utiče na veličinu tražnje za gotovinom. Naime, ukoliko su kamatne stope više, tražnja za gotovinom je manja, i obrnuto.
- c) *Navike plaćanja.* Tražnja za gotovim novcem je veća u zemljama u kojima stanovništvo svoje nabavke roba i usluga plaća gotovim novcem, ili gde preduzeća zarade zaposlenih isplaćuju, takođe, u gotovini. Nasuprot tome, u zemljama u kojima stanovništvo i preduzeca za razna plaćanja više pribegavaju upotrebi čekova, kreditnih kartica i drugih instrumenata bezgtovinskog plaćanja, značajno je manja tražnja za gotovim novcem. Promene u navikama plaćanja utiču na promene u strukturi tražnje, ali ne i na njen nivo.

- d) *Obim sive ekonomije.* U zemljama gde se beleži povećano učešće sive ekonomije u ukupnom obimu ekonomskih transakcija, tražnja za gotovim novcem se povećava. Siva ekonomija je karakteristična za nerazvijene zemlje, gde se javljaju problemi u funkcionisanju pravne države. Naime, tamo gde zakonodavna i izvršna vlast ne obavljaju funkcije kako treba i gde je prisutan izvestan stepen korumpiranosti službenika u državnim organima, tamo se otvara značajan prostor za nelegalne transakcije, čiji je osnovni cilj izbegavanje poreza i po tom osnovu ostvarivanje značajnih ekstra profita.

Prema tome, kao što vidimo tražnja novca uslovljena je brojnim faktorima, koji deluju u raznim smerovima, tako da se pred nosiocima monetarne vlasti postavlja veoma kompleksan zadatak vođenja politike zdravog novca.

Koncepcija tražnje novca može se praktično posmatrati kroz njenu primenu, što za rezultat ima njen odnos prema brzini opticaja novca[21], koja se lako može statistički identifikovati, što nije slučaj sa tražnjom novca. Tražnja novca označava determinante držanja novca od strane ekonomskih subjekata, tako da veće držanje novca (veća tražnja novca), pri istom obimu novčanih transakcija znači smanjenje brzine opticaja novca. Može se zaključiti da su tražnja novca i njegova brzina opticaja, dva aspekta jedne iste pojave.

4.3. Motivi držanja novca

Kako je držanje gotovog novca i depozitnog novca veoma neisplativo, jer je prinos na ove oblike finansijske aktive gotovo zanemarljiv, postavlja se pitanje koji su motivi, tj. zbog čega se transaktori ipak odlučuju da deo svoje aktive drže u ovim pojavnim oblicima. U ekonomskoj literaturi, najčešće se ističu sledeća tri glavna motiva za držanje novca od strane tržišnih transaktora: transakcioni motiv, opreznosni motiv i spekulativni motiv.

Transakcioni motiv. Transakciona tražnja nastaje kao rezultat želje stanovništva da drže deo dohotka u obliku gotovog novca kod sebe kako bi bez problema mogli da finansiraju nove nabavke dobara i usluga, a usled nepoklapanja vremena primanja dohodaka sa očekivanim rashodima. Koliki deo dohotka će se zadržavati kod stanovništva zbog transakcionog motiva zavisi od:

- 1) stepena usklađenosti primanja i trošenja dohotka i od
- 2) primene finansijskih inovacija u oblasti plaćanja.

Što je veća usktlađenost između primanja i trošenja dohotka potreba za držanjem transakcionog novca se smanjuje uz istovremeno povećanje brzine

[21] Dr Aleksandar Živković i dr Gradimir Kožetinac, Monetarna ekonomija, Ekonomski fakultet Beograd, 2008. godina

njegovog opticaja. Takođe, upotreba finansijskih inovacija u plaćanjima (kreditne kartice, kreditne linije, itd.) doprinosi smanjenju tražnje transakcionog novca i povećanju njegove brzine opticaja.

Opreznosni motiv. Naglašeniji je ukoliko postoji oštrije delovanje tržišnih zakonistosti i značajnih rizika i neizvesnosti. Nastaje kao odbrana nebankarskog sektora od neizvesnih finansijskih izdataka, izazvanih različitim faktorima. Popravka automobila ili nepredviđeni izdaci za lečenje ne mogu se unapred predivideti, niti po visini, niti po vremenu nastanka. Kako njihova pojava može značajno poremetiti porodični budžet, zbog nemogućnosti finansiranja tekućih troškova, neophodno je povećati zalihu novca iznad tekućih plaćanja. Koliko će ovo povećanje iznositi, pre svega zavisi od visine dohotka. Naime, ako raspolažemo većim dohotkom moći ćemo da izdvojimo više sredstava za opreznosnu tražnju novca, što će direktno rezultirati u smanjenju brzine novčanog opticaja. S druge strane, kod preduzeća nivo opreznosne tražnje novca dominantno zavisi od faze u kojoj se privreda nalazi. U periodu prosperiteta, kada postoji velika izvesnost i sigurnost primanja budućih dohodaka veličina opreznosne tražnje se smanjuje a brzina opticaja povećava. Obrnuto je u slučaju depresije kada postoji neizvesnost u primanju budućih dohodaka obim opresnosne tražnje raste, smanjenje brzine novčanog opticaja.

Spekulativni motiv. Ovaj motiv držanja novca sastoji se u tome što tržišnim ekonomijama neke kategorije transaktora drže posebne količine novčanih sredstava koje aktiviraju ukoliko se na tržištu pojave veoma povoljni uslovi za kupovinu realnih ili finansisjkih aktiva (hartija od vrednosti). Za razliku od prethodna dva motiva držanja novca, koji su defanzivnog karaktera, spekulativni motiv je ofanzivnog karaktera.

Međutim, može se slobodno reći da su transakciona i opreznosna tražnja novca dve ključne komponente iz kojih se formira ukupna tražnja novca u nacionalnoj ekonomiji. Na formiranje visine učešća transakcione tražnje novca u znatnoj meri utiče promenljiva struktura kamatnih stopa i stopa prinosa. Naime ona je funkcija tekućeg ili anticipiranog dohotka.

4.4. Brzina opticaja novca

Brzina opticaja novca je varijabla koja nam pokazuje odnos između nominalnog društvenog proizvoda i prosečnog nivoa novčane mase u istom periodu. Brzina opticaja novca je značajna determinanta potrebne količine novca, i veoma važan pokazatelj u projektovanju tekuće monetarne politike. Dva ključna faktora uslovljavaju kretanje potrebne količine novca. To su visina nominalnog dohotka ili ukupnih tranasakcija i brzina opticaja novca. Prvi faktor deluje u

direktnoj proporciji, dok je drugi obrnuto proporcionalan potrebnoj količini novca. Ukoliko u posmatranom periodu dođe do pada u brzini opticaja novca, uz nepromenjeni nivo nominalnog društvenog proizvoda, to će zahtevati povećanje količine novca u opticaju kako bi se nesmetano izvršila realizacija celokupnog društvenog proizvoda. Međutim, u obrnutoj situaciji ako dođe do ubrzanja opticaja novca neophodno je stopu monetarnog rasta smanjiti ispod stope rasta nominalnog društvenog proizvoda, odnosno obima ekonomskih transakcija.

Iz prethodne analize nije teško uočiti da postoje dve varijante brzine opticaja novca: transakciona i dohodna brzina opticaja novca. Transakciona brzina opticaja novca predstavlja odnos između ukupnog obima ekonomskih transakcija i prosečne količine novca koja se koristi za obavljanje tih transakcija. Ako obim ekonomskih transakcija označimo sa T, a količinu novca sa M, onda transakcionu brzinu opticaja novca V_t možemo prikazati na sledeci način[22]:

$$V_t = T / M.$$

S druge strane, dohodna brzina novčanog opticaja predstavlja odnos između nominalnog društvenog proizvoda i prosečne novčane mase u posmatranom periodu, tj.

$$V_d = NDP / M.$$

***NDP** – predstavlja društveni proizvod (nacionalni) po tekućim cenama*

Ako pretpostavimo da je obim ekonomskih transakcija 3.000 novčanih jedinica, nominalni društveni proizvod 1.000 jedinica i novčana masa 250 novčanih jedinica, onda je transakciona brzina 12 (3.000/250), dok je dohodna brzina 4 (1.000/250). Za ekonomsku analizu mnogo značajnija je dohodna brzina opticaja novca.

Brzina opticaja novca može da bude posmatrana agregatno za sve nebankarske sektore, ali može se posmatrati i za svaki sektor posebno. U te svrhe najcelishodnije je izdvojiti sektor privrede i sektor stanovništva. Brzina opticaja novca svakog sektora utvrđuje se iz odnosa dohotka konkretnog sektora i prosečne količine novca kojim taj sektor raspolaže. Empirijski podaci pokazuju da je u svim zemljama brzina novčanog opticaja sektora privrede daleko veća od brzine opticaja novca sektora stanovništva. Ovakvo stanje je logična posledica, jer sektor privrede u znatno većoj meri vrši ekonomisanje transakcionim novcem.

Sa aspekta mogućnosti delovanja monetarne politike u pravcu stabilizacije privrednih kretanja veoma važno pitanje je problem stabilnosti, odnosno nestabilnosti brzine opticaja novca. Po ovom pitanju, takođe postoje oprečni

[22] Opet citirano delo, Monetarna ekonomija, Beograd, 2008. godina

stavovi između monetarista i kejnzijanaca. Predstavnici monetarističkog shvatanja ističu da je brzina novčanog opticaja, tj. tražnja novca nekonstantna, ali relativno stabilna veličina. S druge strane, kejnzijanci smatraju da je za brzinu opticaja novca vezan veliki stepen nestabilnosti, pa čak i hirovitosti njenog kretanja. Međutim, brojna istraživanja pokazuju da u uslovima stabilizacije privrede i kada nema značajnijih promena u tehnologiji platnog prometa postoji tendencija relativne stabilnosti dohodne brzine opticaja novca. Nasuprot tome, u uslovima pojačane privredne nestabilnosti, a posebno u uslovima brzih promena u finansijskim strukturama i tehnologiji plaćanja dohodna brzina novčanog opticaja je mnogo nestabilnija.

Promene u brzini opticaja novca rezultat su kretanja i promena u tri glavna faktora. To su: ciklične oscilacije privrede, varijacije u monetarnoj politici i institucionalne promene u finansijskom sistemu, posebno u mehanizmu platnog prometa.

Ciklične oscilacije privrede predstavljaju značajan faktor promena brzine novčanog opticaja, koja se u okviru ekonomskih ciklusa ponaša prociklično. U *fazi ekspanzije* dolazi do rasta proizvodnje, povećanog iskorišćenja kapaciteta i porasta investicione aktivnosti. Ova ekspanzija na planu realnog sektora ekonomije uslovljava rast tražnje za kreditima, što dalje uslovljava rast kamatnih stopa. To znači da dolazi do smanjenja tražnje novca u odnosu na nominalni tekući dohodak ali i do povećanja brzine opticaja novca. U fazi prosperiteta dolazi i do povecanja poverenja tržišnih transaktora u sigurnost sticanja novčanih dohodaka, što dovodi do smanjenja tražnje opreznosnog novca, a time i do rasta brzine novčanog opticaja. U *fazi recesije* imamo suprotne ciklične promene brzine opticaja novca. Naime, tada dolazi do pada privredne aktivnosti, smanjenja stepena upošljenosti kapaciteta, pada investicione aktivnosti i obima potrošnje. To dalje uslovljava smanjenje tražnje za kreditima i pad kamatnih stopa na finansijskom tržištu. Zbog nesigurnosti sticanja dohodaka, stanovništvo povećava tražnju opreznosnog novca u cilju očuvanja likvidnosti. Preduzeća, takođe, odlažu svoje investicione projekte za kasniji period, što direktno rezultira u rastu zaliha opreznosnog novca, koji potiče iz amortizacije i akumulacije. Prema tome, u uslovima recesionih kretanja dolazi do usporavanja brzine opticaja novca.

Varijacije u monetamoj politici odnose se na ekspanzivnu ili restriktivnu orijentaciju monetarnih vlasti. U uslovima deformisanog delovanja realnih tokova reprodukcije i postojanja inflatornih tendencija, nosioci monetarne politike opredeljuju za restriktivnu orijentaciju u cilju usporavanja inflacije i smanjivanja deficita u platnom bilansu. Restriktivna monetarna politika uslovljava povecanje brzine opticaja novca, dok ekspanzivna monetarna politika usporava brzinu novčanog opticaja. U teoriji se posebno razmatra slučaj restriktivne monetarne politike, gde se javljaju neusaglašeni stavovi između raznih teorija.

Suština kejnzijanskog tumačenja ponašanja brzine opticaja novca u uslovima restriktivne monetarne politike data je u ekstremnoj varijanti u izveštaju Radcliffeovog. komiteta, gde je zauzet stav da ne postoji limit za brzinu opticaja novca. Smisao ovog stava sastoji se u tome da kvantitativna monetarna politika nije efikasno sredstvo za zaustavljanje inflacije, jer izaziva kompenzatorno povećanje brzine opticaja novca. Zbog toga kejnzijanici preporučuju antiinflacionu monetarnu strategiju zasnovanu ne na regulisanju monetarnih agregata, tj. ponude novca nego na regulisanju kamatnih stopa, tj. tražnje novca. U kasnijim radovima dolazi do ublažavanja ovog ekstremnog stava, tako da se ističe da težište stabilizacione politike treba da se nalazi u fiskalnoj politici, gde bi monetarna politika imala dopunsku ulogu, preko regulisanja nivoa kamatnih stopa.

Za razliku od kejnzijanaca promonetaristička koncepcija daje optimističko tumačenje uticaja promene kvantitativne monetarne politike na ponašanje brzine novčanog opticaja. Jedan od predstavnika ove koncepcije smatra da oscilacije u brzini opticaja novca imaju pozitivnu ulogu u sprovođenju promene kursa monetarne politike. Naime, promene brzine opticaja novca, shvaćene u smislu monetarnog prilagođavanja nebankarskih sektora, predstavljaju ventil sigurnosti usled kojeg su efekti promena monetarne politike umereniji u odnosu na funkcionisanje procesa reprodukcije. Prema tome, promene u brzini opticaja novca nisu u konfliktu sa sprovođenjem kvantitativne monetarne politike, već su integralni deo šireg mehanizma monetarnog regulisanja. Ono što se zamera ovom konceptu je činjenica da umesto prelivanja između aktivnog i neaktivnog novca, glavni mehanizam preko koga idu efekti promena monetarne politike na brzinu opticaja novca je međukreditiranje.

Institucionalne promene u mehanizmu platnog prometa, takođe značajno utiču na brzinu opticaja novca. Savršenija tehnika platnog prometa smanjuje masu novca u platnom prometu i dovodi do porasta brzine novčanog opticaja. Ako je tehnika platnog prometa toliko usavršena da su dani obračuna svedeni na prosečno četiri dana, brzina plaćanja je svedena sa 360 na 90 dana.

Dejstvo svakog od ova tri faktora može da se javi izolovano ili u raznim kombinacijama u konkretnoj zemlji. Stoga struktura faktora koji deluju na promene brzine opticaja novca može da bude vrlo različita u različitim zemljama u istom periodu. U određenoj meri postoji i prenošenje nekih faktora promena brzine opticaja novca na međunarodnom planu, kao što je slučaj sa cikličnim oscilacijama procesa reprodukcije i promenama u finansijskoj tehnologiji.

5. NOVAC I PRIVREDNI RAZVOJ

5.1. Uloga novca u privrednom razvoju

Pitanje privrednog razvoja je osnovno i centralno pitanje u ekonomskom životu svake zemlje. Ono je ujedno i veoma složeno, jer ekonomski razvoj mora biti skladan i ravnomeran kako ne bi izazvao niz drugih problema ekonomske, političke i socijalne prirode. O uticaju novca na privredni razvoj pisali su mnogi autori, i to kako ekonomski teoretičari, tako i praktičari, koji su monetarnim faktorima pridavali različiti značaj. Zbog toga postoji čitav niz teorija sa mnogo kontradiktornih stavova i mišijenja, koje pridaju različiti značaj novcu i njegovoj ulozi u privrednom razvoju. Postoje teorije koje novcu pridaju prvorazredni značaj i smatraju ga odlučujućim faktorom privrednog razvoja, dok na drugoj strani postoje mišljenja i shvatanja da novac igra ulogu pukog posrednika, tako da osporavaju svaki uticaj novca na privredne tokove. Između ovih ekstremnih stavova postoje brojne varijante koje smatraju da novac ima određeni značaj ulogu u privrednom razvoju, ali mu ne pridaju dominantnu ulogu, što znači niti potcenjuju niti precenjuju njegov značaj u ekonomskom razvoju.

Nemonetaristička shvatanja o neutralnoj ulozi novca u odnosu na privredna kretanja nalazimo još u radovima predstavnika klasične gradjanske političke ekonomije, kao što su D. Hume, J. S Mill i J. B. Say. Oni smatraju da je novac sporedan, pa čak i pasivan, indiferentan faktor privrednog razvoja. Say je naročito polazio od svog tzv. "zakona realizacije", po kome svaka ponuda robe automatski izaziva i stvara odgovarajuću tražnju, tako da su ponuda i tražnja uvek u ravnoteži, a novac se javlja kao sredstvo razmene proizvoda, koja bi se obavila i bez prisustva novca, kako je to inače bilo u trampi, ali znatno usporenije. Novac čini samo prolaznu uslugu, govorili su oni, jer kad se razmena završi, onda se vidi da su proizvodi plaćeni proizvodima, a da je novac bio puki posrednik u ovoj razmeni bez ikakvog uticaja, samo što je olakšao i ubrzao ovaj proces, koji bi mogao i bez njega da se obavi. Međutim, ovakva shvatanja danas se veoma retko sreću.

Za primenu Sayovog zakona o monetarnoj ekonomiji neophodno je stvoriti sledeće preduslove:

- a) da su stvarni troškovi proizvodnje domaćeg proizvoda, jednaki vrednosti stvarnih činilaca učesnika u toku proizvodnje konkretnog proizvoda; i
- b) da je stvarna vrednost činilaca proizvodnje jednaka stvarnoj potrošnji (potražnji) u ekonomiji.

Takav model je teško sprovesti u praksi, tako da on predstavlja samo još jedno od nemonetarističkih shvatanja uloge novca u privrednom razvoju.

Monetaristička shvatanja polaze od toga, da novac igra prvorazrednu ulogu u ekonomskim kretanjima i da predstavlja osnovni faktor privrednog razvoja. Najizrazitiji predstavnici ovakvog shvatanja su Fišer (Fischer), Han (Hahn) i Hotri (Hawtrey). Oni smatraju da povećanje novca u opticaju izaziva privrednu ekspanziju, a njegovo smanjenje dovodi do raznih poremećaja i zastoja u privredi. Oni su čak ciklično kretanje kapitalističke privrede doveli u vezu sa kretanjem: novca, i tvrdili da monetarno-kreditna politika ima odlučuju- ći uticaj na sve sfere društvene reprodukcije. Ovakvo shvatanje je posledica kvantitativne teorije novca koju su oni u potpunosti prihvatili. Prihvatajući postavke kvantitativne teorije, da količina novca određuje kretanja robnih cena, a cene su jedan od osnovnih regulatora privrede, oni su u monetarnoj politici videli osnovnu polugu za regulisanje kapitalističkog procesa proizvodnje.

Han smatrao da kreditna ekspanzija omugućuje stalan ekonomski razvoj tako da banke mogu potpuno slobodno i nezavisno kreirati novac u obliku kredita, odnosno u obliku depozitnog novca.

Hotri smatra da je kreditna ekspanzija sasvim dovoljan faktor koji utiče i promene ekonomske aktivnosti. On čak veruje i tvrdi da sve većim proširenjem kreditnog volumena bilo bi moguće osigurati neprekidni privredni prosperitet. U svojim radovima on analizira ulogu novca u cikličnim kretanjima kapitalističke privrede, u fazama prosperiteta i depresije. Tako polazi od sledeceg stava: ako količina novca u opticaju počinje da se smanjuje, samim tim smanjuje se i tražnja, koja će oboriti cene na tržištu, otežaće se realizacija roba, počeće da rastu zalihe, što će sve skupa dovesti do smanjenja proizvodnje, a samim tim i do porasta nezaposlenosti. Ovako izazvana neravnoteža može se ponovo uspostaviti samo ukoliko dođe do porasta tražnje, odnosno do porasta dohotka. Potrebno je samo pravilno dozirati količinu novca u opticaju, kako bi ciklična kretanja kapitalističke privrede potpuno isčezla. On je istina svestan činjenice da u fazi prosperiteta dolazi do povećanja cena, što sigurno štetno deluje na proizvodnju i celokupan razvoj, ali on rešenje vidi u odobravanju novih kredita, jer smanjenje kredita je po njemu uzrok kriza. Zato on predlaže odbacivanje zlatnog standarda, jer on sprečava mogućnost neograničene ekspanzije kredita,

odnosno bezgraničan porast cena. Kao što vidimo ovo je jedan infalcionistički pristup u monetarističkom shvatanju, jer se po cenu obezvređenja novca želi da osigura prosperitet.

Međutim, u grupi monetarističkih shvatanja postoje mišljenja da je prosperitet moguće ostvariti samo ako je novac stabilan i kao takav sigurno sredstvo štednje. Po njima nema investicija bez štednje, a štednja je nemoguća u uslovima nestabilnog novca, odnosno u uslovima stalno rastućih cena. Najpoznatiji predstavnici ovakvog shvatanja su *Fišer i Rieff*, za koje se može reći da predstavljaju antiinflacionističku struju u monetarističkom shvatanju uloge novca u privrednom razvoju. Kako je o Fišeru već bilo reči u okviru kvantitativne teorije novca, ovde ćemo se zadržati samo na shvatanja Rueff-a, koga mnogi smatraju ocem savremenog liberalizma. Nestabilan novac je po njemu glavni uzrok ekonomskih poremećaja i privredne nestabilnosti. On čak smatra da je monetarna reforma u Nemačkoj iz 1948.godirie uticala da Z. Nemačka snažno krene napred, tako da je sugerisao monetarnim vlastima svoje zemlje (Francuska) da preduzmu monetarnu reformu, jer će se brzo svi uveriti da pravi novac donosi prosperitet i blagostanje.

Kompleksna shvatanja predstavljaju treću grupu, koja danas ima sve više pristalica. Oni smatraju da količina novca nije glavni faktor koji utiče na ekonomski razvoj, ali ipak predstavlja element njegovog razvoja, koji sa svoje strane ima određeni uticaj na ostale ekonomske kategorije. Potrebna količina novca je uglavnom određena i zavisi od realnih činilaca proizvodnje, ali postoji i povratno dejstvo novca na njih. Za pristalice ovog shvatanja osnovni problem privrednog razvoja je formiranje akumulacije iz koje treba da se finansiraju nove investicije. Od toga kako se formira akumulacija i kako se upotrebljavaju ta sredstva za finansiranje privrednog razvoja zavise cene, potrošnja, ekonomska stabilnost, zaposlenost, itd. Najistaknutiji predstavnici su *Kejnz* (Keynes) i Viksel (Wicksell), koji smatraju da novac ima aktivnu ulogu u ekonomskom razvoju, ali ne odlučujuću i svemoćnu.

Švedski ekonomista *Viksel* smatra da novčana ravnoteža zavisi od kamatne stope, tj od odnosa prirodne i bankarske kamate. Novčana ravnoteža će se uspostaviti ukoliko su ispunjena sledeća dva uslova:

- 1) ako su prirodna i bankarska kamata jednake, i
- 2) ako su investicije jednake štednji.

Pod prirodnom kamatom on podrazumeva onu kamatu kod koje su ponuda ušteđenih realnih sredstava i tražnja dobara za investicije potpuno jednake. Zato je još naziva i ravnotežna kamata. Kamatna stopa je za njega realni faktor, a ne čisto monetarni, jer njeno kretanje zavisi od odnosa u realnim faktorima.

Marksističko shvatanje pruža kompleksnu sliku o ulozi novca u privrednom razvoju i omugućuje sagledavanje svih relevantnih činilaca koji utiču na

ekonomska kretanja u jednom društvu. Marks je dao mnogo tačnije objašnjenje uzroka kriza. Naime, on smatra da do krize dolazi zbog nesrazmere između proizvodnje sredstava za proizvodnju i proizvodnje sredstava za ličnu potrošnju. Marks novac posmatra kao jednu od kategorija robne proizvodnje, kao njen produkt, kao kategoriju koja je izrasla iz određenih odnosa proizvodnje i raspodele, ali i kategorije koja iako nastala iz potreba robnog prometa ima povratno dejstvo na sve te realne ekonomske činioce. Dakle, novac jeste značajan, ali nikako najznačajniji činilac procesa reprodukcije.

Na kraju možemo reći da praksa svih savremenih država koristi novac i kredit kao sredstva kojima utiče. na privredni razvoj, pored niza drugih instrumenata. Monetamo-kreditna politika danas dobija veoma složene zadatke, koji se pre svega odnose na obezbeđenje neophodnih uslova za ubrzani ekonomski razvoj uz očuvanje određene ekonomske stabilnosti.

5.2. Ekonomska i monetarna ravnoteža

Pitanje ekonomske ravnoteže još uvek izaziva različite dileme i rasprave u ekonomskoj nauci, jer nije iskristalisan jasan stav šta se pod tim pojmom podrazumeva. Smatramo da se pojam ekonomske ravnoteže najbolje može objasniti ako se kao polazna osnova prihvati Marksov zakon društvene reprodukcije, koji govori o nužnosti uspostavljanja određenih proporcija u proizvodnju, kako bi se proces društvene reprodukcije mogao normalno da odvija bez poremećaja i zastoja, tj. kako bi se uspostavila određena ravnoteža u ekonomskim kreta- njima. Ako bolje pogledamo Marksovu analizu reprodukcije društvenog kapitala, videćemo da ova proporcija treba da postoji ne samo u materijalnoj proizvodnji, već i u finansijskoj sferi, jer su to dve strane jedne iste stvari.

Društveni proizvod zemlje posmatramo sa vrednosnog i materijalnog aspekta, tako da ga iskazujemo u naturalnim i vrednosnim pokazateljima. Posmatrano sa *materijalnog aspekta* celokupni društveni proizvod se sastoji iz sredstava za proizvodnju i sredstava za ličnu potrošnju. Zbog toga Marks celokupnu društvenu proizvodnju deli na dva odeljka: *I odeljak,* gde se proizvode sredstva za proizvodnju i *II odeljak* gde se proizvode sredstva za ličnu potrošnju. Da bi se proces društvene reprodukcije mogao normalno da odvija, prvi odeljak mora da proizvede dovoljno sredstava za sebe i za drugi odeljak tj. da bruto proizvod prvog odeljka bude jednak zbiru konstantnog kapitala oba odeljka:

$$I\,(c + v + m) = I\,c + II\,c.$$

Drugi odeljak mora da proizvede proizvode lične potrošnje, koji će biti dovoljni da zadovolje potrebe radnika i kapitalista iz oba odeljka:

$$II\ (c + v + m) = I\ (v + m) + II\ (v + m).$$

Odnosi razmene između odeljaka predstavljaju najvažniju proporciju proste reprodukcije. Ova proporcija se sastoji u tome da I odeljak daje II odeljku sredstva za proizvodnju u istom iznosu u kome od II odeljka uzima predmete lične potrošnje:

$$II\ c = I\ (v + m).$$

Društveni proizvod posmatran sa *vrednosnog aspekta* predstavlja ukupnu vrednost celokupne materijalne proizvodnje. Vrednosna struktura društvenog proizvoda sastoji se iz prenete i novostvorene vrednosti. *Preneta vrednost* obuhvata amortizaciju i vrednost utrošenih predmeta rada, dok *novostvorena vrednost* ili nacionalni dohodak predstavlja opredmećenu vrednost živoga rada, koji je utrošen u procesu proizvodnje.

Za jednu nacionalnu privredu kažemo da se kretala u uslovima *ekonomske ravnoteže* onda kada je izvršena realizacija celokupne robe, proizvedene u određenom vremenskom periodu po relativno stabilnim cenama. Kažemo relativno stabilnim cenama, zato što apsolutna ravnoteža ne postoji u stvarnosti, niti se može postići. Inače, ekonomska ravnoteža u sebi sadrži i finansijsku ravnotežu. Pošto se u robnoj proizvodnji realizacija roba vrši na tržištu putem novca, to je neophodno da se vrednosna i materijalna struktura društvenog bruto produkta podudaraju, tj. da se ponuda i tražnja izjednače. Materijalna i finansijska ravnoteža su dve strane jedne iste stvari zato što se vrednost robe izražava u novcu i što je cena novčani izraz vrednosti robe. Iz ovog razloga cene su najbolji barometar koji pokazuje da li postoji ravnoteža između ponude i tražnje. Ukoliko su ovi odnosi narušeni, ponuda i tražnja se moraju izravnjati, samo na višem ili nižem nivou cena, kao što je to slučaj sa vazdušnim pritiskom koji se beleži na živinom stubu i gde stalno varira ispod ili iznad ravnotežnog nivoa od 760 mm.

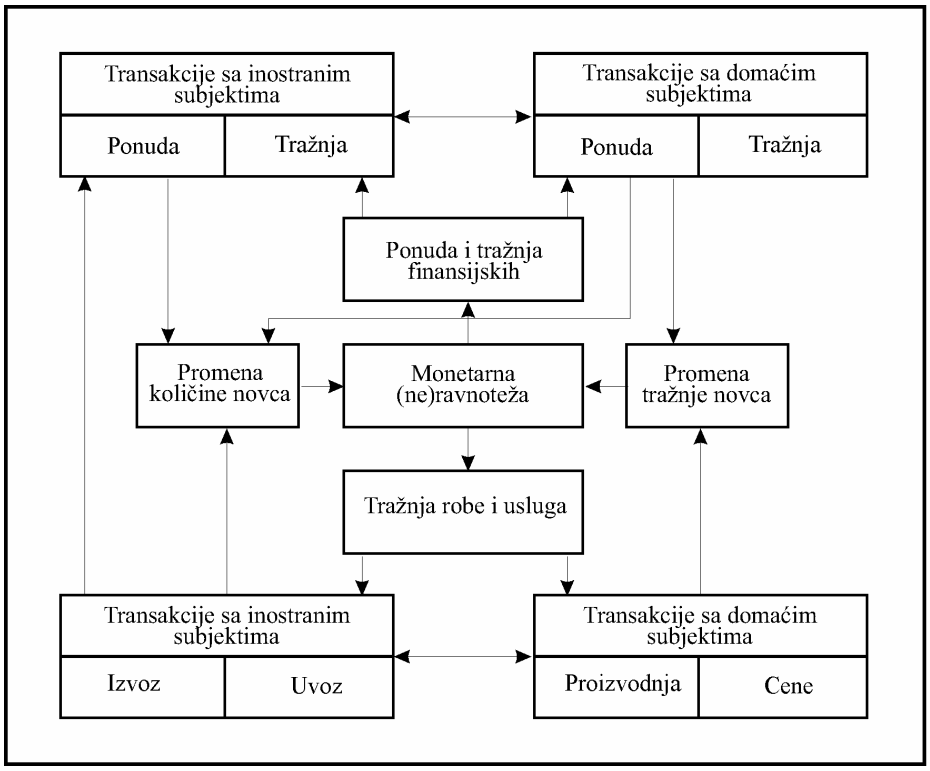
Marks je pokazao da u uslovima delovanja zakona vrednosti i zakona prosečne profitne stope, kao stihijskih regulatora kapitalističke robne proizvodnje, ravnoteža između I i II odeljka se ne može ostvariti. To znači da je samo u uslovima planske privrede moguće usmeravati privredni razvoj u željene pravce, odnosno moguć je društveni uticaj i usmeravanje proizvodnje u određene i potrebne proporcije.

Pored ovog bitnog preduslova za postojanje ekonomske ravnoteže potrebno je uspostaviti i finansijsku, odnosno novčanu ravnotežu, jer se realizacija celokupnog društvenog bruto proizvoda vrši na tržištu putem mehanizma cena. Prema tome, novac se javlja na tržištu kao platežno sposobna tražnja, dok se roba javlja kao ponuda. Zbog toga poremećaji koji nastaju u promenama nivoa cena, a koji imaju višestruko negativno dejstvo u svim sferama društvene reprodukcije, imaju svoje poreklo kako na strani ponude robe (u materijalnoj pro-

izvodnji), tako i na strani tražnje (u monetarnoj sferi). Dakle, novac ima aktivnu ulogu u procesu reprodukcije zato što može biti uzrok nesklada između proizvodnje i potrošnje, odnosno može biti uzrok opšte ekonomske neravnoteže.

Većina autora smatra da monetarna ravnoteža postoji u uslovima kada količina novca u opticaju (stopa monetarnog rasta) raste po stopi koja je približno jednaka stopi rasta proizvodnje. Ovo shvatanje u stvari posmatra monetarnu ravnotežu u jednom dinamičkom smislu. Danas je veoma važno pitanje održavanja monetarne ravnoteže, jer u uslovima kreditnog novca, kada se novac može stvoriti bez ikakvih ograničenja, veoma je značajno utvrditi koja je to potrebna količina novca koja odgovara potrebama proizvodnje, a koja neće izazvati ozbiljnije poremećaje u ravnoteži ponude i tražnje, odnosno u ravnoteži postojećeg nivoa cena. Da bi došla do odgovora na ova pitanja savremena monetarna teorija i praksa služe se monetarnom analizom, čiji rezultati daju potrebne elemente monetarnoj politici za rešavanje veoma složenih pitanja koja sadrži monetarna, a time i ekonomska ravnoteža.

Radi boljeg razumevanja, proces monetarnog uravnoteženja prikazan je u sledećoj šemi[23]:



[23] Izvor, prethodno citirano delo

Prikazani model procesa monetarnog uravnoteženja daje osnovu za razumevanje ovog procesa, kao i za izradu ekonometrijskog modela, koji se praktično može koristiti za testiranje mera monetarno kreditne politike.

5.3. Inflacija

5.3.1. Pojava i pojam inflacije

Inflacija je pojava veoma starog porekla, a sam izraz potiče od latinske reči *inflatio* što znači nadimanje. Smatra se da su se inflatorne pojave javile još u antičkom dobu, a zatim i u vizantijskom carstvu, kada je opala vrednost rimske novčane jedinice. Poznato je slabljenje vrednosti novca i tokom srednjeg veka, kada se beleži pad vrednosti sterlinga tokom XVI veka i rast cena u celoj Evropi. Talas inflacije zahvatio je Evropu i tokom Napoleonovih ratova, zatim za vreme francuske revolucije, itd. Veliki skok cena i novčanog opticaja zabeležen je i u Americi za vreme Građanskog rata 1871-1875. godine, kada je prvi put i upotrebljena reč inflacija. Međutim, sve su to pojave koje nisu imale stalni karakter, a koje su često bile vezane za neke velike istorijske događaje, kada je dolazilo do krupnih poremećaja u čitavom ondašnjem društvu.

Tek u novijoj istoriji, a naročito od Prvog svetskog rata inflacija postaje stalni pratilac ekonomskog života većine savremenih država, tako da mnogi s pravom kažu da je XX vek-vek inflacije. Ona je postala opšta pojava, kako nerazvijenih, tako i razvijenih zemalja. Naime, inflacija danas predstavlja opšti svetski problem, tako da među ciljevima ekonomske politike većine savremenih država borba protiv inflacije zauzima centralno mesto.

U ekonomskoj nauci napisano je mnogo studija, monografija i rasprava o inflaciji, tako da je savremena literatura o ovom fenomenu postala nesavladiva za fizičke mogućnosti jednog čoveka. Zbog toga, ima veoma različitih mišljenja o tome šta je inflacija, koji su njeni uzroci i kakve su posledice koje ona izaziva na ekonomskom i socijalnom planu. Prateći i razmatrajući sva ta mišljenja i objašnjenja fenomena inflacije, može se primetiti da postoji izvesna evolucija, kako u definisanju pojma inflacije, tako i u istraživanju njenih uzroka i posledica. Takođe, se zapaža da su mnoge teorije opterećene klasnim interesima i da imaju klasni karakter. Sigurno da je za naučno objašnjenje ovog fenomena veoma važno utvrditi šta podrazumevamo pod pojmom inflacije, odnosno neophodno je definisati ovu pojavu. Međutim, upravo ovde na samom početku, pojavili su se brojni problemi, tako da skoro svaki autor pokušava da prezentira svoju definiciju inflacije, težeci da putem definicije odredi i njene uzroke. Zato se često pribega-

valo davanju definicije inflacije na osnovu njenih spoljnih i vidljivih manifestacija, a zatim se pokušavalo da se prodre u samu suštinu ove pojave. Zato se sve više dolazi do saznanja da je inflacija veoma složena i kompleksna pojava, koja prožima čitav ekonomski sistem zemlje. Tako da slobodno možemo konstatovati da danas ne postoji jedna celovita i opšte prihvaćena definicija i naučna teorija inflacije. Da bismo lakše razumeli ovaj pojam u nastavku ćemo dati neke od definicija inflacije koje se sreću u savremenoj literaturi.

Profesor *Meichsner* u svom udžbeniku daje sledeću definiciju inflacije[24]: Inflacija je povećanje novčanog opticaja preko one količine pri kojoj se opšti nivo cena održava na dosadašnjoj visini, odnosno *inflacija je ono povećanje novčanog opticaja koje ima kao posledicu porast opšteg nivoa cena.* Iz ove definicije vidimo da svako povećanje novčanog opticaja ne mora da izazove povećanje cena, odnosno inflaciju. Autor ističe da u slučaju postojanja neiskorišćenih faktora proizvodnje porast novčanog opticaja neće izazvati porast opšteg nivoa cena, jer će dopunska kupovna snaga biti iskorišćena za angažovanje slobodnih kapaciteta, koji će povećati ponudu robe na tržištu, tako da će se održati prethodna ravnoteža između ponude i tražnje. Problem nastaje kada se količina novca menja bez odgovarajuće promene na strani ponude roba i usluga.

Veoma interesantnu definiciju inflacije dao je profesor *Hamid Filipović.* Po njemu *inflacija je ekonomsko-finansijska pojava, izazvana poremećajima ravnoteže u faktorima proizvodnje, a kao njena posledica nastaje povećanje novčanog opticaja emisijom novčanica i kreditnog novca bez odgovarajućeg pokrića u metalu ili proizvodima, što ima za posledicu pad kupovne snage novca i skok cena, što se odražava na preraspodelu nacionalnog dohotka na štetu siromašnijih a u korist imućnijih društvenih klasa*[25]. Ova definicija zaslužuje našu posebnu pažnju iz više razloga: prvo, ona ističe da je inflacija pre svega ekonomska pojava, pa tek onda finansijska; drugo, nastaje poremećajem ravnoteže u faktorima proizvodnje, što predstavlja najvredniji deo u ovoj definiciji, jer uzroke traži u realnim ekonomskim faktorima u proizvodnju; treće, u njoj se daje društveno - klasna sadržina isticanjem štetnog dejstva na siromašne slojeve stanovništva, jer inflacija znači preraspodelu dohotka u korist bogatijih slojeva društvene zajednice.

Profesor Ivo Perišin ističe da je inflacija proces samopodržavanog, a različitim uzrocima izazvanog rasta cena, koji pre ili kasnije dovodi do opadanja životnog standarda većine stanovništva, iscrpljivanja deviznih rezervi, pogoršanja deviznog bilansa i kursa nacionalne valute[26]. Iz ove definicije vidimo da je

---

[24] Meichsner, Vladimir, Osnovi nauke o novcu, Skoplje, 1958.,
[25] Filipović Hamid, Nauka o finansijama, Sarajevo, 1960.
[26] Perišin Ivo, Monetarno-kreditna politika, Zagreb

inflacija proces porasta cena, da je izazvana različitim uzrocima i da je samopodržavan proces. Kao što vidimo ova definicja ne sadrži uzroke inflacije, tako da ima samo uvodni značaj i karakter. Autor ističe da je inflacija veoma kompleksna i heterogena pojava, koja se nikada ne pojavljuje dva puta na isti način, tako da je nemoguće dati generalnu definiciju ovog pojma.

Profesor *Emil Zam* smatra da se *inflacija sastoji u prekomernosti toka tražnje dobara u odnosu prema mogućnostima ponude, u prekomemosti koja izaziva samopodržavano i neoborivo povišenje cena, kao i progresivno iscrpljenje nacionalnih izvora stranih deviza*. Ova definicija ukazuje da je inflacija globalni fenomen, koji se odnosi na celokupnu privredu, a da je njen osnovni uzrok prekomerna potrošnja, koja generira rast cena.

Većina savremenih pisaca građanske ekonomske teorije smatra da je inflacija takvo stanje u kome efektivna novčana tražnja preovladava nad ponudom robe i usluga. Ovo je tzv. teorija inflacionističkog raspona ili jaza *(gap-a),* koja pod jazom podrazumeva razliku između ponude i tražnje. Ukoliko je ova razlika veća, utoliko je veći pritisak na cene, koje skaču kako bi premostile taj jaz, kako bi se ujednačile ponuda i tražnja. U praksi može da se javi deflacija, kada preovladava ponuda nad tražnjom ili inflacija kada je tražnja veća od ponude.

Kao što vidimo postoje veoma različita mišljenja o pojmu inflacije. Međutim, dodirne tačke svih ovih definicija jesu te da infiacija, s jedne strane znači rast cena, a sa druge strane pad kupovne snage novca. Teškoću pri definisanju inflacije sigurno predstavlja i činjenica da inflacija nije pojava koju je moguće istrgnuti iz celokupnog ekonomskog organizma i posmatrati je izolovano, nezavisno od ostalih ekonomskih kategorija. Ukoliko se to učini dolazi se do jednostranog saznanja da inflacija znači čisto monetarni poremećaj, a da se njen uzrok nalazi u bujanju kanala novčanog opticaja. Zato treba prihvatiti mišljenje da je inflacija složena i kompleksna pojava, koja predstavlja poremećaj celokupnog ekonomskog organizma, da je veoma specifična i da su uzroci koji je izazivaju veoma različiti.

Inflacija nastaje kada se količina novca menja bez odgovarajuće promene na strani robe, tako da to menjanje utiče na opšti nivo cena. Može se zaključiti da je inflacija dinamičan pojam i da se on može regulisati zaustavljanjem povećanja količine novca u opticaju, čime se zaustavljaju i cena na novom nivou, i to bez obzira koliki je nivo količine novca u opticaju.

Značajno je pomenuti da inflacija može postojati i ako količina novca u opticaju ostane nepromenjena, a istovremeno se količina robe u prometu smanjuje. U takvim uslovima uzork njenog nastanka je relativno smanjenje robe na tržištu. Dakle, sa ekonomskog aspekta, inflacija je posledica neravnoteže u ekonomiji zemlje, a ogleda se u porastu unutrašnjeg nivoa cena.

5.3.2. Vrste inflacije

Postoje razni kriterijumi za razvrstavanje inflacije. Najznačajnije je razlikovanje inflacije prema sledećim karakteristikama:

- 1. prema poreklu,
- 2. prema intenzitetu ili jačini,
- 3. prema dužini trajanja i
- 4. prema stepenu državne intervencije za njeno obuzdavanje.

Ako za kriterijum uzmemo *poreklo*, onda imamo dva tipa inflacije: domaće i inostrane ili uvezene. Danas je sasvim izvesno da se inflacija može preneti iz inostranstva *(uvezena inflacija),* a koliki će taj uzrok biti zavisi od stepena razvijenosti ekonomskih odnosa dotične zemlje sa inostranstvom, naročito od stepena zavisnosti privrede od uvoza reprodukcionog materijala, od inostranog kapitala koji se infiltrirao u domaću privredu, itd. *Domaća inflacija* nastaje usled delovanja brojnih internih faktora u dinamici i strukturi razvoja jedne privrede.

U pogledu *dužine trajanja* inflacije delimo na sekundarne, jednokratne i hronične. *Sekundarne inflacije* su one koje su slabijeg intenziteta, ali najdužeg trajanja. Obično se vezuju za ciklično kretanje privrede. *Jednokratne inflacije* su one koje traju relativno kratko vreme, a zatim se zaustavljaju čim prestane dejstvo uzroka koji ih je izazvao. Uzroci ovih inflacijama mogu biti različiti i obično su uslovljeni, naglim promenama u privrednom sistemu: naglo povećanje plata, naglo zaduženje države kod centralne banke za deficitno finansiranje razvoja, velike elementarne nepogode. *Hronična inflacija* oštrija i dugoročnija inflacija, s višom stopom rasta cena i tendencijom njenog progresivnog razvijanja iz godine u godinu, uz mogućnost pojave inflacione spirale, bilo na relaciji cene-troškovi, bilo na relaciji cene-plate.

Tabela - Obeležja najvećih hiperinflacija u svetu[27]

Rang	Zemlja	Godina	Trajanje (meseci)	Ukupna stopa inflacije	Prosečna mesečna stopa
1.	Mađarska	1946.	12	$3,81(10)^{27}$	19.800
2.	SR Jugoslavija	1993.	12	$2,35(10)^{21}$	615.9
3.	Nemačka	1923.	16	$1,02(10)^{10}$	322.0
4.	Grčka	1944.	13	$4,7(10)^{8}$	365.0
5.	Kina	1947.	26	$4,15(10)^{6}$	79.7

[27] Savić Nebojša, Ekonomska stabilizacija u Jugoslaviji, Berza br6, Beograd, 1994.

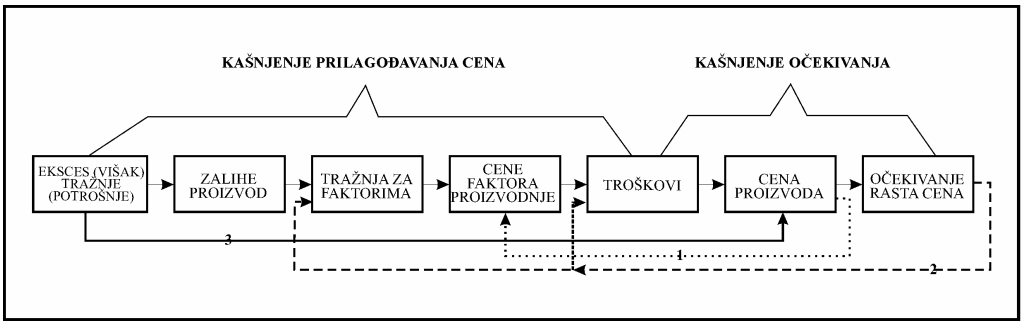
Ukoliko inflacije želimo da grupišemo po *intenzitetu,* onda kao kriterijum moramo uzeti jačinu inflacije i stepen obezvređenja novca. U tom slučaju možemo razlikovati sledeće tipove inflacije: latentne ili puzajuće, srednje i galopirajuće ili hiperinflacije. *Latentne ili puzajuće inflacije* postoje onda, kada se nivo cena, posmatran u dugom vremenskom periodu, polagano ali neprekidno kreće naviše, a izražava se u trendu porasta cena od oko 5% godišnje. Nastaju usled blaže ekspanzije kredita, manjih budžetskih deficita ili većeg priliva deviza. Smatra se da ova inflacija u početku deluje stimulativno i da ima blagotvorno dejstvo na porast proizvodnje, kao i na celokupnu privrednu aktivnost zemlje. Međutim, praksa u većini zemalja je pokazala da je teško, skoro nemoguće držati kretanje cena u ovim uskim granicama od 5-10%, jer inflacija ima tu osobinu da sama sebe podhranjuje, pa se i kaže da je samopodržavan proces, sa tendencijom stalnog jačanja i produbljivanja raspona ili jaza. Kao *srednje inflacije* smatraju se one kod kojih dolazi do povećanja stope opšteg nivoa cena u iznosu od 11-30% godišnje, a karakterišu se po tome što je još uvek moguće njihovo obuzdavanje putem različitih kontrolnih mera. One se u današnjim uslovima smatraju sasvim podnošljivim, pa čak i normalnim za zemlje koje imaju prenapregnut ekonomski razvoj i koje se bore sa mnogim teškoćama u cilju ubrzanog privrednog razvoja. *Galopirajuće ili hiperinflacije* su one inflacije koje se brzo razvijaju i kod kojih rast cena prelazi granicu od 30% na godišnjem nivou. Imaju tendenciju stalnog ubrzanja, tako da dovode do potpunog finansijskog kraha privrede. Monetarni organi su nemoćni u borbi sa ovakvom inflacijom. S obzirom da vode potpunom haosu u privredi i finansijama ne mogu dugo trajati, jer pre ili kasnije mora se pristupiti korenitoj valutnoj reformi. Obično se javljaju u toku ratnih priprema ili samih ratova i završavaju se katastrofalno neposredno posle rata. Iz prethodne tabele vidimo da intenzitet najvećih hiperinflacija beleži enormne cifre.

Prema *stepenu državne intervencije* za obuzdavnje inflacije razlikujemo slobodne i prigušene inflacije. *Slobodna ili otvorena inflacija* ona koja se razvija nesmetano od strane države, odnosno kod koje se ne preduzimaju nikakve državne interventne mere za njeno obuzdavanje. Nasuprot ove, postoji *prigušena ili kontrolisana inflacija,* koja se karakteriše aktivnom ulogom države u preduzimanju raznih mera u borbi protiv glavnih žarišta inflacije u cilju njenog obuzdavanja. Kontrola rasta cena i troškova proizvodnje obično se sprovode propisivanjem ili maksimiranjem plata, cena, većom štednjom, racionalizacijom potrošnje i investicija. Administrativna kontrola inflacije je deo državne ekonomske politike u suzbijanju rasta cena. Njen cilj je da se zaustavi ili bar ublaži rast opšteg nivoa cena. Ona ne može da ukloni, niti da smanji inflacioni jaz koji postoji u privredi, kao ni poremećaje koje inflacija izaziva u njoj. Ona samo odgađa delovanje viška kupovne snage na opšti nivo cena u privredi, i to samo privremeno, dok se primenjuju mere administrativne kontrole inflacije. Ove

mere stvaraju novi tip inflacije, tzv. prikrivenu ili prigušenu inflaciju. Možemo slobodno reći da je za savremeni svet karakterističan ovaj vid inflacije, jer skoro da ne postoji zemlja koja ne preduzima niz kontrolnih mera i akcija u cilju obuzdavanja inflacije.

Interesantan stav o inflaciji zastupaju dvojica savremenika[28], a taj stav je da se inflacija teško suzbija kada jednom nastane proces transmisije inflacije u privredi i društvu, a tu svoju tvrdnju su jasno iskazali na sledećem grafikonu:

Transmisioni mehanizam inflacije



- *1. Indikatori inflacije prouzrokovani rastom cena faktora proizvodnje,*
- *2. Indikatori očekivanja prouzrokovani rastom cena faktora i proizvoda,*
- *3. Indikatori direktnog efekta viška tražnje na cene proizvoda*

5.3.3. Moderne hiperinflacije

Inflacioni proces može u izuzetnim slučajevima da poprimi veliku brzinu, pri čemu kupovna snaga novca naglo opada, kada govorimo o hiperinflaciji. U osnovi se radi o nekontrolisanoj inflaciji, koja se javlja u ratnim stanjima ili neposrednom posleratnom periodu, a vezana je za visoku budžetsku potrošnju i finansiranje javnih potreba preko kreditne ekspanzije. Međutim, može se javiti i u mirno vreme, kada se vodi ekspanzivna politika finansiranja javnih rashoda i stvaranja visokog budžetskog deficita, koji se pokriva čistom emisijom novca.

Karakteristična je pojava hiperinflacije. Od 1984. godine, kada ova pojava postaje sve prisutnija kako u tržišnim, tako i u tranzitornim ekonomijama (sledeća Tabela). Većina ekstremnih inflacija javila se na početku procesa tranzicije, kada su cene značajno skočile zbog njihove liberalizacije. U modernoj literaturi smatra se da su inflacije intenziteta 25-50% umerene do visoke, od 50-

[28] Dr Alksandar Živković i Dr Gradimir Kožetinac, Monetarna ekon omija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2008. godine

100% visoke i preko 100% vrlo visoke (hiperinflacije). Neki autori sugerišu da je 40% kritičan inflacioni prag iznad koga verovatnoća da inflacija pređe 100% godišnje postaje mnogo veća.

Veliko ubrzanje inflatorne spirale dovodi do potpunog gubitka poverenja u domaći novac i potpune erozije kupovne snage novca. Novac svakog dana gubi na vrednosti. Hiperinflacija ne nastaje odjednom, već se razvija u dužem periodu, ali kad jednom nastane ona poprima sve veće ubrzanje kao rezultat kumulativnog dejstva realnih, monetarnih i psiholoških faktora. U vreme hiperinflacije potrošnja naglo buja, roba nestaje sa tržišta a špekulativni poslovi dobijaju dramatične razmere. Svi transaktori žele što pre da se oslobode novca, koji iz časa u čas gubi vrednost, i isti pretvaraju u realna dobra ili konvertibilne valute (valutna supstitucija). Kao posledicu toga imamo štampanje novca u beskonačnost, ali i značajno povećanje brzine novčanog opticaja. Međutim, u tom periodu se oseća nedostatak novca, jer cene još brže rastu zbog ugradnje tzv. inflatornih očekivanja u cene.

Tabela - Hiperinflacije u periodu od 1984. do 1996. godine

Zemlja	Period trajanja	Dužina trajanja	Kumul. Inflacija (%)
Angola	Dec. 1994. - jan 1996.	19	62.445.9
Argentina	Maj 1989. - mart 1990.	11	15.167.0
Bolivija	Apr. 1984. - sept. 1985.	18	97.282.4
Brazil	Dec. 1989. - mart 1990.	4	692.7
Nikaragva	Jan. 1986. mart 1991.	58	11.895.866.143.0
D. R. Kongo	Okt. 1991. - sept. 1992.	12	7.689.2
D. R. Kongo	Nov. 1993. - sept. 1994	11	69.502.4
Jermenija	Okt. 1993. - dec. 1994.	15	34.158.2
Azerbejdžan	Dec. 1992. - dec. 1994.	25	41.742.1
Gruzija	Sept. 1993. - sept. 1994.	13	76.218.7
Tadžikistan	Apr. 1993. - dec. 1993.	9	3.635.7
Tadžikistan	Avg. 1995. - dec. 1995.	5	839.2
Turkemistan	Nov. 1995. - jan. 1996.	3	291.4
Ukrajina	Apr. 1991. - nov. 1994.	44	1.864.714.5
Srbija	Feb. 1993. - jan. 1994.	12	156.312.790.0

Izvor: IMF, International Financial Statistics

Po pravilu hiperinflacija dovodi do sloma celokupnog monetarnog sistema, jer novac više nije u stanju da obavlja nijednu svoju funkciju, tako da nastaje haos u privredi i krah ekonomskog sistema. Posledice ovakvog stanja su vrlo negativne i imaju vrlo naglašena socijalna, politička i ekonomska dejstva, jer

rezultiraju u velikoj preraspodeli nacionalnog dohotka u korist bogatijih, a na štetu siromašnih slojeva stanovništva. Čak do 90% stanovništva u periodu hiperinflacije jedva preživljava. Zbog svega ovog, vlade su prinuđene da vrše valutnu reformu, kada se umesto potpuno obezvređene i kompromitovane valute uvodi nova novčana jedinica.

5.3.4. Uzroci inflacije

Jedno od najvažnijih pitanja u monetarnoj teoriji je pitanje uzroka inilacije. Dugo vremena se smatralo da je osnovni uzrok inflacije monetarna ekspanzija, odnosno povećanje količine novca u opticaju, tako da se najveća pažnja poklanjala kreditnoj politici i stanju bilansa plaćanja. Vremenom se sve više ističe uloga i uticaj novčane tražnje na inflaciju, a onda se analiziraju mnogobrojni uzroci koji izazivaju njeno povećanje. Tako se u teoriji počeo širiti krug i broj uzroka koji mogu izazvati poremećaj u odnosima ponude i tražnje. Neki od njih su: budžetski deficit, preterane investicije, deficit platnog bilansa, preterano kreiranje bankarskih kredita, itd.

Profesor *Miloš Vučković* je uzroke inflacije svrstao u četiri osnovne grupe:

- 1) inflacija efektivne novčane tražnje (kupovne snage);
- 2) inflacija izazvana nesrazmerom u raspodeli realnog nacionalnog dohotka;
- 3) inflacija izazvana smanjivanjem robnih fondova i
- 4) inflacija izazvana nepovoljnim kretanjima u bilansu plaćanja.

Inflacija efektivne novčane tražnje nastaje usled prekomernog kreiranja bankarskih kredita, deblokiranja delova monetarnog volumena i politike otvorenog tržišta. Porast kredita, naročito je bio evidentan zaduživanjem države kod centralne banke radi finansiranja ratnih potreba, posleratne obnove i izgradnje zemlje. Danas je nešto smanjeno zaduživanje države kod centralne banke i pokrivanje budžetskih deficita iz ovih izvora, već se pribegava zaduživanje države kod stanovništva i privrede emitovanjem obveznica, odnosno raspisivanjem raznih zajmova. Prekomerno odobravanje kratkoročnih kredita od strane bankarkog sektora nebankarskom sektoru, takođe predstavlja jedan od potencijalnih izvora i uzroka inflacije.

Nesrazmera u raspodeli realnog nacionalnog dohotka je u savremenim privredama jedan od značajnijih uzroka inflacije. Poznato je da se nacionalni dohodak izražava i preraspodeljuje putem novčane kupovne snage, a ne u realnim, robnim, odnosno naturalnim dobrima. Realizacija roba i usluga vrši se na tržištu putem mehanizma cena. To znači da se prva raspodela (primarna raspodela) vrši na tržištu između privrednih subjekata putem cena roba i usluga. Dru-

ga raspodela (sekundarna raspodela) ili preraspodela nacionalnog dohotka vrši se između privrednih subjekata i stanovništva, s jedne strane, i države, s druge strane, i to na ličnu, opštu i investicionu potrošnju. Ukoliko se pri datom nacionalnom dohotku poveća npr. investicona potrošnja, onda dolazi do smanjenja delova koji se izdvajaju za ličnu i opštu potrošnju. Ovo povećanje potrošnje jedne agregatne veličine neminovno ide na račun ostalih agregata nacionalnog dohotka. Pošto se nacionalni dohodak izražava i preraspodeljuje u novcu, to će povećana potrošnja jedne agregatne veličine izazvati povećanje cena, a shodno tome i smanjenje kupovne snage novca. Naime, tada dolazi do smanjenja realne potrošnje ostalih kategorija, tj. lične i opšte potrošnje.

Povećano učešće jedne kategorije u novčanom dohotku znači i veće zahvatanje realnih dobara, što neminovno dovodi do smanjenja realnih dobara koja ostaju na raspolaganju ostalim kategorijama. Ostale kategorije imaju u rukama uputnice na deo nacionalnog dohotka koji pripada njima, međutim došlo je do smanjenja realnih dobara na tržištu, koja su sada nedovoljna da pokriju njihovu novčanu tražnju. Zato dolazi do porasta cena roba i usluga, smanjenja kupovne moći novca, a time i do smanjenja lične i opšte potrošnje. U tome leži smisao porasta cena i inflatornih tendencija koje nastaju usled promenjene raspodele nacionalnog dohotka. Ako dalje analiziramo ovu pojavu, možemo videti da i ostali vidovi potrošnje žele da zadrže svoje pozicije u raspodeli, tako da čine napore da povećaju svoje novčane dohotke. Tako se stvara jedna lančana reakcija svih učesnika u raspodeli što za rezultat ima pojavu inflatornih tendencija.

Međutim, ne treba shvatiti da svako novčano povećanje jednog od vida potrošnje automatski dovodi do inflacije. Tako na primer, ako dođe do novčanog povećanja zarada paralelno sa povećanjem produktivnosti rada, onda sigurno neće doći do inflacije. Takođe, je moguće da zarade porastu, a da se u istoj srazmeri smanji opšta ili investiciona potrošnja, tj. njihovo učešce u raspodeli nacionalnog dohotka. U kapitalizmu, naročito dolazi do izražaja borba između radnika i kapitalista u vezi najamnina i profita. Radnici traže povećanje nadnica zato što su povećane cene roba, odnosno zato što je zbog rasta cena došlo do pada njihovih realnih najamnina. Dok se ta borba vodi između radničkih sindikata i kapitalista, kapitalisti ostvaruju ekstra profit usled rasta cena roba i usluga na tržištu. Kada se konačno završe pregovori, obično dođe do nekog povećanja nadnica, koje nije nikada toliko da bi moglo neutralisati gubitak u realnim nadnicama, koji su radnici pretrpeli za vreme inflacije. Trka se obično nastavlja između najamnina i cena roba, odnosno profita, u kojoj redovno kapitalisti (profit) odnose pobedu. Radi uspešnije borbe radnici se organizuju u sindikate, ali i kapitalisti ne ostaju po strani jer se organizuju u razne kompanije i monopole.

Povečanje opšte ili budžetske potrošnje isto tako može biti, ali ne mora, uzrok inflatornih kretanja. Povećanje ove potrošnje ne mora izazvati inflaciju,

ukoliko je to povećanje srazmerno rastu nacionalnog dohotka. Povećanje oporezivanja može, čak smanjiti inflatorne pritiske, ali samo u slučaju ako se prihodi koji su rezultat povećanih poreza dezaktiviraju, tj. privremeno imobilišu, odnoso zamrznu. Nažalost, praksa pokazuje da opšta potrošnja povećava svoje učešće u raspodeli nacionalnog dohotka iznad stope njegovog rasta, tako da stalno podhranjuje inflaciju. Povećanim oporezivanjem, najčešće se povećavaju troškovi proizvodnje, tako da dolazi do rasta cena, jer se povećani poreski teret putem mehanizma tržišta i cena prevaljuje na potrošace.

Veoma važno pitanje je investiciona potrošnja kao uzrok nastajanja inflatornih tendencija. Postoje čak dileme da li investicije mogu biti uzrok inflacije. Naime, u momentu rasta investicione potrošnje raste tražnja za radnom snagom i kapitalnim dobrima na tržištu, što privremeno izaziva inflaciju, jer su promene evidentne samo na strani tražnje. Koliko dugo će ovakve tendencije postojati zavisi od vremena potrebnog za puštanje investicije u rad. Što je vreme kraće niža je i inflacija. Onog momenta kada investicioni projektat počne da funkcioniše dolazi do promena i na strani ponude (povećava se količina roba na tržištu), tako da se eliminišu inflatorne tendencije iz prethodnog perioda. Međutim, problem je mnogo veći ako je reč o tzv. promašenim investicijama ili neprivrednim investicijama, kada nemamo adekvatnih promena na strani ponude, tako da je u tim uslovima inflatorni pritisak veći.

Smanjenje robnih fondova (ponude), takođe predstavlja uzrok inflacije. Razlozi ovog smanjenja mogu biti veoma različiti: opadanje poljoprivredne proizvodnje usled prirodnih nepogoda, opadanje energetskih izvora i iscrpljivanje rudnih nalazišta, uska grla u proizvodnji, nedostatak stranih sredstava plaćanja za uvoz neophodnog repromaterijala i sirovina, itd. Međunarodna politička situacija, takođe, može izazvati nestašicu ili naglo poskupljenje određene strategijske robe. Nesrazmera u proizvodnji robe široke potrošnje i proizvodnje ivnesticionih dobara i opreme može dovesti do inflacije.

Negativna kretanja u bilansu plaćanja su danas značajan uzrok inflacije. Izvoz robe može smanjiti ponudu robe u zemlji, dok povećani uvoz može popraviti, kako ukupnu ponudu, tako i njenu strukturu, tj. asortiman na tržištu. Povećani izvoz znači dodatni priliv deviza, koje otkupljuje centralna banka, te po tom osnovu kreira novu kupovnu snagu, tj. dolazi do inflacije. Međutim, rast uvoza znači i rast tražnje za stranim sredstvima plaćanja, što dovodi do rasta deviznog kursa, a time i do poskupljenja roba i usluga, tj. javlja se inflacija. Uvoz robe može biti uzrok i tzv. uvezene inflacije, do koje dolazi zbog povećanja cena reprodukcionog materijala i sirovina na svetskom tržištu, tako da uvoz takve robe izaziva rast troškova proizvodnje, što inflatorno deluje na opšti nivo cena u zemlji. Prema tome, samo uravnoteženi bilans plaćanja izaziva stabilizaciona dejstva na domaću privredu i u oblasti monetarnog sektora. Međutim, pored ravnoteže neophodno je da postoji i strukturna usklađenost uvoza i izvoza.

5.3.5. Savremena shvatanja o uzrocima inflacije

U savremenoj monetarnoj teoriji iskristalisala su se uglavnom dva shvatanja o uzrocima inflacije. Prvo shvatanje polazi od uverenja da inflaciju izaziva prekomerna tražnja i poznato je kao *teorija o inflaciji tražnje*, dok drugo shvatanje polazi od toga da inflaciju izaziva porast troškova, pa se naziva *teorija o inflaciji troškova*.

Teorija o inflaciji tražnje naziva se još i monetarna inflacija ili inflacija kupovne snage. Kod ove vrste inflacije dolazi do "vučenja cena na gore". Polazi se od teze da višak agregatne novčane tražnje u odnosu na robne fondove dovodi do rasta cena. Inflacija tražnje uglavnom je posledica neadekvatnog delovanja monetaraog sistema, kreira preveliku količinu nekonvertibilnog novca. Osnovni uzroci pojave ovog inflacije su:

- a) *Zaduživanje države kod centraine banke radi pokrića budžetetskog deficita* predstavlja potpuno autonoman faktor kreiranja novca. Ovo je danas osnovni uzrok nastajanja srednjih hiperinflacija. Po pravilu sve moderne države imaju problem budžetskog deficita, tj. imaju manjak prihoda u odnosu neophodne javne rashode, tako da se često opredeljuju za upotrebu primarne emisije za pokriće deficita;
- b) *Ekspanzija bankarskih kredita i kredita stanovništvu (potrošački krediti)* preko iznosa raspoložive štednje deluje skoro identično na kretanje kao i zaduživanje države kod centralne banke. Takođe, povećana emisija kredita privrednom sektoru za obrtna sredstva iznad depozita i potreba proizvoda prometa dovodi do autonomnog formiranja novca;
- c) *Deblokiranje delova monetarnog volumena* može se pojaviti uzrok inflacije kada npr. dođe do sniženja stope obaveznih rezervi, što dovodi do povećanja kreditnog potencija i plasmana bankarskih kredita;
- d) *Aktiviranje tezaurisanog novca,* koji je bio van kanala platnog prometa, po pravilu u rukama stanovništva izaziva iste efekte kao i porast novčane mase dodatnom emisijom kredita;
- e) *Rast nominalnog nacionalnog dohotka* može pod određenim uslovima da izaziva rast cena. Naglo povećanje nacionalnog dohotka usled rodne godine, visoke produktivnosti ili egzogenih faktora izaziva veće koristi kod pojedinih slojeva (poljoprivrednici, vlasnici kapitala u pojedinim granama, itd.), koji se na tržištu pojavljuju sa većom kupovnom snagom u odnosu na raspoložive robne fondove, što će stvoriti inflacioni jaz na tom segmentu tržišta, koji se sa tog parcijalnog tržišta, po pravilu, prenosi na celokupno nacionalno tržiste.

Milton Fridman naglašava da je inflacija uvek i svuda monetarni fenomen u smislu da se stvara i da može da se stvori samo rastom količine novca, koja je brža od stope rasta proizvodnje. Dalje ističe da njemu nije poznato da je negde i nekada došlo do neke znatne promene u količini novca po jedinici proizvoda, a

da pri tome nije došlo i do znatne promene u nivou cena, i to u istom pravcu Odnosno, on kaže da inflacije ne može biti bez preterane količine novca u opticaju, a ne može biti prepunjavanja kanala novčanog opticaja bez inflacije. Iz ovih stavova Fridmana vidimo da je on potpuno isključiv u tvrdnji da količina novca u opticaju stoji u upravnoj i neposrednoj srazmeri sa opštim nivoom cena. Osnovni uzrok inflacije je taj što ljudi uprkos tome što se žale na inflaciju, oni je i vole. Do inflacije dolazi zbog toga što je to jedan od načina koji omogućava da vlade dobiju sredstva, a da pri tome ne uvode poreze. Na taj način ljudi su uvereni da dobijaju više nadnice (nominalne), a da ih stvarno ne dobijaju (realne nadnice čak beleže i pad).

Pored monetarnog, postoji i dohodni ili kejnzijanski pristup inflaciji novčane tražnje. Svi tokovi koji formiraju efektivnu tražnju nemaju isti značaj, tako da razlikujemo primarne i sekundarne (zavisne) tokove. Na primarne tokove se može delovati emisionom aktivnošću banaka, a na sekundarne regulisanjem raspodele i osnovih oblika potrošnje (lične, opšte i investicione). Prema teoriji inflacije tražnje dohodnog pristupa inflatorni pritisak i pokretanje talasa cena nastaju uvek kada neki od oblika potrošnje prelazi odgovarajuće robne fondove na tržištu.[29]

Teorija o inflaciji troškova javlja se sredinom XX veka na Zapadu i polazi od stava da inflacija nastaje usled povećanja troškova faktora proizvodnje, a posebno nadnica, tako da je stvoren termin "cost-push inflation", što znači da su cene na neki način "gurane na gore". U tom smislu poznati francuski ekonomista Denizet smatra da je inflacija bolest u mehanizmu formiranja troškova, a ne u povećanoj tražnji. Ona je pojačana opadanjem aktivnosti, koja povećava troškove po jedinici proizvoda. Teorija o inflaciji troškova je tipična klasna teorija o novcu i uzrocima inflacije, jer krizu za nestabilnost cena želi da svali na radničku klasu, koja zahtevima za povećanje nadnica tobože izaziva stalni porast cena.

Među brojnim varijantama teorije inflacije troškova, veoma interesantna i karakteristična je *Eksteinova varijanta,* koja posmatra inflaciju troškova u uslovima oligopolskih struktura. Oligopoli su preduzeća sa velikom koncentracijom kapitala, radnika i proizvodnje. U jednoj svojoj studiji on ukazuje da u savremenim razvijenim kapitalističkim zemljama postoje tri tipa inflacije, koje se međusobno prepliću i daju kao rezultat ukupnu stopu inflacije. To su: *bazična inflacija,* koja zavisi od kretanja nadnica i troškova kapitala, *šok inflacija* koja se odnosi na promene specifičnih cena, kao što su cene nafte i poljoprivrednih proizvoda i *inflacija tražnje*, koja je određena stopom korišćenja kapaciteta u industriji stopom nezaposlenosti. Posebno naglašava primarni značaj bazične inflacije koja se svodi na inflaciju troškova rada i kapitala po jedinici proizvoda. Zato ga i svrstavamo u pristalice teorije inflacije troškova.

---

[29] Ćirovic Milutin, Koncepti inflacije i stabilizacione politike, Ekonomist br 1-2, 1967. i Vučković Miloš, Dosadašnja inflaciona kretanja u Jugoslaviji, isto,

Porast troškova faktora proizvodnje ne može da izazove inflaciju ukoliko nije praćen porastom količine novca u opticaju. Naime, u uslovima inflacije troškova pred monetarnom politikom se postavlja dilema: da li da vodi i dalje odgovarajuću monetarnu politiku (restriktivna orijentacija), što bi u dužem periodu dovelo do usporavanja stope rasta, neiskorišćenih kapaciteta i nezaposlenosti ili se prilagodi novonastalim procesima, čime objektivno podržava inflaciju (ekspanzivna orijentacija). U principu centralna banka takvu "pomoć" ne može odbiti, jer bi to dovelo do recesije u privrenom ciklusu. Prema tome, monetarna. politika nije efikasna protiv inflacije troškova, jer je njeno osnovno područje delovanje regulisanje agregatne tražnje, a ne troškova reprodukcije. Porast cena proizvoda obično je praćen porastom novčane mase, što dovodi do svojevrsne sinteze teorije efektivne novčane tražnje i teorije inflacije troškova. Stoga možemo reći da se inflacija troškova i inflacija tražnje javljaju istovremeno i da se međusobno pothranjuju.

Ukoliko inflacioni proces započne porastom troškova proizvodnje, onda imamo inflaciju troškova, a ukoliko ovaj proces počne povećanjem količine novčanog opticaja onda govorimo o inflaciji tražnje. Kako postoje razlike u shvatanjima o uzrocima inflacije, takođe postoje i razlike u merama koje predlažu za sprečavanje inflacije. Tako oni koji smatraju da inflacija nastaje zbog porasta troškova proizvodnje preporučuju kontrolu cena od strane države, a oni koji smatraju da inflacija nastaje usled porasta novčane tražnje preporučuju mere monetarne i fiskalne politike, kao intrumente koji treba da ograniče porast novčane tražnje na tržištu.

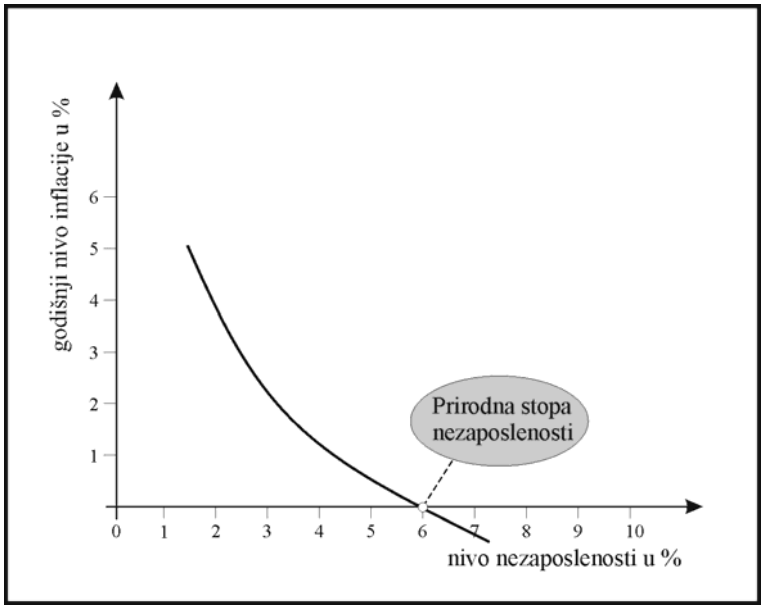
5.3.6. Kritike upućene teoriji inflacije troškova

Našu pažnju posebno zaslužuje kanadski ekonomista, sociolog i sindikalni radnik *Čarls Levinson* koji u svom poznatom radu "Kapital, inflacija i multinacionalne kompanije" analizira veoma značajne ekonomske društvene probleme današnjice. Između ostalih, on analizira i uzroke inflacije u savremenim uslovima i dolazi do sledećeg zaključka: pošto se danas velike međunarodne kompanije sve više orijentišu na sopstvene izvore sredstava, da bi finansirale velika ulaganja kapitala u nove investicije, jer to neminovno nalaže proces naučno-tehnološke revolucije, one celokupnu svoju akumulaciju često povećava ju politikom podizanja cena i time stvaraju prostor za svoju dalju ekspanziju. U tome Levisnon vidi glavni uzrok savremenoj inflaciji. Ovo shvatanje. ima veliki značaj, jer se, kao što smo videli, dugo vremena na Zapadu održava teza o inflaciji troškova, gde su nadnice osnovni uzrok inflacije, tako da se krivica za ekonomsku nestabilnost svaljuje na radnike i sindikate, jer oni tobože stalno zahtevaju povećanje nadnica, a to sa svoje strane izaziva lančanu reakciju povećanja ostalih cena.

Levinson ide dalje u svojoj analizi, koncentrišući pažnju na najvažnije pitanje, na odnose u proizvodnji, što nijedan buržoaski teoretičar i ne pokušava da dira u to najosetljivije pitanje svakog društva. On čvrsto veruje da je nužno promenti položaj radnika, neposrednih proizvođača u raspolaganju imovinom preduzeća, odnosno u raspolaganju i upravljanju sredstvima kojima rade. Ta promena položaja radnika u raspodeli profita i u raspolaganju sredstvima, treba da doprinese smanjenju inflatornih pritisaka i stabilnijem kretanju društvenoekonomskog razvoja.

Levinson ukazuje na činjenicu da je veliki uticaj američkog kapitala u multinacionalnim kompanijama, jer 35% zapadne proizvodnje van SAD-a pripada filijalama američkih preduzeća ili američkim preduzećima u inostranstvu. Ove kompanije su nosioci savremene inflacije u svetu, a njihov interes je motivisan željom da koriste sve mogućnosti za povećanje cena, što u krajnjoj liniji znači povećanje profita. Trka za kapitalom postaje nerazdvojni pratilac bez koga se ne može zamisliti savremeno potrošačko društvo.

Značajan doprinos Levinsona ogleda se u tome što on otkriva sasvim nove pojave u savremenim ekonomskim kretanjima, koje su bile nepoznate u dosadašnjem razvoju kapitalizma, a naročito u tome što pobija nekoliko vladajućih postavki savreme građanske ekonomske teorije. Pre svega, odbacuje korelaciju između rasta nominalnih nadnica i nezaposlenosti, koja je poznata u teoriji kao "Filipsova kriva", a koja se sastoji u tvrdnji da postoji obrnuta korelacija između rasta nominalnih nadnica i nezaposlenosti, odnosno da savremenu svet mora da se opredeli ili za višu stopu inflacije ili za nižu stopu zaposlenosti (sledeći grafikon).



Grafikon *– Filipsova kriva*

Na Zapadu je već dugi niz godina opšte prihvaćena teza da blaga inflacija ima pozitivno dejstvo na privredni razvoj, tako da prihvatajući inflaciju opredeljujemo se za porast zaposlenosti. Levinson smatra da je to sasvim pogrešna teza da je vreme teoretske dominacije Kejnza završeno, da je dilema inflacija vezana za nezaposlenost lažna, jer se u sadašnjim uslovima uprkos snažnim inflatornim tendencijama problem nezaposlenosti, ne samo ne rešava, već i pogoršava, što je zaista i tačno. Isto tako odbacuje tezu da se većim stepenom nezaposlenosti može sprečiti inflacija, koju su zagovarali neki zapadni teoretičari.

Veoma značajno je ukazivanje Levinsona na pojavu *stagflacije,* kao novog ekonomskog fenomena, koji označava situaciju u kojoj inflacija koindicira sa visokom nezaposlenošću, što znači da je pored postojanja visoke stope inflacije prisutna i značajna nezaposlenost.

Monetarna kontrola za Levinsona ima ograničeno delovanje, jer centralne banke malo mogu učiniti protiv delovanja multinacionalnih kompanija, koje raspolažu sa nekoliko milijardi dolara u dnevnim operativnim rezervama sastavljenim od većeg broja valuta, koje po potrebi prebacuju u sve delove sveta. Fiskalna politika progresivnog oporezivanja dohodaka i profita, takođe, nije efikasna, jer se sedišta poslovnih firmi premeštaju u zemlje tzv. fiskalnog raja, gde uživaju ogromne poreske olakšice ili su čak u potpunosti oslobođene plaćanja poreza, što im omogućava značajno povećanje profita.

Na osnovu svega izloženog Levinson dolazi do zaključka da su današnje inflacije u kapitalističkim zemljama rezultat ekonomsko-političke moći u oblasti formiranja cena, koja proističe iz sudbinske povezanosti krupnog kapitala i državne vlasti.

Pored Levinsona i neki drugi autori kritikuju teoriju o inflaciji troškova. Jedan od njih je već pominjani profesor *Emil Zam,* koji postavlja pitanje nema li ideja o inflaciji troškova podmuklo-politički cilj? Naime, on smatra da ova teorija želi da prebaci krivicu za ekonomsku nestabilnost na sindikate, tj. Radnike, jer njihov permanentni zahtev za povećanje nadnica predstavlja tobože glavni uzrok inflacije. Međutim, u stvarnosti zahtev radnika za povećanje nadnica samo je posledica povećanih troškova života, odnosno povećanja cena koje kapitalisti stalno nameću i diktiraju u cilju povećanja profita.

5.3.7. Posledice inflacije

Kada se govori o posledicama inflacije treba uzeti u obzir o kakvoj se inflaciji radi u pogledu njenog intenziteta, dužine trajana, porekla, itd. Neki autori ističu da inflacija ima blagotvorno dejstvo na privredna kretanja, dok drugi ističu da ona utiče razorno na ekonomiju zemlje. Kako je inflacija bolest privrednog organizma, treba istaći da su njeni negativni efekti znatno veći od pozitivnih. Negativni efekti su utoliko veći ukoliko je reč o hiperinflaciji. Ima

autora koji inflaciju slikovito upoređuju sa pijanstvom i alkoholizmom. Naime, u početku se javljaju ugodna dejstva, a tek kasnije glavobolja i mamurluk. Na početku inflacija stvara privid prosperiteta, jer dolazi do ekspanzije proizvodnje i zaposlenosti, tako da dolazi do rasta nadnica i cena. Tek kasnije radnici shvataju da je povećanje njihovih nadnica pre svega nominalno, a da u stvari dolazi do pada kupovne snage njihovih zarada. Tada nastaju pravi problemi, jer oni sada nastoje da ugrade budući rast cena (anticipirana inflacija) u svoje nadnice. Na taj način inflatorna spirala poprima dramatične razmere, pogotovo ako se ne preduzimaju nikakve mere u cilju njenog suzbijanja.

Sve posledice inflacije (umerene) možemo razvrstati u dve osnovne grupe:

- 1) direktne posledice inflacije i
- 2) indirektne posledice inflacije.

U okviru direktnih i indirektnih posledica inflacije javljaju se pozitivne i negativne posledice delovanja.

Od *direktnih pozitivnih posledica inflacije najznačajnije* su sledeće:

- a) *Podsticaj privrednog rasta i proizvodnje.* Ovo je po mnogim autorima osnovni oblik pozitivnog delovanja inflacije. Ekspanzija privredne aktivnosti, po pravilu zahteva novu, tj. dodatnu količinu novca. Povećanje novčane mase iznad optimalnog nivoa može blagotvorno da deluje na upošljavanje neuposlenih kapaciteta i radne snage. Međutim, savremena praksa pokazuje da se pozitivni efekti porasta novčane mase iznad optimuma precenjuju, jer je izvesnije da će dodatna količina novca rezultirati u rastu cena a ne u aktiviranju neuposlenih faktora proizvodnje. Naime, štampanje novca i njegovo ubacivanje u promet može da izazove kratkoročne pozitivne promene ali nikako ne može da predstavlja trajan metod ubrzanja privrednog razvoja. Pristalice umerene inflacije su impresionirani prividnom živošću koju ona u svojoj početnoj fazi ispoljava u smislu rasta zaposlenosti, zarada, nominalnog dohotka i cena, smanjenja tereta dugova i poreza, ne oseća se konkurencija, "novčana iluzija" optimistički deluje na raspoloženje, nije potrebno voditi računa o produktivnosti, uštedama i racionalizaciji, itd. Međutim, ovaj lažni procvat ubrzo počinje da jenjava, jer ga ne mogu podnositi oni čija realna primanja počinju da se smanjuju.
- b) *Stimuiisanje investicija.* Ovo je druga pozitivna posledica u uslovima niskih investicija i mogućnosti pojave krize i recesije. Naime, u uslovima inflacije veoma je isplativo finansirati nove investicije iz kreditnih izvora, jer po pravilu tada su kamatne stope negativne, tj. stopa inflacije ih premašuje. Iz tih razloga svaka investicija je rentabilna, jer se u kasnijem periodu vraća novac manje kupovne snage, tako da se ne oseća teret zaduženja.
- c) *Stimulisanje potrošnje.* Ovo je jasno uočljiva posledica inflacije, jer se tada ne isplati štedeti. Naime, potrošnja postaje vrlo privlačna, čak dolazi i

do pojave neracionalnih oblika potrošnje iz prostog razloga što se ne želi čuvati novac čija kupovna snaga opada iz dana u dan, što dovodi do bega novca u realna dobra. Međutim, tada se po pravilu gubi pozitivna veza i stimulativno delovanje potrošnje na proizvodnju, posebno kada je potrošnja usmerena na luksuznu robu, uvoznu robu, nekretnine, izgradnju novih objekata, kupovinu zemljišta, kupovinu deviznih sredstava, itd. Preterana potrošnja koja je svojstvena uslovima inflatornih kretanja rezultira u gubljenju kvaliteta proizvoda, tj. dolazi do pada ekonomičnosti i rentabilnosti u svim preduzećima, jer svaka proizvodnja bez problema nalazi svog kupca, tako da proizvođači ne moraju da brinu o kvalitetu svojih proizvoda. U uslovima inflacije vrlo često je prisutna i pojava nestašice određenih proizvoda na tržištu.

Od *direktnih negativnih posledica inflacije najizrazitije* su sledeće:

- a) Dolazi do smanjenja unutrašnje vrednosti novca, tj. njegove kupovne snage;
- b) Smanjuje se intervalutarna vrednost novca, tj. dolazi do smanjenja deviznog kursa;
- c) Usled rasta tražnje za svim vrstama dobara dolazi do smanjenja izvoza i porasta uvoza, što rezultira u stalnom pogoršanju stanja u bilansu plaćanja, tj. deficit dobija hronični karakter;
- d) Povećana tražnja dovodi do rasta cena svih roba i usluga koje su na slobodnom režimu, dok kod roba kod kojih postoji administrativna kontrola cena dolazi do značajnih dispariteta i nestašica na tržištu;
- e) Stalni rast cena onemogućava izradu kalkulacija i planiranja u preduzećima, dolazi do rasta troškova proizvodnje, a cene se formiraju za svaku isporuku posebno;
- f) Javlja se velika poslovna nesigurnost, tako da kratkoročni ciljevi izbijaju u prvi plan, dok se potpuno zapostavljaju dugoročni razvojni ciljevi;
- g) Dolazi do zapostavljanja ekonomičnosti i prelazak u vode neekonomičnog poslovanja, jer se problemi rešavaju prostim uzimanjem kredita a ne racionalizacijama u proizvodnji i rastom produktivnosti rada;
- h) Dolazi do stalnog rasta prihoda i pozitivnog rezultata zahvaljujući stalnom rastu cena a ne porastom produktivnosti rada;
- i) Brzina opticaja novca beleži stalni rast i to kao posledica "bežanja novca" u druge oblike aktive a ne njegovim boljim upošljavanjem;
- j) Svaka roba nalazi prođu na tržištu, čak i ona koja bi sigurno završila na zalihama, tako da se beleži i drastično povećanje tražnje za potrošačkim kreditima;
- k) Javljaju se i psihološki faktori koji samo produbljuju inflatornu spiralu.

Prema tome, gubici i negativna kretanja u privredi daleko nadmašuju koristi od inflacije koju ona ima na proizvodnju i zaposlenost.

Indirektne pozitivne i negativne posledice inflacije javljaju se u raspodeli i preraspodeli nacionalnog dohotka, u kojoj jedni bez krivice gube, a drugi bez razloga dobijaju. U uslovima inflacije sva lica sa fiksnim primanjima (službenici, penzioneri, štediše, stipendisti) ostvaruju gubitke, jer njihova nominalna primanja zaostaju za rastom cena. "Novčana iluzija", tj. rast nominalnih ali ne i realnih dohodaka dovodi do smanjenja kupovne snage ovih kategorija stanovništva, a da oni to često i ne osećaju (bar u početnom periodu). Ako su svesni ovog gubitka oni nastoje da ostvare dodatna primanja, nastoje što pre da se oslobode novca tako što ga pretvaraju u realna dobra ili devize. Zaostajanje nadnica zbog prisustva inflacije izaziva preraspodelu dohodaka u korist kapitalista a na račun radnika. U celini inflacija izgleda teži da poveća nejednakost dohodaka. Iz tih razloga se inflacija često koristi svesno u borbi za preraspodelu nacionalnog dohotka između različitih socijalnih grupacija. U toj borbi po pravilu dobijaju industrijalci i vlasnici trgovačkog kapitala jer mogu brzo i lako da povećavaju svoje cene, tj. da ih prilagođavaju sve većoj tražnji i da time ostvaruju ekstraprofite.

S druge strane i država beleži značajne koristi od inflacije, tako što povećava svoje učešće u raspodeli nacionalnog dohotka. *Povećavajući javne prihode* (poreze, takse, carine) po stopi većoj od rasta nacionalnog dohotka država povećava realno učešće u njegovoj raspodeli. Kako zbog rasta cena stalno rastu i lični i materijalni rashodi u budžetu, država je često prinuđena da se obraća centralnoj banci da joj nadomesti ovu razliku. To *deficitno budžetsko finansiranje* vrši se iz primarne emisije a u cilju pokrića budžetskog deficita, koji dobija hroničan karakter. Kako su savremene države značajno zadužene, one putem mehanizma inflacije nastoje da smanje teret javnih dugova, tako što upisnicima zajma vraćaju istu sumu ali sada manje vrednog novca. Prema tome, u inflaciji dužnici ostvaruju neopravdane dobitke, a poverioci neopravdane gubitke.

Ipak su najteže socijalne posledice inflacije, jer pogađaju one koje treba štititi, a štite one kojima zaštita nije potrebna. Svi koji su pogođeni inflacijom pokazuju interes da se inflacija obuzda, tj. da se izvrši stabilizacija. Ovde su bitna dva momenta: kada nastaje stvrni period stabilizacije i da li cene ostaju na zatečenom nivou ili se vraćaju na prethodni niži nivo.

Prema tome, možemo zaključiti da blaga i kratkotrajna inflacija može pozitivno da deluje na pokretanje neupošljenih faktora proizvodnje, međutim, inflaciju je danas vrlo teško držati u željenim okvirima, tako da ona po pravilu prerasta u otvorenu inflaciju sa naglašenom inflatornom spiralom. U kasnijem periodu inflacija sigurno znači primarnu emisiju novca i deficitarno budžetsko finansiranje, koje izaziva čitav niz negativnih posledica. Stoga sa sigurnošću možemo reći da su pozitivne posledice inflacije zanemarljive u odnosu na set negativnih efekata do kojih ona dovodi.

5.4. Deprecijacija novca

Vrednost novca javlja se kao kupovna moć novca u zemlji i intervalutarna ili međunarodna vrednost. Između ova dva oblika postoji uska međuzavisnost i uslovljenost.

Pod deprecijacijom novca podrazumeva se svako smanjenje vrednosti novca, bilo njegove kupovne snage na domaćem tržištu, bilo njegove intervalutarne vrednosti. U uslovima deprecijacije novca mogu se preduzimati mere za zaustavljanje procesa opadanja vrednosti novca, a to su mere monetarne korekture. Videli smo da u uslovima porasta cena roba na domacem tržištu opada kupovna snaga novca, tj. dolazi do inflacije. U vreme inflacije mogu se preduzimati mere za zaustavljanje procesa opadanja kupovne moći novca, kao i mere za zaustavljanje opadanja intervalutarne vrednosti domaće valute. U prvom slučaju radi se o dezinflaciji, a u drugom o devalvaciji. Takođe depresijacija se može ispoljiti i kao namerna ili nenamerna pojava, zatim kao faktička ili zakonska.

Dezinflacija predstavlja skup mera koje se preduzimaju u cilju smanjenja inflatornih tendencija u privredi. U te ekonomsko-političke mere spadaju: smanjenje pojedinih vidova potrošnje koje se postiže smanjenjem ili ograničavanjem budžetske potrošnje, investicione potrošnje, lične potrošnje, dezaktiviranjem pojedinih kategorija monetarnog volumena, itd. U uslovima postojanja žiralnog novca kreditna politika poslovnih banaka i emisiona politika centralne banke mogu snažno uticati na smanjenje novčane tražnje a time i na uravnoteženje ponude i tražnje, što će rezultirati u smanjenju inflatornih pritisaka.

Devalvacija je zakonsko i namerno smanjenje vrednosti domace valute u odnosu na zlato ili druge valute. To je u stvari povećanje cene strane valute, odnosno smanjenje cene domaće valute. Devalvacija se javlja kao direktna posledica inflacije i preduzima se u uslovima fiksnih ili upravljano fluktuirajućih deviznih kurseva. Devalvacijom se samo zvanično konstatuje smanjenje vrednosti nacionalne valute, koja je već zbog delovanja inflacije u privredi izgubila realnu kupovnu snagu, dok je privreda postala nekurentna. Cilj devalvacije je uravnoteženje domaćeg nivoa cena sa inostranim. Sve do prvog svetskog rata devalvacija je bila nepoznata pojava, jer je tada na snazi bilo zlatno važenje novca.

Stopa devalvacije izračunava se na sledeci način: $i = k_2 \times 100/ k_1$, gde je k_1, devizni kurs pre devalvacije, a k_2, devizni kurs posle devalvacije. Tako na primer, ako je kurs dinara prema EUR pre devalvacije 3:1, a posle devalvacije 5:1, onda je stopa devalvacije 66,67% (5 x 100/ 3), dok njegova intervalutna vrednost iznosi 33,33% njegove prethodne vrednosti. Dinar je u-posle Drugog svetskog rata devalvirao 23 puta, tj. prosečno svake druge godine. Istovremeno je izvršeno i sedam denominacija (smanjenje broja nula).

Ako pretpostavimo da je realan devizni kurs kod nas 1$ = 60 dinara, to znači da se po tom kursu izjednačava opšti nivo cena u Srbiji sa nivoom cena u SAD. Po tom kursu cena automobila od 10.000$ u SAD jednaka je ceni tog automobila kod nas od 600.000 dinara. Međutim, ako je kurs dinara na nivou od 40 dinara za 1 dolar, to znači da je dinar precenjen (daje se manje dinara za $), proizvodi iz uvoza su jeftiniji a za devize ostvarene izvozom robe dobija se manje domaćeg novca. Pri ovakvom kursu napred pomenuti automobil se u Srbiji može kupiti za 400.000 dinara, umesto za 600.000 dinara po realnom kursu. Ako je istovremeno cena takvog domaćeg automobila zbog inflacije i rasta troškova proizvodnje povećana na 650.000 dinara, značajno raste interes za uvoz automobila iz SAD. S druge strane, ako proizvođač izveze automobil za 10.000$, to znači da ce za njega dobiti samo 400.000 dinara, tako da se njemu uopšte ne isplati izvoz po tom kursu, već se uglavnom orijentiše na domaće tržište ili na čuvanje deviznih sredstava. Sve to dovodi do značajnog rasta deficita u trgovinskom i platnom bilansu.

Devalvacija je opravdana samo onda ako se izvrši u visini koja je neophodna za uspostavljanje ravnotežnih kurseva. Međutim, neke države se opredeljuju za devalvaciju u većem siepenu od stepena inflacijom depresirane valute. Tada se radi o tzv. konkurentskoj ili nekorektnoj devalvaciji, koja dobija oblik valutnog dampinga. Kako predstavlja oblik nelojalne konkurencije na duži rok je veoma opasna. Dakle, pre nego se pristupi devalvaciji neophodno je detaljno analizirati sve pozitivne i negativne efekte devalvacije, kao i njena kratkoročna brza i odgođena ili usporena delovanja. Osnovna negativna posledica devalvacije je direktno podsticanje inflacije. Ovde treba napomenuti da se do ravnoteže može doći i deflacijom, kada dolazi do smanjenja cena, ali i nacionalnog dohotka, privrednog rasta i zaposlenosti.

Uspeh devalvacije zavisi od čitavog niza faktora, vezanih za kretanja u domaćoj privredi ali i za kretanje i ponašanje svetske privrede i pojedinih zemalja. Stoga ona ne može biti jedini i isključivi oslonac stabilizacije jedne nacionalne ekonomije i instrument za uspešno uspostavljanje ravnoteže u bilansu plaćanja. Shodno tome njen uspeh zavisiće i od ostalih pratećih mera stabilizacione politike.

5.5. Aprecijacija novca

Pod aprecijacijom novca podrazumeva se svako povećanje vrednosti novca, bilo njegove kupovne snage u zemlji, bilo njegove intervalutarne vrednosti. Ovo povećanje vrednosti novca može biti zakonsko ili faktičko, namerno ili nenamerno i iskazuje se kroz povećanje njegove kupovne moći ili povećanje intervalutarne vrednosti domaćeg novca.

Rcflacija predstavlija skup ekonomsko-političkih mera koje se preduzimaju u cilju smanjenja i zaustavljanja deflatornih tendencija u privredi. Videli smo da deflaciju karakteriše takvo stanje u privredi u kome dolazi do opadanja cena roba, do smanjenja novčane tražnje, do pada proizvodnje i zaposlenosti, itd. Mere reflacije obično se sastoje u:

- 1. snižavanju kamatnih stopa, u politici jefitinog novca,
- 2. u liberalizaciji bankarskih kredita, a sve u cilju povećanja opšte tražnje i sprečavanja tendencija opadanja cena i proizvodnje.

Revalvacija je zakonsko povećanje intervalutarne vrednosti domace valute u odnosu na strane valute. Ona nastaje kao posledica porasta kupovne snage novca, do koje dolazi usled povećanja proizvodnje i produktivnosti rada, deflacije, restriktivne kreditne politike i sniženjem cena. Takođe, se preduzima u uslovima fiksnih deviznih kurseva. Njome se zakonskim putem dovodi u sklad nominalna vrednost novca sa njegovom realnom vrednošću.

Kao monetarna mera revalvacija se danas izuzetno retko preduzima iz prostog razloga jer predstavlja odbrambenu meru protiv aktivnog platnog bilansa. tako da je mogu upotrebiti samo one zemlje koje imaju suficit u bilansu plaćanja. Suštinski cilj revalvacije je podsticaj uvoza i destimulisanje izvoza roba i usluga, kako bi se suzbile inflatorne tendencije u privredi izazvane visokim suficitom u bilansu placanja. Tako je na primer Zapadna Nemačka izvršila revalvaciju marke sa 4,20 DM za jedan dolar na 4 DM za 1$. Zbog velikog priliva dolara i po tom osnovu povećane emisije domaćeg novca, a u cilju suzbijanja inflacije vođena je restriktivna monetarno-kreditna politika, što je dovelo do rasta kamatnih stopa. Međutim, atraktivna kamatna stopa privukla je tzv. "vruć novac", što je dovelo do još većeg suficita u bilansu plaćanja. Kao jedino rešenje ukazala se ponovna revalvacija nemačke marke u odnosu na dolar. Ova revalvacija izvršena je 1969.godine gde je uspostavljen novi paritet od 3,66 DM za 1$. Pored Nemačke posle Drugog svetskog rata revalvaciju svoje valute izvršile su još i Švedska i Kanada, koje su vrlo brzo preduzele suprotnu meru-devalvaciju kako bi suzbile simptome depresije i krize, koja su se javile kao posledica revalvacije.

Politički faktori i međunarodni ekonomski odnosi mogu usloviti sprovođenje revalvacije određene valute. Revalvacija nemačke marke 1972.godine i novi pritisak SAD na revalvaciju u 1973. godini predstavljaju ustupak dolaru, kako bi se poboljšao položaj američkog dolara na deviznim tržištima i kako bi se što lakše i bezbolnije lečio hronični deficit u platnom bilansu SAD.

Revalvacija se može preduzeti i zbog međunarodnog prestiža. Tipičan primer je bila Engleska, koja je uz pomoć deflacije revalvirala funtu 1925. godine, uspostavivši predratni kurs iz 1914. godine. Međutim, cena ovog poteza

je bila prevelika, jer je izazvala teške posledice u vidu nezaposlenosti i stagnacije, tako da je na kraju sprovedena devalvacija 1931. godine. U staroj Jugoslaviji je u periodu od 1925-1931. godine sprovođena politika snaženja dinara uz pomoć deflacije, što je rezultiralo u propasti velikog broja preduzeća i banaka i značajnoj nezaposlenosti. Zato su revalvacije isto tako retke kao i deflacije.

Revalvacija može nastati i bez formalnog akta države kada se na deviznom tržištu beleži rast kursa neke valute. Ako takva aprecijacija traje u jednom dužem vremenskom periodu, a uz to i pogoduje interesima konkretne zemlje, onda obično dolazi do formalne revalvacije, čime se postojeće stanje samo sankcioniše.

Kao poseban oblik revalvacije javlja se tzv. prikrivena ili tiha revalvacija, koja se javlja sa uvodjenjem poreza na izvoz i smanjenje poreza na uvoz proizvoda i usluga. Takav primer zabeležen je u Zapadnoj Nemačkoj, kada je 1969. godine uveden porez na izvoz od 4% i smanjenje poreza u istom procentu pri uvozu roba i usluga. Cilj sprovođenja ovih mera bilo je smanjenje suficita u trgovinskom bilansu ove zemlje. Efekat tihe revalvacije identičan je pravoj revalvaciji, uz naglasak da ne dolazi do promeme deviznog kursa. Međutim, po pravilu za tihom revalvacijom sledi stvarna revalvacija. Kod preduzimanja revalvacije monetarne vlasti moraju biti veoma oprezne, kako ne bi prešle u suprotnu poziciju, tj. da od suficitne postanu deficitna zemlja.

5.6. Koncepcije o valutnoj stabilizaciji

S obzirom na činjenicu da je inflacija pojava izazvana raziičitim faktorima i da se nikad ne javlja u istom obliku i sa istim obeležjima, logično je da postoje i razne koncepcije o njenom suzbijanju i svodjenju na prihvatljiv nivo. Pomenućemo neke od njih.

Ortodoksna antiinflaciona koncepcija. Ova koncepcija se zasniva na radovima Miltona Fridmana i njena suština je da se svaka inflacija može efikasno savladati putem primene *restriktivne monetarne politike.* Inflacija se može oboriti na nulti nivo ukoliko se vodi restriktivna monetarna politika na duži i srednji rok. Kratkoročna monetarna politika ne može da savlada inflaciju cena i troškova, jer postoje inercioni faktori koji ometaju stabilizaciju cena roba i usluga na ravnotežni nivo. Uporedo s tim ova koncepcija obaranja inflacije *zahteva potpunu deregulaciju ekonomije i ukidanje svakog obiika državnog intervencionizma* u cilju pospešivanja privredne aktivnosti preduzeća. Pod deregulacijom Fridman podrazumeva slobodno formiranje cena roba i usluga, plata i nadnica, kamatnih stopa i deviznih kurseva. Takođe, smatra da puna sloboda ekonomskih i kapitalnih transakcija sa inostranstvom doprinosi maksimalnom korišćenju strane konkurencije na domaćem robnom i finansijskom tržištu.

Primena ortodoksnog modela stabilizacije u praksi pokazuje sigurno obaranje inflacije, ali uz naglasak da je cena takve valutne stabilizacije vrlo visoka i da se ostvaruje kroz dugotrajni period recesije privredne aktivnosti i povećanja nezaposlenosti. To je sasvim dovoljan razlog da se traže druga rešenja i pristupi obaranju inflacije, uz menju ekonomsku i socijalnu cenu.

Strukturalistička koncepcija. Poznata je još i pod nazivom populistička antiinflaciona koncepcija. Polazi od vrlo oštre kritike primene restriktivne monetarne politike i liberalizacije cena, zbog pojave stagflacije u tranzitornom periodu, koju veoma teško podnosi svaka nacionalna ekonomija. Zato strukturalistička teorija smatra da se putem *ekspanzivne fiskaine poiitike* može obezbediti zadržavanje umerene inflacije, ukoliko se uz to primenjuje *kontrola cena i nadnica.* Čitava ova koncepcija ima za cilj da omogući ekonomski rast i to odmah, verujući da se putem porasta proizvodnje može izvršiti smanjivanje inflacije, jer se povećava ponuda roba i usluga. Ukoliko se privredni kapaciteti maksimalno koriste onda dolazi i do smanjenja troškova po jedinici proizvoda, što će pozitivno delovati u pravcu obaranja inflacije. Očigledno da je suština ove koncepcije borbe protiv inflacije u kombinaciji politike raspodele dohotka putem kontrole cena i nadnica i širokog pokretanja privredne aktivnosti u zemlji.

Heterodoksna antiinflaciona koncepcija. Inflacija po pravilu započinje deficitnim finansiranjem državnog budžeta i preteranim kreiranjem novca od strane centralne banke. U kasnijim fazama dolazi do ubrzavanja novčane cirkulacije, tako da stopa inflacije brže raste od stope rasta novčane mase, jer rastu inflatorna očekivanja i anticipacija dalje akceleracije inflacije. Ukoliko se primenjuju administrativne mere kontrole cena, plata, kamatnih stopa i deviznog kursa onda dolazi do kumuliranja ekspanzivnih snaga koje se aktiviraju u momentu kada devizni kurs mora da bude drastično devalviran. Tada inflacija prerasta u hiperinflaciju i najčešće dovodi do kraha nacionalne, ekonomije i njenog finansijskog sistema.

Zbog svih ovih razloga došlo je do pojave nove tzv. heterodoksne koncepcije, koja je upraksi poznata kao Izraelska varijanta heterodoksnog programa, a sastoji se iz primene *restriktivne fiskalne i monetarne politike* u cilju obaranja deficitnog finansiranja državnog budžeta i agregtne tražnje. Druga komponenta ovog programa je upravo hetero komponenta, koja se sastoji u *zamrzavanju cena, plata i deviznog kursa u roku od šest meseci.* Ovo zamrzavanje je postignuto uz prethodnu saglasnost preduzetnika, sindikata i države. Posle isteka unapred utvrđenog prelaznog perioda dolazi do postepenog ukidanja ograničenja robnih cena, plata i nadnica, kao i deviznog kursa.

Takođe, je važno istaći da heterodoksna antiinflaciona strategija sadrži i ortodoksnu komponentu, koja ima za cilj da suzbije osnovne faktore inflacije,

uz primenu određenih mera neposredne kontrole cena, plata i deviznog kursa. Osnovna ideja je da se putem zamrzavanja plata, cena i deviznog kursa smanji troškovna inflacija i da se stvore uslovi za realnije formiranje cena i plata u poststabilizacionom periodu. Istina u prelaznom periodu dolazi do privremenog smanjenja profitabilnosti privrede, smanjenja realnih nadnica i plata i formiranja umereno precenjenog deviznog kursa. Međutim, ovi negativni efekti moraju biti u podnošljivim granicama izdržljivosti, kako ne bi doveli do teških negativnih posledica, posebno na socijalnom planu.

Neoortodoksna antiinflaciona koncepcija. Ova koncepcija valutne stabilizacije ima teorijsku osnovu u novoj klasičnoj ekonomiji, koja stoji na stanovištu da se proces valutne stabilizacije može ostvariti u vrlo kratkom vremenskom roku bez ikakvih recesionih sadržaja, pod uslovom da se sprovodi *dovoljno restriktivna monetarna i fiskalna politika, kao i da postoji dovoljan stepen kredibilnosti tržišnih učesnika u tu politiku.* Nova klasična ekonomija smatra da se prelaz na obaranje cena i troškova može brzo postici ako postoji razvijen tržišni mehanizam i ako privredni subjekti imaju poverenje u nosioce ekonomske politike date države. Glavni zaključak teorije nove klasične ekonomije je da se može ocekivati da antiinflaciona politika u kratkom vremenskom roku obuzda inflaciju bez stvaranja recesije i nezaposlenosti, ukoliko nosioci privredne aktivnosti imaju poverenja u kreatore ekonomske politike. Ove stavove izložili su u svojim radovima poznati savremeni ekonomski pisci, kao što su Gulbert (1985.), Dornbusch (1990.), Tavlor (1985.), i mnogi drugi.

Na ovoj teorijskoj osnovi formulisani su neki antiinflacioni programi, naročito oni koje je projektovao Džefri Saks (Jeffry Sachs). U njegovim projektima antiinflacione politike naglašene su bitne komponente neoortodoksne koncepcije, ali je ona dopunjena *uvođenjem nominalnog sidra u vidu nominalnog deviznog kursa,* u cilju pojačavanja i obezbeđenja kredibilnosti makroekonomske politike. Prva praktična varijanta Saksove koncepcije bila je primenjena u Boliviji, u kojoj je u prvoj polovini 1985.godine inflacija dostigla godišnju stopu od 26.000%. Stabilizacioni program donet je avgusta 1985.godine i rezultat je bio da je hiperinflacija brzo zaustavljena, tako da se u periodu februar-oktobar 1986. godine kretala na godišnjem nivou od oko 25%. Saksov stabilizacioni program za Boliviju dao je centralno mesto stabilnom deviznom kursu, pri čemu je taj kurs bio slobodno formiran na deviznom tržištu i čak je bila uvedena konvertibilnost novca. Stabilizacija deviznog kursa Bolivijske valute bila je obezbeđena restriktivnom budžetskom i monetarnom politikom. Budžetski deficit je drastično smanjen, a ekspancija količine novca bila je dozvoljena samo u granicama neto priliva deviza. Došlo je do liberalizacije cena i slobodnog formiranja nadnica. Kamatne stope su se, takođe, formirale slobodno. Izvršena je liberalizacija uvoza i uvedena linearna carina od 20%.

Saks smatra da je uspostavljanje stabilnog i fiksnog deviznog kursa dovoljan uslov za kratkoročnu stabilizaciju, dok je fiskalna politika kijučna za dugoročnu stabilizaciju. To znači da prvi udar valutne stabilizacije pada na monetarnu politiku, da bi se kasnije stabilizacije dugoročnije garantovala putem fiskalne restrikcije, odnosno smanjivanja i eliminisanja deficitnog finansiranja države.

Ovaj koncept neoortodoksne antiinflacione politike postao je ključna opcija stabilizacione politike u postsocijalističkim zemljama, koje su krenule u proces tranzicije ka uspostavljanju tržišne ekonomije. Ovaj koncept je uz određene modifikacije bio primenjen u Jugoslaviji decembra 1989.godine, Poljskoj januara 1990.godine i u Čehoslovačkoj 1991.godine.

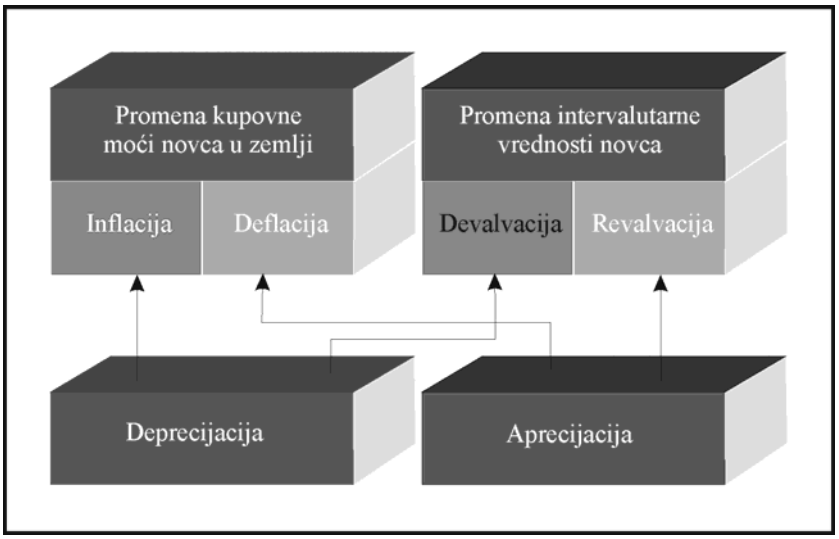
Zajednička karakteristika svih ovih stabilizacionih projekata bila je da je usvojena strategija naglog prelaza na stabilni devizni kurs kao glavno sidro stabilizacione politike. Istovremeno je kod nas došlo do *liberaiizacije cena i kamatnih stopa, dok su nadnice bile zamrznute.* Bila je uvedena *liberaiizacija uvoza* u cilju jačanja strane konkurencije. Međutim, to je imalo katastrofalne posledice na domaću proizvodnju, koja je naglo počela da opada (elektronska industrija, automobilska industrija, mašinska industrija i mnoge druge), i koja se ni do danas nije oporavila. Država je politikom *slobodne kupovine i prodaje deviza po fiksno utvrđenom kursu* totalno upropastila deviznu štednju građana, čije će se teške negativne posledice osećati još dugi niz godina.

Na osnovu izloženih koncepcija možemo zaključiti da u svakom slučaju valutna stabilizacija ne može biti ostvarena ukoliko postoji deficitarno finansiranje države i administrativna kontrola cena i nadnica. Budžetski deficit se pokriva primarnom emisijom novca, a to sigurno i nedvosmisleno izaziva povećanje tražnje, a samim tim i porast cena roba i usluga, odnosno inflatorne tendencije. Ovome treba dodati i značaj fiksnog nominalnog deviznog kursa kao centralnog sidra makroekonomske politike zemlje. *Vrhunac umetnosti u procesu stabilizacije je postići stabilnost cena roba i usiuga, stabilnost deviznog kursa, uz istovremeni porast proizvodnje i zaposlenosti* Verujemo da je stabilizacioni program bivšeg guvernera Narodne banke Jugoslavije dr Dragoslava Avramovica u tome potpuno uspeo, jer on je naglo i veoma brzo oborio jednu od najvećih hiperinflacija koju poznaje savremeni svet, uz istovremeno oživljavanje proizvodnje i zaposlenosti.

Pomenute promene vrednosti novca mogu se posmatrati sa dva aspekta i to: kao kupovna moć u domaćoj ekonomiji i kao intervalutarna vrednost. Sledeći grafikon upravo i predstavlja prikaz svih mogućih promena vrednosti novca[30].

---

[30] Dr Lovre Božina, Novac i bankarstvo, Sveučilište „Jurja Dobrile“, Pula, 2008. godina



Promene vrednosti novca

Na kraju ovog dela rada može se zaključiti da iako postoje tendencije održavanja iste visine domaće kupovne moći novca i njegove intervalutarne vrednosti, ipak promene te dve vrednosti novca ne dešavaju se uvek i obavezno zajedno jedna sa drugom.

6. FINANSIJSKI SISTEM

6.1. Pojam i karakteristike finansijskog sistema

Finansijski sistem najčešće se definiše kao odgovarajući skup institucija, instrumenata i mehanizama, putem kojih se ostvaruje mobilizacija, transfer i alokacija finansijskih resursa i novčane štednje društva[31]. Privrede na većem stepenu ekonomskog razvoja, posebno sa većom orijentacijom na ekonomske i tržišne kriterijume poslovanja i sa većim stepenom uključenosti u međunarodnu podelu rada imaju srazmerno razuđeniji i efikasniji finansijski sistem, koji sa svoje strane snažno podstiče i inicira slabiji i uspešniji ekonomski rast ovih privreda. U okviru zemalja u tranziciji i grupacije zemalja sa adiministrativnim upravljanjem, tokovima privrede, funkcioniše uglavnom nestvarni i neprofesionalni tip finansijskog sistema i zato on predstavlja autonomnu kočnicu za brži i ravnotežniji razvoj i rast privreda.

Finansijski sistem je deo ekonomskog sistema zemlje, koga čine fiskalni i monetarni sistem. Finansijski sistem se definiše kao konkretni skup institucija finansijskog tržišta, instrumenata i mehanizama usmerenih ka mobilizaciji, koncentraciji, transferu i alokaciji finansijskih resursa i novčane štednje društva. Odnosno, finansijski sistem predstavlja skup finansijskih tokova, fmansijskih institucija i finansijskih instrumenata. U osnovi finansijskog sistema nalaze se sledeći elementi:

- 1) *finansijska štednja,* kao finansijska osnova ekonomskog i finansijskog sistema;
- 2) osnovni *tokovi transferisanja štednje;*
- 3) *finansijske institucije* za transferisanje štednje i
- 4) finansijska tržišta, koja omogućavaju promet *finansijskih instrumenatar.*[32]

[31] Srboljub Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990. godina
[32] Radmilović Stanko, Finansijska tržišta, Financing centar, Novi Sad, 1994.

Finansijski sistem igra veoma važnu ulogu u ekonomskom razvoju zemlje Brojnim empirijskim istraživanjima je utvrđeno da postoji pozitivna korelacija između karakteristika finansijskog sistema i ekonomskog razvoja zemlje. Ovu tvrdnju teorijski potkrepljuje *Pagano,* pokazujući kako finansijski razvoj može imati pozitivan efekat na privredni rast i razvoj. On ističe ulogu finansijskih institucija, prevashodno banaka, u pružanju značajnih usluga, kao što su: olakšavanje trgovine, hedžinga, diverzifikacije i udruživanja rizika, što stimulativno deluje na štednju i njenu alokaciju u najefikasnije investicione projekte putem skrininga (kompjuterskog listanja akcija) i monitoringa korisnika sredstava. Pozitivan doprinos finansijskog sistema na proces ekonomskog rasta zavisi prevashodno od toga kako je dizajniran finansijski sistem.

Teorija i praksa potvrđuju zakonitost da što je privreda razvijenija. Razuđeniji je i efikasniji finansijski sistem. Međutim, među teoretičarima postoji neslaganje o primarnom uticaju finansijske ili realne sfere. Pristalice tradicionalnog shvatanja polaze od stava da realni sektor determiniše kretanja u finansijskom sistemu. U današnjem trenutku se izdvaja mišljenje sve većeg broja ekonomista da je razvoj finansijskih i monetarnih sektora prethodni uslov razvoja realne ekonomske aktivnosti. Pristup najpribližniji praksi je interakcioni koncept u čijoj osnovi je razvoj finansijske i monetarne sfere kao dopuštajućeg faktora razvoja realne sfere, što znači da se insistira na dinamički međusobno uslovljenom odnosu realne i fianansijske sfere.

Empirijska istraživanja pokazuju da u razvijenim privredama dominira finansijska nad realnom sferom, dok je u zemljama u razvoju i tranzitornim ekonomijama obrnuta situacija. U ovim poslednjim osnovnu polugu bankarskog sistema čini bankarska industrija. Međutim, dolazi i do osnivanja i funkcionisanja finansijskih tržišta, od kojih se očekuje da u doglednoj budućnosti postanu alternativni mehanizam finansiranja privrede u vidu direktnih transfera akumulacije između finansijski suficitnih i deficitnih transaktora. Na taj način došlo bi do smanjenja, tj. relativizacije oligopolskog položaja banaka. Kada je reč o razvoju finansijskih tržišta, valja skrenuti pažnju da se svi segmenti neće razvijati istim intenzitetom. Naime, praksa pokazuje da najpre dolazi do razvoja tržišta novca, pa deviznog tržista, zatim tržišta državnih obveznica i na kraju tržišta akcija i obveznica čiji su emitenti preduzeća.

Finansijski sistem ima sledeće tri funkcije:

- 1) vrši mobilizaciju i koncentraciju slobodnih finansijskih sredstava, odnosno akumulacije,
- 2) omogućava efikasnu i racionalnu alokaciju tako prikupljenih sredstava, kao i društvenog kapitala u najprofitabilnije projekte i
- 3) predstavlja finansijski servis privrede i građana (potrošača).

Finansijski sistem odlikuje velika adaptibilnost, jer se veoma dinamično prilagođava promenama nastalim u realnoj sferi ekonomije. Ovakvo ponašanje finansijskog sistema moguće je zato što se u okviru njega obavljaju stalne inovacije metoda, mehanizama i instrumenata poslovanja. Stalno se radi na koncipiranju fleksibilnih poslovnih strategija i operativnih taktika. Osnovna institucionalna pretpostavka efikasnog finansijskog sistema jeste prisustvo razuđene mreže različitih i funkcionalno povezanih finansijskih institucija, koje vrše intertemporalno i interpersonalno preusmeravanje slobodnih fondova uz prihvatljiv stepen kompetativnosti, sigurnosti i kvaliteta finansijskih usluga.

6.2. Vrste finansijskih sistema

Bazična uloga finansijskih posrednika je da pomognu preduzećima, stanovništvu i državi u finansiranju njihovih potreba i da sačuvaju ili ulože njihova likvidna sredstva u svetu koji je pun tržišne neperfektnosti. Sa aspekta transformacije sredstava u ekonomiju, razlikujemo dva glavna tipa finansijskih posrednika: banke ili indirektno finansiranje i tržište ili direktno finansiranje. Finansijski posrednici su specijalizovane institucije za kreiranje finansijskih instrumenata i aktiviranje odgovarajućih mehanizama pomoću kojih se ostvaruju programi štednje, investicija, proizvodnje i kreiranja novog dohotka i akumulacije.

Banka se permanentno nalazi u poziciji izmedu krajnjeg zajmoprimca i krajnjeg zajmodavca, tj. između finansijski deficitnih i suficitnih jedinica.

U tržišnom ili direktnom finansiranju finansijski posrednik se uopšte ne javlja između zajmodavca i zajmoprimca ili to čini samo u kratkom periodu. Hartije koje emituju deficitne jedinice kupuju krajnji zajmodavci. Stoga finansijski posrednici formiraju ponudu i tražnju ovih instrumenata, stavljaju ih u opticaj ili vrše njihovo preuzimanje. U indirektnom finansiranju posrednici, tj. banke deluju kao delegirani savetodavci. Ovo je efikasna solucija za rešavanje problema koji se javljaju na finansijskim tržištima, gde je struktura savetodavnih usluga za emitovanje obveznica ili akcija slaba. Fiksni troškovi monitoringa su krucijalni u procesu informisanja učesnika na finansijskom tržištu, tako da je mnogo efikasnije da specijalisti prate i savetuju preduzeca, nego da svoje usluge usmeravaju prema velikom broju individualnih investitora. Posrednici prikupljaju sredstva od depozitara, tj. investitora, obećavaju im fiksne prinose i vrše diverzifikaciju ovih fondova ulažući ih u razne projekte. Na ovaj način vrši se redukcija rizika i nudi se diverzifikacija sredstava njihovim vlasnicima.

U strukturi finansijskih sistema javljaju se tri najvažnija učesnika: finansijska tržišta, finansijske institucije i finansijska regulativa. Problematikom arhitekture finansijskih sistema bavili su se brojni autori. *Hellwig* naglašava da posmatrano sa stanovišta siromašne teorijske perspektive, finansiranje od strane

banaka je superiorniji način finansiranja u odnosu na direktno finansiranje putem tržišta. On dalje ističe potrebu za sistematičnijim analizama odnosa između modela finansiranja i mehanizma preuzimanja finansijskih obaveza. *Boot i Thaker* u svojim finansijskim analizama arhitekture finansijskih sistema nastoje da predvide optimalan finansijski sistem. Smatraju da će se optimalan finansijski sistem razvijati u pravcu bankarskog finansiranja, ako zajmoprimci imaju relativno lošu kreditnu reputaciju, odnosno u pravcu razvoja finansiranja preko tržišta kapitala, ako zajmoprimci imaju relativno dobar kreditni rejting, uz mogućnost unapređenja donošenja realnih investicionih odluka baziranih na informacijama zasnovanim na tržišnim cenama. Implicitno, tržišno finansiranje je superiornije od bankarskog finansiranja, kada je asimetričnost informacija slabija u prvom u odnosu na drugi slučaj.

Empirijske analize o arhitekturi finansijskih sistema javljaju se sa zakašnjenjem, tj. nakon finansijskih inovacija, koje su se razvile u teoriji finansijskog posredovanja tokom 80-ih i 90-ih godina XX veka. *Mayer* naglašava da Britanske, Francuske, Nemačke i Japanske firme koriste bankarske zajmove kao osnovni izvor eksternih investicija, dok jedino u SAD tržište obveznica ima isti značaj kao i bankarsko finansiranje. Do sličnih zaključaka došli su i *Corbett i Jenkinson,* koji su radili analizu za period od 1970-1989. godine, uz napomenu da učešće eksternog finansiranja u Japanu iznosi 31%, u Nemačkoj 19% a u SAD samo 9%, pri čemu više od polovine ovih sredstava potiču iz bankarskih izvora.

Pozitivan doprinos finansijskog sistema na proces ekonomskog rasta zavisi prevashodno od toga kako je dizajniran finansijski sistem. Zemlje u tranziciji imaju mogućnost da se opredele za tržišno orijentisani finansijski sistem u kome postoji naglašena razdvojenost između vlasništva i kontrole ili za bankarsko orijentisani sistem, gde banke predstavljaju glavni kanal finansiranja i glavnog partnera u korporativnom upravljanju. Postoje brojni argumenti za i protiv i jednog i drugog tipa finansijskog sistema.

U *tržišno orijentisanim finansijskim sistemima,* finansijska tržišta su dobro razvijena a u finansijskoj industriji zastupljena je snažna konkurencija, gde posebno mesto pripada institucionalnim investitorima. Zasniva se na striktnoj podeli funkcija komercijalnih i investicionih banaka. Centralna banka vršeći prudencijalnu kontrolu i kontrolu obaveznih rezervi odgovorna je za stabilnost komercijalnih banaka. U slučaju pojavljivanja nekih problema u njihovom funkcionisanju centralna banka im može odobriti i kredite za likvidnost. S druge strane investicione banke su pod nadzorom državne komisije za berze i hartije od vrednosti, koja vrši superviziju njihovog kapitala. Na ovaj način izbegavaju se masovnija bankrotstva. Za ovaj tip finansijskog sistema karakteristična je mnogo liberalnija finansijska regulacija, nego li u *bankarsko orijentisanim sistemima.* Po teoriji endogenog razvoja finansijski razvoj doprinosi povećanju efikasnosti alokacije kapitala. Zakonska regulativa je primarni faktor, ili čak

preduslov, za brži razvoj banaka i finansijskih tržišta. Pristalice tržišno orijentisanog sistema ističu da je kreacija tržišta kapitala neophodna za podsticanje procesa privatizacije državnih preduzeća i za uklanjanje državne kontrole nad industrijom i trgovinom. Razvijeno tržište kapitala, takođe, nudi značajne domašaje u disciplinovanju menadžmenta firmi. S druge strane, flnansijska tržišta su vrlo pogodna za privlačenje stranih investicija, tj. nedostajućeg kapitala. Oponenti bankarsko orijentisanog sistema ističu brojne nedostatke, koji posebno dolaze do izražaja u bivšim socijalističkim zemljama, gde postoje značajni problemi sa realnim vrednovanjem akcija. Ukoliko banke raspolažu kontrolnim paketom akcija, to podrazumeva da se u njihovoj nadležnosti nalazi izbor i postavljanje menadžerskog tima na čelu tih firmi, što će usloviti oskudicu ljudskih resursa u bankama. Naime, nerealno je očekivati da će tako određen menadžment ostvariti bolje rezultate od već postojećeg. Sistem univerzalnog bankarstva vodi kartelizaciji finansijskog sektora i usporavanju, ili čak kočenju razvoja tržišta kapitala. Privatizacija putem javne ponude akcija može podstaći razvoj tržišta kapitala, direktno kroz kapitalizaciju tržišta i kroz veću valuaciju akcija i likvidnosti, a indirektno kroz povećanje mogućnosti za diverzifikacijom portfolija, ubrzanje razvoja institucionalne infrastrukture i kroz povećanje poverenja investitora. Mada se radi o alternativnim mehanizmima sa prednostima i nedostacima, očigledno je da mehanizam otvorenog fmansijskog tržišta ima veću mikrofinansijsku efikasnost, ali i inicira veću nestabilnost finansijskih i realnih tržišta.

Zbog toga ne treba da čudi što najnovije tendencije u razvijenim ekonomijama ukazuju na konvergenciju (približavanje) navedenih finansijskih sistema. U bankarski orijentisanim finansijskim sistemima dolazi do bržeg razvoja tržišta kapitala, posebno sekundarnog tržišta i do povećanja učešća akcionarskog kapitala u finansiranju privrede. Suprotno ovome, u tržišno orijentisanim finansijskim sistemima dolazi do smanjenja akcijskog kapitala u privredi, jer kompanije otkupljuju sopstvene akcije na tržištu, zamenjujući ih kreditnim instrumentima (krediti od banaka, obveznice).

6.3. Indikatori razvijenosti finansijskih sistema

Za sagledavanje dostignutog stpena razvijenosti finansijskih sistema mogu da se koriste različiti pokazatelji. Pokazatelje razvijenosti finansijskih sistema čine sledeći indikatori:

- *1) Dostignuti nivo direktnog finansiranja privrede.* Direktno finansiranje postoji onda kada vlasnik i korisnik slobodnih novčanih fondova direktno, bez posredovanja intermedijarnih finansijskih institucija, uspostavljaju odnose. Sto je učešće direktnog finansiranja u privredi veće, to znači da je i finansijski sistem razvijeniji, i obrnuto.

- *2) Razvijenost sekundarnog tržišta kapitala.* Sekundarno tržište je tržište na kome se vrši druga i svaka dalja trgovina već emitovanim finansijskim instrumentima. Ukoliko se u nekoj nacionalnoj ekonomiji finansijske transakcije na finansijskom tržištu uglavnom obavljaju na primarnom tržištu (na njemu se vrši emisija i prva prodaja hartija od vrednosti), a daljeg života nema na sekundarnom tržištu, onda je to siguran znak da je reč o nerazvijenom finansijskom sistemu.
- *3) Raznovrsnost finansijskih institucija.* Ako u nekoj nacionalnoj ekonomiji pored banaka postoje i druge institucije, kao što su: penzioni fondovi, investicioni fondovi, osiguravajuće organizacije, brokersko-dilerske kuće, eskontne kuće, itd., onda kažemo da egzistira razvijen finansijski sistem. Međutim, ukoliko je struktura finansi- jskih institucija svedena na jednu ili dve vrste, onda je reč o nerazvijenom finansijskom sistemu.
- *4) Struktura novčane mase.* Ako u privredi dominira učešće depozitnog novca u novčanoj masi, uz neznatan udeo gotovog novca, onda se radi o razvijenom finansijskom sistemu. Međutim, ako se beleži veliko učešće gotovog novca u ukupnim ekonomskim transakcijama, to je pouzdan indikator značajnog prisustva sive ekonomije i nelegalnih tokova novca, što karakteriše nerazvijene finansijske sisteme.
- *5) Odnos novčane mase prema nominalnom društvenom proizvodu, odnosno obimu ekonomskih transakcija.* Ukoliko u privredi postoji velika tražnja za depozitnim i /ili gotovim novcem, to znači da u njoj postoje velike količine neaktivnog novca, da je brziina novčanog opticaja mala i da je finansijsko tržište nerazvijeno, što odslikava nerazvijen finansijski sistem.

U okviru zemalja OECD-a kao pokazatelj razvijenosti finansijskih sistema koristi se tzv. *Goldsmitov sintetički pokazatelj* finansijske razvijenosti, koji pokazuje odnos između vrednosti finansijskih instrumenata (državne hartije, privatne obveznice, akcije i hartije intermedijarnih finansijskih institucija) i nacionalnog bogatstva.

Tek nakon temeljne analize svih pobrojanih indikatora i komparacije njihovih vrednosti sa respektivnim veličinama u drugim, prevashodno razvijenim zemljama mogu se davati sudovi o dostignutom stepenu razvoja fmansijskog sistema bilo koje zemlje.

6.4. Finansijski sistemi zemalja u tranziciji

Razvoj ekonomije u savremenom svetu karakteriše intezivan proces sistemske harmonizacije prakse i vođenja ekonomske politike na svim nivoima. U

poslednjoj deceniji XX veka, došlo je do dramatičnih promena u političkoj, privrednoj, a takođe i finansijskoj sferi u zemljama u tranziciji.

Tranzicija, je teorijski predstavljan evolutivni prelazak socijalizma u kapitalizam. Početak tranzicije karakteriše odustajanje od socijalističkog principa. To podrazumeva veoma složen proces sa ozbiljnim ekonomskim i političkim posledicama. Sprovođenje tržišnih principa u privređivanju podrazumeva povratak na kapitalističke principe. Cilj ekonomske tranzicije je uspostavljanje tržišne privrede sa privatnom svojinom kao preovlađujućim svojinskim oblikom i integralnim tržištem kao osnovnim oblikom regulacije ekonomskih tokova zemalja u kojima se ona sprovodi.

Razvijena finansijska tržišta su osnovni kriterijum uspeha ekonomske tranzicije. Bez razvijenih finansijskih tržišta, privatizacija ne ostvaruje tranziciju prelaska sa socijalističkih na kapitalističke principe. Glavni efekti ekonomske tranzicije su rast efikasnosti i kompatibilnost sa relevantnim okruženjem.

Problem održivog razvoja predstavlja dosta kompleksan faktor tokom tranzicije. Donosioci odluka moraju u veoma ograničenom roku da izgrade novi društveno-ekonomski institucionalni sistem i sprovedu masovnu privatizaciju, rehabilitaciju infrastrukture i rekonstrukciju socijalne sfere.

Evropske zemlje u tranziciji započele su reforme svojih finansijskih sistema pre petnaest godina. Najznačajniji deo reformi ove oblasti u pomenutim zemljama bio je izgradnja infrastrukture, institucija i tržišta kreditnih poslova, koncipiranih kroz uspostavljanje novih struktura i načina njihovog finansiranja. Svi zakoni zemalja u Tranziciji koji uređuju funkcionisanje finansijskih sistema zadovoljavaju evropski minimalni standard iz ove oblasti.

Sektor finansijskih usluga pokazuje napredak i razvoj u celoj jugoistočnoj Evropi. Promene u toj oblasti veoma su dinamične, gotovo da su svi segmenti zakonski pokriveni. Bankarski sistem Srbije gotovo da je izašao iz perioda tranzicije, i danas može se konstantovati posluje po principima moderne tržišne ekonomije. Međutim, još uvek kod finansijskih usluga postoji problem vezan za neusklađenost pojedinih zakonskih odredbi, što se manifestuje kroz pojavu pravne dvosmislenosti. Ovaj problem se već rešava kroz kreiranje institucija i njihovo jačanje, pre svega kroz njihovu samostalnost, stručnost kao i nezavisnost od političkih dešavanja.

Bankarski sektor u Srbiji u periodu 2001-2008 godina značajno se transformisao, a broj banaka gotovo se prepolovio. Od postojećih 38 banaka, 21 je u većinskom vlasništvu inostranih akcionara i one obuhvataju 77 odstvo ukupne bilansne sume.

Druga polovina prve decenije ovoga veka biće odlučujuća za zemlje Balkana. Privrede ovih zemalja zaostaju ne samo za razvijenim zemljama Evrope, već i za onima u srednjoj Evropi i uopšte u odnosu na zemlje u tranziciji

koje su se poslednjih godina pridružile Evropskoj Uniji. To se najbolje može zaključiti na osnovu podatka da većina balkanskih zemalja ima BDP (bruto domaći proizvod) po glavi stanovnika, meren kupovnom snagom, ispod 30 odsto u odnosu na prosek Evropske Unije (25 članica).

Ukoliko se održi trend rasta BDP u ovim zemljama (poslednjih nekoliko godina on je iznosio prosečno oko 50 odsto), i ako se poveća konkurentnost njihovih privreda treba očekivati proces integracije sa Evropskom Unijom. Najbolji primer za takve konstatacije su primeri Rumunije i Bugarske koje su već prvog dana 2007. godine postale članice ove Unije. Do prve polovine druge decenije i sve preostale zemlje ovog regiona postaće članice Evropske Unije, čime će na ovim prostorima biti završen proces tranzicije.

Tranzicija bankarskog sektora započeta krajem prošlog veka obuhvata veliki broj globalnih promena u strukturi, karakteristikama i tipovima proizvoda i usluga koje nude bankarske asocijacije u obliku finansijskih proizvoda i usluga, i to kako u razvijenim tržišnim privredama (SAD i zemlje EU), tako i u zemljama u tranziciji. Posmatrano prema oblastima kod kojih je došlo do najvećih pomena mogu se iskristalisati tri značajna:

- 1. konsolidacija,
- 2. ujedinjavanje i
- 3. konkurencija.

Kod razvijenih zemalja taj proces je okončan, dok zemlje u tranziciji brzim tempom idu prema uređenju bankarskog sektora kakav je kod razvijenih.

Pomenute tri oblasti uslovile su da savremeni bankarski sistem karakterišu nova obeležja pre svega sa aspekta boljeg i kvalitetnijeg funkcionisanja ovog tako važnog segmenta nacionalnih ekonomija.

Za uspešno poslovanje na otvorenom tršištu nephodno je poštovanje nove menadžment filozofije koja se ogleda kroz veće adaptiranje prema tržišnim uslovima i orijentisanje ka karakteristikama istog u zavisnosti od nivoa razvijenosti i dostignutog standarda u ovoj oblasti.

Bankarsko poslovanje na otvorenom tržištu postaje sve rizičnije što ukazuje da je nephodno podići na veći nivo stepen upravljanja rizikom.

Tranzicija u ekonomskom smislu predstavlja prelaz iz netržišne u tržišnu privredu. Karakteristično je ukazati na neke pojave koje je prate tokom njenog nastanka i sprovođenja u praksi.

Pre svega to je nedostatak obrtnih sredstava koja su u prethodnom periodu potrošena, a da blagovremeno nisu dostigla optimalnu veličinu, koja bi obezbedila nesmetano funkcionisanje ekonomije zemalja u tranziciji.

Ta činjenica je uslovila i nedostatak novčanih depozita, koji je jedan od osnovnih elemenata za održavanje kreditnog potencijala poslovnog bankarstva,

koje u kombinaciji sa sopstvenim novčanim potencijalom čini ukupni raspoloživi kreditni potencijal iz koga treba da se emituju krediti za reprodukciju i nove investicione programe.

Ekonomska kriza odrazila se takođe i na pojavu fenomena neraspolaganja sopstvenim realnim finansijskim sredstvima od strane privrednih subjekata, iz razloga što su tokom tranzicije potrošena za nerentabilne proizvodne programe i plate zaposlenih uz sve prateće poreze i doprinose, iako one realno nisu zarađene prodajom roba i usluga, što se negativno i odrazilo na poslovanje privrede u uslovima tranzicije.

Privredu u tranziciji, takođe karakteriše i poslovanje koje ne obezbeđuje ni ostvarenje dobiti i profita, tako da su privredni subjekti primorani da koriste tuđa novčana sredstva, odnosno kredite na koje plaćaju znatno visoku kamatu, što dodatno povećava rashode. U takvim uslovima poslovne banke se izlažu dodatnom riziku naplate glavnice i kamate po osnovu emitovanih kredita, što se po njih može vrlo negativno odraziti.

U poređenju uslova u kojima funkcionišu preduzeća, značajno je istaći da je u razvijenim zemljama Trijade (Evropska Unija, SAD i Japan) profitna stopa koja se iz poslovanja ostvaruje uvek viša od kamatne stope na pozajmljena novčana sredstva. Dok je situacija u zemljama u tranziciji obrnuta, odnosno kamatna stopa je znatno viša od profitne stope.

Za tranzicione procese i njihov uspeh veoma je značajna uloga i mesto koje pripada monetarno-kreditnoj politici, njenim instrumentima, organima i njihovoj efikasnosti.

Glavni instrumenti monetarno-kreditne politike su:

- dejstvo na kamatnu stopu
- dejstvo na volumen kredita
- dejstvo na monetarnu masu.

Uspeh ili neuspeh monetarno-kreditne politike zavisi i od instrumenata fiskalne politike kao i drugih mera ekonomske politike koje doprinose ubrzanju tranzicije.

Monetarno-kreditna politika i njeni instrumenti predstavljaju onaj deo ekonomske politike preko kojih se utiče na obim kredita, a preko kamatne stope na stvaranje i poništavanje novca tj. na celokupnu novčanu masu.

Novčana kretanja i napajanje privrede novcem utiču na ponudu i tražnju, kretanje dobiti, zaposlenost, reprodukciju, raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka, na štednju i nivesticije. Ta kretanja utiču na makroekonomsku ravnotežu ili strvaranje disproporcija, na nivo i stabilnost cena, na poremećaje na tržištu.

Monetarna politika može biti ekspanzivna ili restriktivna u zavisnosti od konkretnih situacija u privredi. Ako postoji viši stepen tražnje onda treba: povećati kamatne stope, otežati uslove kreditiranja i tako uticati na smanjenje novčane mase, to je ekspanzivna politika. Dok je kod restriktivne politike obrnut slučaj.

Najznačajniji instrument u politici centralne banke je određivanje eskontne ili diskontne stope po kojoj centralna banka otkupljuje od poslovnih banaka menice i druge vrednosne papire, kao i određivanje svih ostalih uslova oko reeskonta. Promena visine eskontne stope ima neposredan uticaj na visinu kamatnih stopa poslovnih banaka, jer se time utiče na stanje ponude i tražnje kredita i novca. Jako je važno da postoji organizovano tržište novca i kapitala. U našim uslovima kamata mora da predstavlja cenu za pozajmljena sredstva i tebalo bi da bude objektivni indikator za efikasnost ulaganja. Za vreme restriktivne monetarne politike eskontna stopa se povećava mada s druge strane smanjivanje eskontne stope nema tako direktan efekat na kreditnu ekspanziju, zbog čega koristi instrument obaveznih rezervi poslovnih banaka. Danas obavezne rezerve predstavljaju standardni instrument za regulisanje ukupnog kreditnog potencijala komercijalnih banaka. Poslovne banke formiraju rezerve likvidnosti veće od obaveznih rezervi čime ne mogu potpuno neutralizovati politiku centralne banke u pogledu obima kredita i mogućnosti praćenja kretanja novčane mase.

Osnovni zadatak monetarno kreditne politike je da obezbeđuje odgovarajuću količinu novca ili kredita za nesmetano odvijanje procesa reprodukcije. Najvažniji uzroci nestabilnosti i poremećaja su iz domena kreditiranja i kreditne politike, što važi i za našu privredu koja se nije pridržavala zdrave kreditne politike pa je došlo do disproporcionalnosti i nestabilnosti u razvoju. Centralna banka nije bila samostalna u regulisanju globalnog kreditnog potencijala banaka. Pored stalnog porasta kredita i novca koje je nesrazmerno povećanju proizvodnje, imamo stalnu prisutnu nelikvidnost, opštu finansijsku nedisciplinu, neodgovornost prema obvezama, nerealni prikaz stanja, preduzeća i banaka itd.

Za privredu je jako važno da ima dovoljnu količinu novca koji može kvalitetno da obavlja svoje funkcije i kojim će se obezbediti realizacija BDP. Nedovoljna količina novca dovodi do teškoća u realizaciji roba i usluga, dok preterana količina novca dovodi do porasta cena, inflacije itd. Obim novčane mase dugoročno posmatrano stalno raste zbog porasta društvene proizvodnje i robnog prometa, ali je jako važna brzina opticaja novca na čije povećavanje utiče usavršavanje bankarsog sistema. Brzina opticaja novca u našoj privredi je nestabilna zbog niza institucionalnih izmena u sistemu privređivanja. Najvažniji izvor povećanja novčane mase je kreditna aktivnost poslovnih banaka koja je kod nas bila suviše liberalna, neodmerena i nedovoljno selektivna, što je uticalo na rast cena.

Kod nas je sada prisutna izrazito restriktivna monetarna politika. Kamatne stope su još uvek visoke, pa realni sektor privrede ne može da ih podnese.

Istovremeno sa porastom kamatnih stopa, u cilju smanjivanja agregatne tražnje i uravnoteženja budžta, država je drastično smanjila budžetske investicije. Preduzeća ne mogu da dobiju zajmove koji su im bitni za opstanak i razvoj pa obim proizvodnje i BDP se smanjuje mnogo brže nego što opada zaposlenost, zbog čega su naglo pale realne zarade i dolazi do daljeg opadanja tražnje za domaćim proizvodima. U našoj privredi ne postoji visok stepen fleksibilnosti cena u oba pravca, pa pad agregatne tražnje nije izazvao pad robnih cena već je došlo do suprotnih kretanja. Zbog liberalizicije i otklanjanja dispariteta cena, pada proizvodnje, smanjenja ponude i rasta fiksnih troškova po jedinici proizvoda, cene rastu. Privreda ulazi u recesiju budući da nema svoja finansijska sredstva, povoljne kredite i odgovarajuće podsticaje. Zastoji u plaćanju stvaraju praksu trampe između preduzeća što može da doprinese smanjivanju budžetskih i fondovskih prihoda. Opšta nelikvidnost u privredi prenosi se i na bankarski sistem zbog odlaganja plaćanja kamata i dospelih kredita banaka, što može usloviti povećanje rizika naplativosti od strane banaka i time ugroziti njihovo dalje poslovanje.

Na osnovu prikaza finansijskih sistema zemalja u tranziciji proizilazi da Ekonomska tranzicija predstavlja radikalnu reformu sistema, kako bi se ostvarila liberalizacija trgovine i finansijskih tokova, privatizacija privrede i razvoj integralnih tržišta u čijem se centru nalazi tržište kapitala.

U ekonomskoj literaturi jasno je iskristalisan stav da tranzicija i ekonomske reforme podrazumevaju:

- proces stabilizacije (cena i kursa),
- proces liberalizacije (cena, tržišnih odnosa i međunarodne razmene), i
- proces izgradnje i usavršavanja institucionalnih okvira tržišne privrede, oslanjanje na privatnu svojinu, slobodnu konkurenciju i vladavinu prava.

Razvoj finansijskih tržišta u zemljama u tranziciji u poslednjoj deceniji odvijao se uz podršku sprovedenih strukturnih reformi i unapređenja makroekonomske stabilnosti. Zakonski okvir unapređivanja finansijskih tržišta, uglavnom je težio harmonizaciji sa standardima Evropske Unije.

Bankarske direktive su od početka tranzicije bile ugrađivane i ugrađuju se u nacionalna zakonodavstva. Većina banaka u zemljama koje pristupaju EU su kontrolisane od strane inostranih bankarskih grupacija. Strani investitori, takođe su aktivni u pružanju drugih finansijskih usluga (osiguranje, investicioni fondovi).

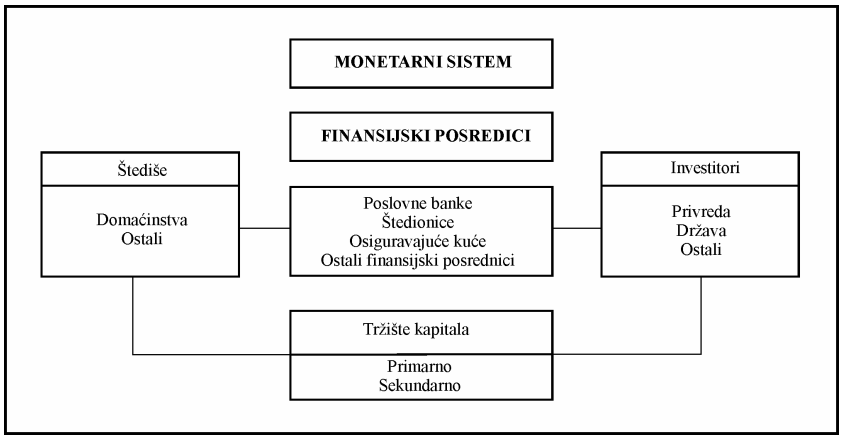
Izgradnja zakonodavne regulative, zaštita akcionara, adekvatnost prudencialne regulative i supervizije i finansijska transparentnost, predstavljaju ključne momente koji su određivali da li su liberalizacija kapitalnih transakcija i veća otvorenost globalnim tržištima doneli koristi ili štete ekonomijama ovih zemalja, jer su one postale osetljive na eksterne faktore.

7. MONETARNO-KREDITNA POLITIKA

7.1. Pojam, sadržina i uloga monetarno-kreditne politike

Finansijski sistem nacionalne ekonomije ima tri najvažnije društvene funkcije[33].

Prvo, mobilizacija (koncentracija) akumulacije i njen efikasan raspored (alokacija) na odgovarajuće puktove društvene reprodukcije. Drugo, kreiranje odgovarajućih instrumenata i medijima držanja imovine subjekata. I treće organizovanje racionalnih metoda i oblika plaćanja u ekonomskom sistemu. Finansijski sistem predstavlja u savremenim uslovima i veoma važan izvor statističkih podataka i informacija, drgaocenih za ekonomska istraživanja funkcionisanja privrede i formulisanje planova i politike razvoja ekonomije. Monetarni sistem može se šematski prikazati:



Nacionalna ekonomija svake zemlje, putem definisanja ekonomske politike, preduzima niz mera da bi obezbedila brži i skladniji privredni i socijalni razvoj društva.

[33] Srboljub Jović, Opet citirano delo

Ukupnost tih mera svrstava se pod zajednički pojam "ekonomska politika". U okviru opšte ekonomske politike značajno mesto imaju njeni segmenti: monetarna, kreditna i devizna politika, te je neophodno ove segmente ekonomske politike pojmovno razgraničiti, uz napomenu da se oni uzajamno dopunjuju i uslovljavaju.

Monetarna politika mogla bi se definisati kao onaj deo opšte ekonomske politike koji se sastoji u merama koje deluju na tok privrednog života putem stvaranja, poništavanja, raspodele i preraspodele novčane kupovne snage[34]. Osnovni cilj monetarne politike je da obezbedi potrebnu količinu novca za obnavljanje resursa u proizvodnji i kontinuitet reprodukcije. Sprovodi je centralna banka. Prema tome, monetarna politika je deo ekonomske politike, koja ima osnovni zadatak da reguliše količinu novca u opticaju, da održava ravnotežu između robnih i novčnih fondova, da omogući nesmetano odvijanje robnog promena i stabilno kretanje celokupnog procesa društvene reprodukcije.

Kreditna politika predstavlja deo ekonomske politike kojom se utvrđuje način kreiranja novčanih sredstava gde preovlađuje kreditni odnos i način usmeravanja novčanih sredstava u proces reprodukcije. Kreditna politika, osim globalne ciljne funkcije, usmerava novčana sredstva prema onim sektorima i za one namene koje su utvrđene kao prioriteti u ekonomskoj politici zemlje. Drugim rečima, kreditna politika je sredstvo za ostvarivanje ciljeva monetarne politike, jer se odobravanjem kredita stvra novac i preraspodeljuje postojeća kupovna snaga. Ona može uspešno da doprinese mobilizaciji nedovoljno korišćenih faktora proizvodnje, da utiče na obim i regionalno usmeravanje uvoza i izvoza, da utiče na obim potrošnje, itd. Zbog uslovljenosti i povezanosti monetarne i kreditne politike u praksi se najčešće koristi zajednički izraz, tj. Monetarno-kreditna politika.

Monetarna politika predstavlja efikasan instrument, ali nije svemoćna da reši sve probleme u finansijskoj i ekonomskoj sferi jedne nacionalne ekonomije. Zato je neophodno uskladiti monetarno-kreditnu politiku sa ostalim segmentima ekonomske politike: fiskalnom politikom, politikom dohotka i cena, politikom spoljnotrgovinske razmene, deviznom politikom, politikom zaduživanja u inostranstvu, itd. Kakva će biti uloga monetarno-kreditne politike u jednoj nacionalnoj privredi u velikoj meri zavisi od društveno-ekonomskog uređenja, od stepena razvoja proizvodnih snaga, od stepena delovanja tržišta i tržišnih zakonitosti, itd. Po nekima monetarna politika je glavna poluga razvoja i stabilnosti nacionalne ekonomije, dok po drugima ona nema nikakvu ulogu u tom procesu. Najispravniji je stav koji se nalazi između ova dva ekstrema, tj. da monetarna politika igra vrlo značajnu ulogu u procesu reprodukcije, ali da dominantno mesto pripada realnim faktorima.

---

[34] Vučković Miloš, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1967.

Devizna politika, takođe, je segment ekonomske politike koja se primenom određenih instrumenata i mera stara o platnom bilansu, spoljnotrgovinskoj likvidnosti zemlje, razvoju ekonomskih odnosa sa inostranstvom, sticanju i raspolaganju deviznim sredstvima, kao i o politici deviznog kursa.

Stanje i kretanja u privredi imaju veliki uticaj na koncipiranje monetarne politike. S druge strane, poslovna politika banaka u velikoj meri je uslovljena ciljevima i zadacima monetarne politike centralne banke. Ravnotežna i racionalna monetarno-kreditna politika mogu se ostvariti samo uz potrebnu finansijsku disciplinu i stalnu kontrolu svih novčanih transakcija finansijskih institucija. To znači veću zastupljenost tržišnih mehanizama u sferi bankarstva, kao i stvaranje i funkcionisanje finansijskog tržišta. Međutim, u praksi se javljaju brojne slabosti: regionalno zatvaranje novčanih tokova, zanemarivanje ekonomskih i bankarskih kriterijuma prilikom odobravanja kredita, finansijska nedisciplina banaka i svih privrednih subjekata, neplaćanje dospelih kredita i kamata, itd. Prema tome, između ekonomske politike, monetamo-kreditne politike i poslovne politike banaka postoji tesna povezanost i uzročno-posledično delovanje.

7.2. Svrha i zadaci monetarno-kreditne politike

Većina akademskih ekonomista i ekonomskih praktičara saglasna je da se preko monetarne ekonomije i politike može uticati na ekonomsko blagostanje[35]. Ekonomsko blagostanje je pojam koji podrazumeva obezbeđenje stanovništvu dovoljno robe i usluga u kvalitativnom i kvantitativnom obliku. To zapravo znači obezbeđenje optimalnih ekonomskih uslova, koji stanovništvu određene države omogućavaju da sa raspoloživim proizvodnim faktorima, ostvari maksimalnu korist za društvo.

Ciljevi i zadaci monetarno-kreditne politike ne razlikuju se od ciljeva razvojne i ekonomske politike, s obzirom da je ona njen integralni deo. Shodno tome, njeni osnovni ciljevi su: optimalna stopa privrednog razvoja, optimalna zaposlenost, stalni porast nacionalnog dohotka i društvenog standarda ali uz određeni stepen ekonomske stabilnosti. Kao što se vidi ovi ciljevi su međusobno protivurečni, jer s jedne strane se zahteva visoka stopa privrednog rasta, a sa druge strane ekonomska stabilnost. Zbog toga ekonomska politika u određenom periodu mora da se opredeli ili za visoku stopu rasta, koju neminovno prate inflatorne tendencije ili za ekonomsku stabilnost uz skromniju stopu privrednog rasta. Znači u svakom periodu nužno je odrediti prioritetne ciljeve.

Na početku svake poslovne godine nužno je utvrditi osnovna opredeljenja monetarno-kreditne politike za tekuću godinu, koja u svom globalnom konceptu treba da polazi od potreba snabdevanja privrede potrebnom količinom novca, a

[35] Dr Lovre Božina, Opet citirano delo

u skladu sa ciljevima ekonomske politike. Osnovne pravce delovanja monetarno-kreditne politike možemo izraziti sledećim globalnim ciljevima i zadacima:

- 1. podržavanje rasta proizvodnje i plasmana robe;
- 2. uskladjivanje robno-novčanih odnosa regulisanjem novčane mase;
- 3. podržavanje ciljeva u oblasti ekonomskih odnosa sa inostranstvom.

U skladu sa globalnim centralna banka utvrdjuje i svoje specifične ciljeve, kao što su:

- 1. rast novčane mase u skladu sa stopom rasta nominalnog društvenog proizvoda;
- 2. kvantitativno i kvalitativno usmeravanje tokova emisije na osnovu operacija na otvorenom tržištu, monetizacije, selektivnih mera, itd.;
- 3. uvođenje racionalnih kriterijuma u radu banaka zasnovanih na principima likvidnosti, sigurnosti i rentabilnosti poslovanja.

U kontroli rasta novčane mase centralna monetarna institucija, kao osnovni subjekt sprovođenja usvojene monetarne politike preduzima brojne intervencije iz repertoara mera monetarno-kreditnog regulisanja. Novčana masa, kao osnovni monetarni agregat kojim se reguliše potrebna količina novca u opticaju za finansiranje procesa reprodukcije, podložna je promenama i zavisna od intenziteta privredne aktivnosti. U zavisnosti od stepena saglasnosti promena rasta novčane mase, primane emisije i kreditnih plasmana banaka u odnosu na kretanje društvenog proizvoda, može se govoriti o ekspanzivnoj, ravnotežnoj ili restriktivnoj monetarnoj politici.

Funkcija centralne banke u monetarno-kreditnoj politici svodi se na ostvarivanje određenih kvantitativnih i kvalitativnih (selektivnih) ciljeva i zadataka. Kvantitativni ciljevi odnose se na regulisanje potrebne količine novca, a selektivni na ostvarivanje određene strukture novca i kredita. Kvantitativni ciljevi najčešće se definišu kao zadatak obezbeđivanja potrebne količine novca i kredita nužnih za nesmetano odvijanje procesa reprodukcije. Problem pri regulaciji potrebne količine novca ogleda se u tome što se ona ne formira autonomno, već centralna banka determiniše odgovarajuće mehanizme kojima utiče na regulisanje novčane mase. Stoga je neophodno jasno definisati proces kreiranja novca, njegovog poništavanja, kreditnu multiplikaciju, ročnu transformaciju sredstava, tokove primarne i sekundarne emisije, brzinu novčanog opticaja, itd.

7.3. Stvaranje i poništavanje novca

Monetarni faktori su oni privredni fenomeni, instrumenti i mere koji novčanu kupovnu snagu stvaraju, poništavaju, raspodeljuju i preraspodeljuju[36]. Iz definicije proizilazi da monetarni faktori deluju u četiri pravca na novčanu kupovnu snagu.

[36] Vučković Miloš, Savremeni problemi monetarne teorije i politike, op. cit. delo

Faktori koji stvaraju novčanu kupovnu snagu. Ove faktore nalazimo u funkcijama banaka, od kojih su najvažnije sledeće: kreditiranje, formiranje monetarnih rezervi i politika otvorenog tržišta.

Kreditiranje je danas najvažniji način stvaranja kupovne snage novca u svim savremenim državama. Banke odobravajući kredit u stvari stavljaju na raspolaganje dužniku novu kupovnu snagu, koju on može da koristi prema svojim potrebama. Sasvim je razumljivo da u jednom datom vremenskom intervalu, posmatrajući kreditiranje u kretanju, postoji stalna plima odobrenih kredita i oseka vraćenih kredita. Uvek kada iznos novoodobrenih kredita premašuje iznos vraćenih kredita u bankama imamo situaciju stvaranja nove kupovne snage na tržištu. Iz tih razloga u savremenim uslovima privređivanja imamo često pojavu da se kanali novčanih tokova izlivaju, tako da dolazi do većih ili manjih "poplava" novca. Ova kao i svaka druga elementarna nepogoda donosi značajne štete, kako privredi, tako i građanima.

Stvaranje monetarnih rezervi. Monetarne rezerve koje se sastoje od zlata i deviza služe za međunarodna plaćanja. Do kreiranja novca dolazi kada banka kupuje devize. Na ovaj način banka povećava svoju aktivu za iznos kupljenih deviza, uz istovremeno stvaranje novih sredstava plaćanja, tj. depozitnog novca, čime dolazi i do rasta pasive banaka. Ovde je nebitno ko prodaje devize banci: privredni subjekti ili pojedinci, činjenica je da tada dolazi do stvaranja nove kupovne snage novca. U situaciji kada se u zemlji beleži veliki priliv i otkup deviza može doći do inflatornih tenzija, jer adekvatnih promena nemamo na strani ponude.

Politika otvorenog tržišta. Ova operacija obuhvata kupovinu i prodaju državnih hartija od vrednosti od strane centralne banke. Onog momenta kada centralna banka pristupi otkupu hartija od vrednosti, ona kao protivvrednost isplaćuje ugovorenu količinu domaće valute, tako da tada beležimo proces stvaranja novca. Da bi ova mera mogla da se koristi neophodno je da postoje određeni preduslovi: da postoji razvijeno finansijsko tržište, posebno tržište novca i da postoji dovoljan broj atraktivnih hartija od vrednosti.

Iz navedena tri tipična slučaja stvaranja novca proizilazi značajna karakteristika da podsticaj za kreiranje novca može doći od bilo kog subjekta, ali da bez aktivnosti banaka ne može doći do bilo kakvog oblika kreiranja novčane mase. Proces *poništavanja novca* odigrava se obrnutim putem. Poništavanje novčane snage vrši se uvek kada se novčana jedinica vraća u banku. Postoji mišljenje da vraćanje novca u banku znači samoubistvo novca, jer prestaje da bude ono čemu je namenjen da služi. Otplata kredita, prodaja deviza od strane banaka i prodaja hartija od vrednosti na novčanom tržištu dovodi do poništavanja novca. Do smanjenja novca u opticaju dolazi i sa tezaurisanjem novca, tj. kada se povećava sklonost ka likvidnosti, koja zavisi, kako kaže Kejnz od visine dohotka i visine kamatne stope. Sto je veći dohodak veća je i tezauracija novca,

dok u situaciji kada rastu kamatne stope dolazi do smanjenja tezauracije novca. U situaciji kada država prodaje zlatnike povodom nekih jubileja, takođe dolazi do poništavanja kupovne snage novca. Kada u budžetu postoji višak javnih prihoda u odnosu na javne rashode i kada država imobiliše taj višak, to u stvari znači poništavanje novca. Do ove pojave dolazi i kada država raspiše javni zajam i tako prikupljena sredstva upotrebi za otplatu svojih dugova prema centralnoj banci ili ih imobiliše na posebne račune.

Osim ovih kretanja postoje i raspodela i preraspodela novčane kupovne snage. Najznačajniji faktori raspodele kupovne snage novca su: cene roba i usluga, lična primanja i nacionalni dohodak. Ključni faktor preraspodele kupovne snage novca je budžet. Ovde ne treba zanemariti ni varijacije u kupovnoj snazi novca.

7.4. Polazne pretpostavke efikasne monetarne politike

Monetarna politika u savremenim uslovima privređivanja predstavlja dvostrani nacionalni monetarni sistem, gde centralna banka emituje primarni novac, čime određuje multiplikacioni tok depozitnog novca poslovnih banaka.

Monetarna politika je veoma važan deo ukupne ekonomske politike koja se odnosi na pojedine delove u nacionalnoj ekonomiji, posebno na one koji pripadaju privredi.

Stagnacija privredne aktivnosti i preduzimanje neefikasnih i neodlučnih mera za rešavanje problema u funkcionisanju privrede utiču na pojavu sve naglašenijih zaokreta ka centralnoj banci. Međutim, ovde se ne sme zaboraviti da intervencije centralne banke iz primarne emisije za "rešavanje" ispoljenih ekonomskih problema uvek znače samo novu iluziju da je problem otklonjen, a u stvari znače samo njegovo vremensko pomeranje do novog još izraženijeg inflatornog talasa. Kako prava rešenja izostaju a problemi postaju sve akutniji zahtevi za intervencijama iz primarne emisije dovode centralnu banku u situaciju da se prilagođava prilikama, što privremeno ublažava probleme ali sa kasnijim nesagledivim posledicama. Ovakvo ponašanje centralne banke bilo je vrlo prisutno kod nas, bez obzira što je NBJ po slovu zakona bila nezavisna institucija. Naime, u svim zemljama sa nedovoljno primenjivanim ekonomskim i tržišnim zakonitostima centralne banke su pod velikim uticajem vlada tih zemalja, tj. ponašaju se kao tehnički servis vlade. Zbog toga je za svaku centralnu banku od suštinske važnosti da izađe iz stanja prilagođavanja monetarne politike tekućim ekonomskim kretanjima.

Iz ovih razloga postavlja se pitanje kakvu monetarnu politiku je u datim ekonomskim uslovima moguće sprovoditi i koje instrumente monetarnog regulisanja koristiti u tu svrhu. Bez obzira na težinu ekonomske situacije neophodno

je izgraditi program i politiku izlaska iz te krize, i shodno tome treba utvrditi svrsishodnu monetarnu politiku, kako bi centralna banka vladala, tj. kontrolisala monetarne tokove. Da bi to ostvarila centralna banka mora da utvrdi monetrne agregate na prihvatljivom nivou ekonomskih kretanja i očekivanja u poslovanju privrede, a ne da se samo prilagođava inflaciji.

Prema tome, polazne pretpostavke efikasne monetarne politike su sledeće:

- 1. *Da je centralna banka nezavisna institucija.* U cilju boljeg razumevanja problematike nezavisnosti centralne banke neophodno je napraviti razliku između određenih komponenti njene nezavisnosti. Najpre možemo razlikovati:
  - 1. ekonomsku i
  - 2. političku *nezavisnost*.

  Ekonomska nezavisnost se ogleda u stepenu nezavisnosti u kome centralna banka samostalno određuje iznos i cenu kredita, koje odobrava državi. *Politička nezavisnost* reflektuje stepen u kome je centralna banka sposobna da održi cenovnu stabilnost bez pomoći (uplitanja) vlade. Dalje, nezavisnost centralne banke može se posmatrati u kontekstu nezavisnosti ciljeva i nezavisnosti instrumenata koje koristi. *Nezavisnost ciljeva* ogleda se u stepenu u kome centralna banka može samostalno postavljati svoje ciljeve, uz uvažavanje ciljeva monetarne politike, dok se *nezavisnost instrumenata* ogleda u njenom samostalnom izboru pojedinih instrumenata, koje će koristiti u realizaciji postavljenih ciljeva. Na kraju, možemo razlikovati:
  - 1. legalnu i
  - 2. stvarnu nezavisnost centralne banke.

  Legalna nezavisnost odnosi se na interpretaciju zakonske regulative vezane za centralnu banku radi sagledavanja ciljeva, instrumenata i njenog odnosa sa državnim organima (vladom, pre svega). *Stvarna nezavisnost* se interpretira u smislu prosečne stope smene guvernera, tj. u prosečnom vremenu u kome se menja guverner centralne banke. Napred navedene podele nezavisnosti centralne banke treba shvatiti uslovno, jer se preklapaju i blisko su povezane. Uspostavljanje i očuvanje nezavisnosti centralne banke u zemljama u tranziciji je težak posao, koji se može uspešno realizovati samo ako postoji adekvatna zakonska i politička infrastruktura
- 2. *Da je centralna banka isključivi nosilac emisione funkcije.* Emisiona funkcija mora biti jedinstvena na makro nivou. To znači da ne sme biti nikakvih prelaznih rešenja za emisione postupke van centralne banke. Naime, mora da postoje jasne i stroge sankcije za svaku

instituciju koja bi pokušala da obavi emisionu operaciju u smislu da bi takva institucija odmah izgubila licencu za rad kao monetarna i bankarska institucija.

- 3. *Da ima kompetentan stručni kadar.* Koliko će uspešno i efikasno centralna banka obavljati svoje funkcije i izvršavati postavljene zadatke značajno zavisi od stručnog kadra koji obavlja funkciju menadžmenta, tj. koji kreira monetarnu politiku, tako i od stručnog kadra koji je odgovoran za sprovođenje i implementaciju te politike. Jedino je autoritet kompetentnog stučnog kadra u mogućnosti da obezbedi respektovanje stručnih predloga koji dolaze iz centralne banke, kako od strane državnih institucija, tako i od strane bankarskih i finansijskih organizacija.
- 4. *Da ima detaljan uvid u funkciju platnog prometa.* Osnova nesmetanog obavljanja procesa društvene reprodukcije je efikasan i dobro organizovan platni promet. On treba da omogući prenos i transfer sredstava u momentu, kako bi sredstva koja se skinu sa računa nalogodavca vrlo brzo bila dostupna nalogoprimcu na korišćenje. Dakle, cilj je da kategorija "sredstva u obračunu" ne postoji. U takvim uslovima centralna banka ima uvid o visini i količini sredstava koja se svakog momenta nalaze u platnom prometu, te shodno tome vrši dnevne operacije u cilju ostvarivanja optimalne novčane mase.

Ako centralna banka ispunjava ove uslove ona je jedino tada u situaciji da vodi efikasnu monetarnu politiku, koja ce doprinositi ostvarenju ciljeva definicanim ekonomskom politikom zemlje.

Konačan cilj uspešne monetarne ekonomije je ostvarenje uravnotežene društvene ekonomije.

7.5. Pojam i osnovna obeležja centralne banke

Centralnoj banci pripada dominantno mesto u organizovanju, usmeravanju i regulisanju savremenih monetarnih i bankarskih sistema u svim zemljama. Centralna banka sreće se i pod nazivom novčanična ili emisiona banka. Nastala je iz tzv. privilegovanih banaka, koje su imale mogućnost da emituju novčanice. Onog momenta kada je u svakoj zemlji ostala samo po jedna takva institucija govori se o centralnoj banci. Osnovno pravilo je da svaka zemlja ima jednu centralnu banku i da ona ne uspostavlja direktne monetarne i kreditne odnose sa nebankarskim sektorom, izuzev državom.

Ravoj centralnog bankarstva započeo je u Zapadnoj Evropi pre industrijske revolucije. Prva centralna banka osnovana je u Švedskoj 1668. godine pod

nazivom *Riksbank of Sweden.* Međutim, za rodonačelnika centralnog bankarstva u svetu smatra se engleska centralna banka, koja je formirana 1694. godine, pod nazivom *Bank of England*.

Ono što razlikuje centralne u odnosu na poslovne banke su sledeće bitne osobine:[37]

- 1. emisija novčanica i kovanog novca i kontrola formiranja depozitnog novca;
- 2. regulisanje potencijala banaka i usmeravanje njihove kreditne politike;
- 3. supervizorska odnosno nadzorna uloga nad ukupnim poslovanjem banaka i drugih finansijskih organizacija;
- 4. uloga poslednjeg utočišta, odnosno garanta likvidnosti bankarskog sistema;
- 5. državne ili nacionalizovane banke u kojima državni organi imaju odlučujuću ulogu u upravljanju;
- 6. neprofitne institucije;
- 7. ne uspostavlja direktne kreditne odnose sa nebankarskim sektorima, osim sa državom;
- 8. predstavlja dualnu instituciju: novčanu, jer reguliše količinu novca i bankarsku, jer uspostavlja niz kreditnih i depozitnih odnosa sa bankama, inostranstvom i državom;
- 9. ne postoje konkurentski odnosi izmedju centralne banke i poslovnih banaka.

Do drugog svetskog rata centralne banke su bile organizovane kao akcionarska društva, pri čemu je dividenda bila fiksirana (6% kod FED-a i 12% kod Bank of England), a akcionari su imali vrlo ograničena prava u vođenju monetarne politike. Ovaj koncept je napušten posle rata, kada dolazi do nacionalizacije centralnih banaka, tako da sve savremene centralne banke su pod punom kontrolom države. Danas se ove institucije posmatraju kao podsistem finansijskog sistema svake nacionalne ekonomije, koji pored klasičnih funkcija kreiranja novca i finansiranja države ima bitnu ulogu i na planu održavanja stabilnosti finansijskog, bankarskog i privrednog sistema, koordinacije novčanih kreditnih tokova, jačanja efikasnosti, kompetitivnosti i kvaliteta funkcionisanja banaka i privrednih organizacija i integracije domaćeg sa međunarodnim finansijskim tržištem. Naime, posao centralne banke, kao različit od posla komercijalne banke, je da kontroliše komercijalne banke na takav način da promoviše generalnu politiku države.

Prema tome, osnovne funkcije centralne banke su[38]:

---

[37] Jović Srboljub, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990.
[38] Živković Aleksandar i Kožetinac Gradimir, Opet citirano delo

- 1. emisija novca (papirnog i kovanog) i upravljanje deviznim rezervama zemlje;
- 2. delovanje u ulozi bankara države;
- 3. delovanje u ulozi „banke banaka“;
- 4. regulisanje i nadgledanje aktivnosti domaćih finansijskih institucija;
- 5. sprovođenje monetarne politike.

Napred navedene funkcije zajedničke su svim centralnim bankama. Pored njih svaka centralna banka ima čitav niz specifičnih uloga i zadataka u zavisnosti od nivoa ekonomske razvijenosti zemlje. Tako npr. centralne banke u manje razvijenim zemljama preuzimaju na sebe i razvojnu ulogu, baziranu na koncept selektivnog kreditiranja.

Centralne banke na međunarodnom planu uspostavljaju saradnju sa brojnim multilateralnim finansijskim organizacijama kao što su: Međunarodni monetarni fond (MMF), Svetska banka (IBRD) i Banka za međunarodne obračune (BIS). Zbog značaja centralne banke za ukupan privredni razvoj, svaka zemlja striktno zakonski definiše poziciju, funkcije i odgovornosti nosioca vrhovne monetarne vlasti. Cilj državne regulative je da se uspostavi takav način organizovanosti centralne banke, kako bi ona što uspešnije izvršila postavljene zadatke.

Osnovni faktori koji determinišu organizacionu strukturu centralne banke su: razvijenost i struktura ekonomskog sistema, administrativno ustrojstvo i politički faktor. Iz tih razloga ne postoje dve identične centralne banke u organizacionom smislu, jer ne postoje ni dve potpuno jednake države. Međutim, organizacija centralnih banaka, uglavnom se svodi na tri osnovna modela:

- a) jedinstvena centralna banka;
- b) složeni sistem centralne banke i
- c) supranacionalna centralna banka.

Danas je najzastupljeniji *koncept jedinstvene centralne banke*. Kod ovog koncepta funkcije vrhovne monetarne vlasti su koncentrisane u jednom pravnom subjektu, jer postoji samo jedna centralna banka.

Drugi organizacioni model je karakterističan za države federalnog i konfederalnog uređenja, tako da se javlja u vidu *složenog sistema centralne banke.* Ovakav tip organizacije postoji u SAD, gde funkcioniše Sistem federalnih rezervi sa dvanaest federalnih rezervnih banaka (FED), u Nemačkoj, gde postoji Bundes banka sa 11 regionalnih banaka koje nose nazive pokrajina, itd. U ovom sistemu jedna od banaka ima ulogu glavnog koordinatora i njen zadatak je da upravlja delovima ove složene organizacije, tako da je ovde presudan momenat postojanje strogih hijerarhijskih odnosa između centralne banke i organizacionih delova. Sistem mora biti tako koncipiran da se odluke donose brzo, a da njihovo izvršavanje bude efikasno.

Supranacionalna centralna banka karakteristična je za monetarnu uniju grupe zemalja. Monetarna unija predstavlja veoma visok stepen ekonomske integracije. Države članice se odriču svojih monetarnih suvereniteta, promovišu jedinstvenu valutu, usklađuju kreditno-monetarnu i deviznu politiku, formiraju zajedničke devizne rezerve i osnivaju zajedničku centralnu banku. Supranacionalna centralna banka po pravilu se sastoji od ogranaka koji se nalaze u svakoj zemlji članici monetarne unije. Tipičan predstavnik je Evropska centralna banka, koja je otpočela sa radom 01. januara 1999.godine, čije je projektovanje operativne monetarne politike zasnovano na širem konceptu novčane mase M_3 (predviđena stopa rasta je 4,5%), koji predstavlja stratešku targetnu varijablu, koja određuje buduće srednjeročno kretanje inflacije.

7.6. Funkcije centralne banke

Kada je u pitanju uloga centralne banke ona mora da se prilagodi uslovima i subjektima (preduzećima i bankama) tržišne privrede[39].

Pre svega to podrazumeva da centralna banka ima monetarnu suverenost, što znači da ona efikasno određuje količinu novca u opticaju.

Druga značajna uloga centralne banke je da čvrsto drži u rukama monetarnu politiku.

Treća uloga centralne banke mogla bi se opisati kao njeno staranje o likvidnosti ukupne privrede. Ta njena uloga ostvaruje se kanalima primarne emisije novca, što je jedan od načina njenih operacija na otvorenom tržištu.

Centralna banka je specifična državna institucija, koja se javlja kao "banka-banaka" i kao "banka-države". Ona obavlja brojne funkcije, ali najznačajnije su sledeće:

Vođenje monetarne politike. Stožerna uloga centralne banke odnosi se na regulisanje nivoa novčane mase i kredita u makrosistemu, kao i determinisanje stopa rasta ovih agregata u skladu sa optimalnom stopom rasta društvenog proizvoda, adekvatnom stopom rasta zaposlenosti, relativnom stabilnosti cena i platnog bilansa. Dakle, suština ove funkcije ogleda se u kvantifikaciji i dinamiziranju ponude novca. Centralne banke u razvijenim tržišnim ekonomijama su orijentisane na tzv. širi koncept monetarne politike i na tržišne mehanizme konkretnog realizovanja programiranih ili traženih kvantuman novca i kredita, tako da one vode pretežno kvantitativnu i linearnu politiku napajanja makrosistema novčanim sredstvima. Centralne banke manje razvijenih zemalja praktikuju uži koncept monetarne politike i uglavnom koriste naglašenu selektivnu politiku ulivanja novca u sistem.

---

[39] Živković Aleksandar i Kožetinac Gradimir, Opet citirano delo

"*Zajmodavac u krajnjoj instanci* ili *"poslednje utočište banaka*. Jedna od osnovnih funkcija centralnih banaka je redovno napajanje poslovnih banaka svežim kontigentima novca i kredita, odnosno obezbeđenje likvidnosti makrosistema u uslovima rastuće privrede. Važno je napomenuti da se centralna banka ne pojavljuje kao bezuslovni garant likvidnosti sistema i posebno ne kao branilac likvidnosti svake individualne banke, već je njen primarni zadatak sprečavanje masovnog bankrotstva banaka. Sistem poslednjeg utočišta ima u vidu sektor poslovnih banaka i zasnovan je na oštrijim uslovima u odnosu na redovno ili tržišno kreditiranje. U okviru ove funkcije centralna banka pokriva trenutni deficit novčanih sredstava poslovnih banaka, pri čemu se ova uloga može ostvariti na direktan i indirektan način.

Funkciju poslednjeg utočišta banaka centralna banka obavlja posredno tako što propisuje uslove za likvidnost i pooštrava uslove za slučaj nelikvidnosti. Uvažavajući ove kriterijume poslovne banke definišu sopstvenu strategiju likvidnosti trostepenog nivoa. *Primarne rezerve* koje poslovne banke drže kod centralne banke (gotov novac i depoziti po viđenju) predstavljaju prvu liniju odbrane njihove likvidnosti. *Sekundarne rezerve* likvidnosti (rezervni fondovi i kamatonosne kratkoročne hartije od vrednosti) znače drugi nivo očuvanja likvidnosti banaka. U situaciji kada neka poslovna banka ne može svoje likvidne potrebe da pokrije iz primarnih i sekundarnih rezervi prinuđena je da koristi *kredite na novčanom tržištu,* što predstavlja treći nivo odbrane likvidnosti. Međutim, ako se pokaže da ni ova sredstva nisu dovoljna za očuvanje likvidnosti, a centralna banka s druge strane proceni da je reč o trenutnom i kratkoročnom deficitu novčanih sredstava, a ne o fundamentalnom nedostatku novca aktivira se četvrti nivo odbrane u vidu *kredita za likvidnost.* Ono što razlikuje kredite za likvidnost od redovnih kredita je njihova superkratkoročnost, odobravaju se po višim kamatnim stopama, ne mogu se nikad upotrebiti za povećanje kreditnog potencijala banaka, obavezno se zahteva obezbeđenje u hartijama od vrednosti i vrši se provera boniteta banke koja koristi ovu vrstu kredita. Centralna banka obavlja ovu funkciju zahvaljujući monopolu nad emisijom novca. Međutim, u novije vreme u upotrebi je i jedno tržišno rešenje. To je tzv. osiguranje depozita, koje je primarno namenjeno zaštiti sitnih i srednjih štediša. Osiguranje depozita znači garantovanu isplatu štednih uloga građana do određenog iznosa. U SAD je to iznos od 100.000$, u EU 20.000 €, a kod nas je to iznos od 5.000 €.

Supervizorska funkcija. Proističe iz same prirode odnosa između centralne i poslovnih banaka. Ova funkcija stara je koliko i centralna banka. Zbog stalno prisutnih inflatornih tendencija, nestabilnih deviznih kurseva, varijabilnosti kamatnih stopa i sve naglašenije deregulacije u oblasti finansijskih sistema ova funkcija ima rastući značaj. Primarni zadatak je apsorbovanje ekonomskih i finansijskih štokova, a time i minimiziranje rizika po osnovu transfera i alokacije finansijskih sredstava. Uporišna linija supervizorstva centralne banke reali-

zuje se preko praćenja, tj. monitoringa, kontrole i korigovanja strukture poslovnog bankarstva, jer su banke glavni kanali transmisije monetarne i kreditne politike jedne zemlje. Glavni ciljevi supervizorstva su:

- 1) stalno poboljšavanje performansi i strukture poslovnog bankarstva i
- 2) održavanje zadovoljavajućeg nivoa stabilnosti i poverenja u bankarske organizacije.

Supervizorsku funkciju centralna banka realizuje kroz direktni pregled bilansa banaka (auditing), povremenu procenu kreditne sposobnosti, analizu opštih performansi banaka, kroz obavezu banaka da objavljuju izveštaje o poslovanju, posebno o likvidnosti i solventnosti. Prema starom načelu da je sistem čvrst u meri snage najslabije karike, centralna banka usmerava posebnu pozornost prema banakama sa najslabijim performansama.

Uvažavajući svetska iskustva može se reći da generalno postoje dva osnovna koncepta supervizorstva. Prvi je *anglosaksonski* a bazira se na instaliranju odgovarajućih stopa kapitala banaka, gde se u prvi plan ističe adekvatnost kapitala. Drugi je *evropski-kontinentalni* i primenjuje se u kontinentalnom delu Evrope. Oslanja se na direktnu kontrolu regulativnosti i adekvatnosti parametara poslovne politike banaka. U novije vreme sve prisutnija je tendencija harmonizacije međunarodnih minimalnih standarda stope kapitala. Prema tome, možemo zaključiti da je supervizorstvo u funkciji stabilnosti, sigurnosti i efikasnosti bankarskog poslovanja i optimizacije konfliktnih ciljeva poslovne politike banaka.

7.7. Operativni metodi i instrumenti centralne banke

Za sprovođenje određene monetarne politike centralna banka koristi odgovarajuće instrumente monetarnog regulisanja. Pod instrumentima monetarne politike podrazumevaju se sredstva i metode koje centralna banka primenjuje da bi održala masu i strukturu novca i kredita na optimalnom nivou. Za koje instrumente će se opredeliti centralna banka zavisi od institucionalnih karakteristika ekonomskog sistema, stepena razvijenosti proizvodnih snaga dotične zemlje, širine funkcija centralne banke , kao i od utvrđene monetarne politike.

U procesu provođenja utvrđene monetarne politike centralna banka može koristiti tri generalna instrumenta[40]:

- operacije na otvorenom tržištu,
- eskontni mehanizam sa eskontnom stopom kao ključnim parametrom, i
- promene stope obavezne rezerve.

[40] Đukić Đorđe, Cantralna banka i finansijski sistem, Litopapir, Čačak, 2001. godine

Centralna banka može koristiti i širi repertoar mera monetarnog regulisanja, čiji izbor je u direktnoj vezi sa osnovnim ciljevima monetarne politike. Iako sastav instrumenata monetarnog regulisanja može biti veoma različit svrha je uvek ista: obezbeđenje potrebne količine novca u opticaju, tako da monetarna politika ne bude naglašeno ekspanzivna ili snažno restriktivna, već da ravnotežno doprinosi privrednom rastu i stabilnosti privređivanja.

Centralne banke u razvijenim tržišnim privredama koriste šest osnovnih instrumenata realizovanja monetarne politike:

- 1. stopa obaveznih rezervi;
- 2. eskontna (diskontna), odnosno referentna stopa;
- 3. operacije na otvorenom tržištu;
- 4. rediskontni krediti bankama;
- 5. specijalni depoziti;
- 6. direktivne mere.

Stopa obaveznih rezervi. U tržišnim ekonomijama ovaj instrument se koristi kao alternativa ili korektiv instrumenta operacija na otvorenom tržištu, koje predstavljaju najfleksibilniji instrument monetarno-kreditnog regulisanja. Obavezne rezerve se kvalifikuju kao trenutan, povremen i neophodan instrument monetarne regulacije, a uglavnom se koriste u uslovima ekstremne likvidnosti ili nelikvidnosti bankarskog sistema. Monetarni sistemi manje razvijenih zemalja i zemalja sa nerazvijenom tržišnom strukturom koriste ovaj instrument zajedno sa eskontnom stopom, kao bazične instrumente monetarno-kreditne politike.

Rediskontne operacije i politika otvorenog tržišta smatraju se dinamičkim monetarnim operacijama, dok je stopa obaveznih rezervi defanzivnog karaktera, jer se njenom promenom brani programirani rast novčane mase od uticaja egzogenih faktora. Varijacijama stope obaveznih rezervi centralna banka linearno i simultano utiče na obim viškova ili deficita slobodnih rezervi banaka. Kada dođe do rasta ove stope dolazi do smanjenja kreditnog potencijala banaka, što u stvari znači monetarnu kontrakciju i restrikciju. Obrnuto je u u situaciji kada se smanjuje stopa obaveznih rezervi, jer tada dolazi do rasta kreditnog potencijala banaka i uspostavljanja mehanizma ekspanzivne monetarne politike.

U novije vreme obavezne rezerve se posmatraju kao oblik skrivenog oporezivanja, jer su prihodni efekti jednaki držanju državnih obveznica sa niskom ili nultom stopom prinosa. Zbog toga svako povećanje ove stope rezultira u pogoršanju tržišne pozicije banaka u odnosu na nebankarske finansijske institucije, koje ne podležu primeni ovog instrumenta. Ovakav diskriminaroski položaj banaka doveo je do pojave finansijskih inovacija, tj. do stvaranja depozitnih supstituta koji ne podležu izdvajanju obaveznih rezvervi. Baš iz ovih razloga centralne banke izbegavaju značajnije povečanje stope obaveznih rezervi, dajući prednost ostalim instrumentima monetarnog regulisanja.

Kada je reč o osnovici na koju se primenjuje stopa obaveznih rezervi, tj. o strukturi obaveznih rezervi, postoje tri teorijske koncepcije[41]. Prema prvom konceptu stopa obaveznih rezervi primenjuje se samo na *depozite po viđenju, tj. transakcione depozite.* Npr. u V.Britaniji ova stopa iznosi 12,5%, dok je kod nas na snazi stopa od 18%. Prema drugoj koncepciji obavezne rezerve se izdvajaju na *sve depozite po istoj stopi.* Primenjuju se niske stope, jer razvijeno finansijsko tržište ne prihvata niti visoke kamatne stope, niti visoke stope obaveznih rezervi. Treći teorijski koncept prihvata obračun obaveznih rezervi na sve vrste depozita, ali po diferenciranim stopama, odnosno na transakcione depozite koriste se više, a na oročene depozite niže stope. Tako recimo u Nemačkoj su sve bankarske institucije obavezne da na depozite po viđenju izdvajaju obaveznu rezervu do 30%, na oročene depozite do 20% i na štedne depozite 10%. Za formirane obaveze prema ne-rezidentima stopa može biti fiksirana i do 100%.

Iz svih ovih razloga javlja se potreba definisanja optimalnog nivoa obaveznih rezervi banaka. Ovde su se iskristalisala dva ekstremna shvatanja. Po jednom, koga zastupaju monetaristi stopa obaveznih rezervi na transakcione depozite treba da iznosi 100%, jer u tim uslovima može da se postigne potpuna stabilizacija monetarnog regulisanja, tj. monetarnog multipolikatora. Pristalice drugog shvatanja smatraju da u uslovima razvijenih finansijskih tržišta stopa obaveznih rezervi treba da je na nultom nivou. Po pravilu u svim zemljama je na snazi upotreba ovog instrumenta monetarnog regulisanja negde između ova dva ekstrema.

Prema našem Zakonu postoji obaveza izdvajanja obaveznih rezervi, kako na dinarske, tako i na devizne depozite, takođe po stopi od 18%. NBS na dinarsku obaveznu rezervu plaća kamatnu stopu u visini od 35% eskontne stope, dok na deviznu obaveznu rezervu plaća kamatnu stopu u visini od 20% vodeće važeće referentne kamatne stope na SAD dolare, evre i švajcarske franke, dok na ostale devize ne plaća kamatu.

Eskontna (diskontna) referentna stopa. To je minimalna kamatna stopa po kojoj centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama. Manipulišući kamatnom stopom centralna banka utiče na cenu kredita a sve u cilju regulisanja količine novca u opticaju. Kada u nekoj nacionalnoj ekonomiji postoji veća novčana masa od potrebne, onda centralna banka u cilju smanjenja kreditne aktivnosti bankarskog sistema povećava eskontnu stopu, što dovodi do poskupljenja kredita, tj. do rasta kamantih stopa na tržištu, što opet rezultira u smanjenju tražnje za kreditima. Obrnute tendencije imamo kada centralna banka snižava eskontnu stopu. Empirijski podaci pokazuju da se spektar tržišnih kamatnih stopa formira oko eskontne stope, ali sa određenim vremenskim zaostatkom i nepotpunim ugrađivanjem izvršenih promena. Iz ovih razloga beleži se veća varija-

[41] Ćirović Milutin, Monetarna ekonomija, op.cit.

bilnost eskontne stope u odnosu na varijabilnost prosečne tržišne kamatne stope. Eskontna stopa koja je u periodu pisanja ovog rada 9,0% na godišnjem nivou.

Politika otvorenog tržišta. Sastoji se u kupovini i prodaji državnih hartija od vrednosti od strane centralne banke u cilju povećanja ili smanjenja količine novca u opticaju. Ovo je vrlo fleksibilan i efikasan instrument monetarnog regulisanja, jer su moguća višekratna dnevna kreiranja i povlačenja novca i kredita iz sistema. U slučaju kada centralna banka kupuje državne obveznice od poslovnih banaka ona im kao protivnaknadu isplaćuje određenu količinu domaćeg novca što dovodi do povećanja količine novca u opticaju. Obrnuto je kada centralna banka prodaje državne obveznice, jer tada dolazi do smanjenja novčane mase. Upotreba ovog instrumenta monetarno-kreditnog regulisanja znači aktivnu ulogu centralne banke, jer se inicijativa nalazi na njenoj strani, za razliku od politike eskontne stope, gde je inicijativa na strani poslovnih banaka. Osnovni preduslovi upotrebe ovog instrumenta jesu postojanje razvijenog finansijskog tržišta i dovoljnog broja atraktivnih hartija od vrednosti. Iz tih razloga najviše ga koriste najrazvijenije tržišne ekonomije gde funkcioniše efikasno finansijsko tržište.

Rediskontni krediti bankama. Operacionalizacija ovog instrumenta vrši se preko rediskontnih operacija u čijoj osnovi su kupovina robnih menica i drugih komercijalnih hartija od vredosti od poslovnih banaka. Preduzeća prodajući robu na kredit dolaze do menica, koje eskontuju kod svojih poslovnih banaka, kako bi nesmetano nastavila proces reprodukcije. Poslovne banke ove iste menice reeskontuju kod centralne banke u cilju refinansiranja svog kreditnog potencijala. Centralna banka odobrava rediskontne kredite iz primarne emisije, jer na taj način vrši kratkoročno finansiranje robnog prometa sa maksimalnim rokom od 90 dana. Sa rokom dospeća menice vrši se automatsko likvidiranje komercijalnog kredita.

U savremenim privredama koriste se dve vrste kredita koje centralna banka odobrava poslovnim oankama. To su rediskontni krediti i krediti pokriveni dokumentima. Zajednički naziv za ove kredite su diskontne operacije, što je poznato kao mehanizam "diskontnog šaltera", a kamatna stopa po kojoj se vrši odobravanje ovih kredita figurira pod nazivom diskontna stopa. Krediti pokriveni dokumentima odobravaju se na bazi prezentacije hartija od vrednosti (državne obveznice) ili dokumenata same poslovne banke. U cilju kontrole primarnog novca centralna banka može da uspostavi kreditne linije ili rediskontne kvote za svaku banku, kao i uslove i visinu diskontne stope, čime se mogu pooštravati ili ublažavati uslovi za korišćenje rediskontnih kredita. Međutim, danas se smatra da su rediskontne operacije relativno prevaziđen i rigidan instrument monetarne politike. Osnovni nedostatak ovog instrumenta je pasivna uloga centralne banke, jer centralna banka nije u situaciji da kontroliše obim i upotrebu odobrenih rediskontnih kredita, a postoji i mogućnost diskontovanja nepouzdanih ili čak i fiktivnih menica, što bi ugrozilo stabilnost nacionalne ekonomije.

Specijalni depoziti. Aktiviraju se kada treba ograničiti ekspanziju bankarskih kredita i održati nivo novčane mase u zonama optimalnosti. Stvaranje specijalnih depozita kod centralne banke rezultira u dodatnom sniženju obima raspoloživih bankarskih resursa, čime se smanjuje kreditni potencijal poslovnih banaka. Formiranje specijalnih depozita realizuje se uvođenjem *marginaine obavezne rezerve,* odnosno dodajne stope na prirast depozita. Zato je najveće finansijsko opterećenje vezano za one banke koje imaju najveći porast depozita. Ovakve tendencije mogu dovesti do tzv. efekta dezintermedijacije, tj. zamene depozita i bankarskih kredita nedepozitnim i nekreditnim instrumentima formi- ranja finansijskih odnosa. Na ove depozite plaća se niža kamatna stopa od prosečne, a moguće je čak da centralna banka donese odluku o neplaćanju bilo kakve kamate na specijalne depozite. Ovakva kamatna politika može ograničavati i sputavati konkurenciju među bankama. Poželjno je da se ovaj instrument ne koristi često, jer pogoršava ekonomski položaj banaka. Onog momenta kada centralna banka proceni da u finansijski sistem treba povećati količinu novca ona pristupa oslobađanju specijalnih depozita.

Direktivne mere centralne banke. Reč je o netržišnom instrumentu koji ima selektivna i rigidna obeležja. Njihova česta upotreba može dovesti do gušenja tržišta, tj. do otvaranja paralelnih tržišta i pojave korupcije. Međutim, one predstavljaju moćan instrument monetarno-kreditne politike, čija je primarna funkcija ubrzanje ili poboljšanje realizacije makroekonomske politike zemlje. Direktivne mere mogu da se jave u dva pojavna oblika: kao kvantitativne i kao kvalitativne mere. U *kvantitativne direktivne mere* spada ograničenje ili limitiranje obima kredita poslovnih banaka, nezavisno od njihovog kreditnog potencija. U ovu grupu mera spada i limitiranje kamatnih stopa koje banke plaćaju na određene depozite, kao i propisivanje obima ili limitiranih cena otkupa ilii prodaje hartija od vrednosti. Najzad u ovu grupu mera spada i plafoniranje obima potrosačkih ili stambenih kredita u cilju njihovog preusmeravanja za potrebe privrednog razvoja.

Kvalitativne direktivne mere centralne banke odnose se na sugestije i uputstva bankama da u određenim periodima daju prioritet određenim grupama privrednih sektora ili da neku grupaciju komitenata isključe sa kreditnih lista. Specifičan oblik ovih mera su moralni apeli centralne banke da se poslovne uzdrže od previsokih kreditnih aktivnosti ili od povećanja kamatnih stopa. Koliko će se banke pridržavati ovih mera direktno zavisi od njihovog uticaja na prihod banke. Ako primena ovih apela značajno pogađa prihod banke, onda će se ona verovatno oglušiti od njegovog pridržavanja. Za ove svrhe moguće je koristiti i i tzv. "moralno ubeđivanje" ili "džentlmensko sporazumevanje". Ovde je reč o upozorenjima o mogućim iznenadnim kontrolama poslovnih knjiga banaka. Prema tome direktivne mere predstavljaju selektivan instrument monetarno-kreditnog regulisanja.

Uspešno vođenje monetarne politike uvek znači primenu većeg broja različitih instrumenata, koji se međusobno dopunjuju i daju bolje rezultate.

7.8. Karakteristike Narodne banke Srbije

Narodna banka Srbije je centralna banka Republike Srbije. To je samostalna i nezavisna institucija koja je za svoj rad odgovorna Narodnoj skupštini Republike Srbije. Osnovni cilj NBS jeste:

- 1. postizanje i
- 2. održavanje stabilnosti cena, kao i očuvanje finansijske stabilnosti.

Narodna banka Srbije obavlja sledeće funkcije:[42]

- a) utvrđuje i sprovodi monetarnu politiku;
- b) samostalno vodi politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara;
- c) čuva i upravlja deviznim rezervama;
- d) izdaje novčanice i kovani novac;
- e) uređuje, kontroliše i unapređuje nesmetano funkcionisanje platnog prometa u zemlji i sa inostranstvom;
- f) izdaje i oduzima dozvole za rad, vrši kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija i donosi propise iz te oblasti;
- g) obavlja zakonom utvrđene poslove za Republiku Srbiju;
- h) obavlja druge poslove utvrđene ovim i drugim zakonom u skladu s principima poslovanja centralnih banaka.

Organi Narodne banke Srbije su:

- *1. Monetarni odbor Narodne banke Srbije,* koga čine guverner i viceguverneri Narodne banke Srbije. Monetarni odbor utvrđuje monetarnu politiku, a posebno utvrđuje:
  - a) uslove i način izdavanja kratkoročnih hartija od vrednosti;
  - b) uslove i način pod kojima NBS sprovodi operacije na otvorenom tržištu i obavlja diskontne poslove;
  - c) politiku odobravanja kratkoročnih kredita;
  - d) politiku kursa dinara i, uz saglasnost Vlade, režim kursa dinara;
  - e) način upravljanja deviznim rezervama;
  - f) eskontnu stopu i druge kamatne stope NBS;
  - g) osnovice za obračunavanje obavezne rezerve, stope obavezne rezerve, kao i način, uslove i rokove izdvajanja i korišćenja sredstava obavezne rezerve banaka kod NBS;

[42] Zakon o Narodnoj banci Srbije, Sl. glasnik RS 72/2003

- h) mere za održavanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija;

- *2. Guverner Narodne banke Srbije.* Guvernera bira Narodna skupština na predlog odbora Narodne skupštine nadležnog za finansije, na pet godina, s pravom ponovnog izbora. Guverner je nadležan i odgovoran za ostvarivanje ciljeva NBS, a posebno za:
  - a) sprovođenje odluka Monetarnog odbora i Saveta;
  - b) organizaciju i poslovanje NBS,
  - c) pripremanje akata iz nadležnosti NBS;
  - d) donošenje akata iz nadležnosti NBS koji zakonom nisu stavljeni u nadležnost Monetarnog odbora ili Saveta;
  - e) obavljanje drugih poslova utvrđenih ovim i drugim zakonom.

  Guvemer je dužan da članovima Saveta dostavi izveštaj o sprovođenju monetarne politike, izdavanju i oduzimanju dozvola za rad i kontroli boniteta i zakonistosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija, donošenju propisa iz nadležnosti NBS i drugim poslovima iz svoje nadležnosti.

- *3. Savet Narodne banke Srbije.* Savet na predlog guvernera:
  - a) usvaja finansijski plan NBS;
  - b) usvaja godišnji račun NBS;
  - c) utvrđuje jedinstvenu tarifu po kojoj NBS naplaćuje naknadu za izvršene usluge;
  - d) utvrđuje visinu zarada guvernera i viceguvernera NBS;
  - e) utvrđuje listu radnih mesta sa posebnim ovlašćenjima i kriterijume određivanja visine zarada zaposlenih sa posebnim ovlašćenjima NBS;
  - f) vrši izbor ovlašćenog revizora.

  Savet utvrđuje i ispunjenost uslova za prestanak funkcije, tj. razrešenje guvernera i pokreće postupak pred odborom Narodne skupštine nadležnim za finansije u roku od 60 dana od dana utvrđivanja tih uslova.

Narodna banka Srbije utvrđuje i sprovodi monetarnu politiku u Republici Srbiji:

- 1) izdavanjem kratkoročnih hartija od vrednosti;
- 2) sprovođenjem operacija na otvorenom tržištu;
- 3) obavljanjem diskontnih poslova;
- 4) odobravanjem kratkoročnih kredita;
- 5) utvrđivanjem obavezne rezerve banaka kod Narodne banke Srbije;

- 6) utvrđivanjem eskontne stope i drugih kamatnih stopa NBS;
- 7) utvrđivanjem mera za održavanje likvidnosti banaka i drugih finansijskih organizacija;
- 8) donošenjem propisa i preduzimanjem mera i drugih aktivnosti iz oblasti deviznog poslovanja utvrđenih ovim zakonom;
- 9) izdavanjem novčanica i kovanog novca;
- 10) utvrđivanjem drugih instrumenata i mera monetarne politike.

Narodna banka Srbije samostalno vodi politiku kursa dinara i uz saglasnost Vlade, utvrđuje režim kursa dinara. Ona kupuje i prodaje devize i efektivni strani novac na deviznom tržistu u cilju usmeravanja kretanja kursa dinara, održavanja likvidnosti plaćanja prema inostranstvu i održavanja nivoa deviznih rezervi. Devizne rezerve NBS čine:

- 1) potraživanja NBS na računima u inostranstvu;
- 2) hartije od vrednosti koje glase na strane novčane jedinice kojima raspolaže NBS;
- 3) specijalna prava vučenja i rezervna pozicija kod Medunarodnog monetarnog fonda;
- 4) zlato i drugi plemeniti metali;
- 5) efektivni strani novac.

Takođe, vrši i kontrolu boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija. NBS podnosi godišnji izveštaj Skupštini RS o svom poslovanju i rezultatima rada.

7.9. Značaj monetarne kontrole u ostvarenju monetarne politike

Politička i monetarna vlast stalno povećavaju interes za ciljeve monetarne politike i položaj centralne banke sa aspekta vođenja monetarne politike, pa je zato vrlo značajno analizirati instrumente i ciljeve monetarne politike. Mnogobrojne reforme monetarne politike i istorijska iskustva, sugerišu izbor najrazličitijih ciljeva i instrumenata monetarne politike s krajnjom namerom da se reguliše stabilan nivo cena[43].

I najbolje koncipirana monetarna politika ne može se ostvariti bez odgovarajućih mera monetarne kontrole, koje centralna banka preduzima prema bankama i drugim finansijskim organizacijama. Ovde se pre svega misli na stalan uvid centralne banke u zakonitost poslovanja monetarnih i drugih finansijskih subjeka-

[43] Božina Lovre, Opet citirano delo.

ta. Zbog toga je funkcija monetarne kontrole neodvojiva od ukupnog koncepta monetarne politike i ostvarenja njenih ciljeva. Uloga monetarne kontrole posebno je naglašena kada u monetarnom sistemu postoje određeni problemi. Problematika monetarne kontrole uređena je Zakonom o NBS i internim propisima NBS.

Narodna banka Srbije kontroliše bonitet i zakonistost poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija. Prilikom kontrole NBS ima pravo uvida u poslovne knjige i drugu dokumentaciju banaka i drugih finansijskih organizaci- ja, kao i pravnih lica koja su s bankom, odnosno drugom fmansijskom organizacijom koja je predmet kontrole, povezana imovinskim, upravljačkim ili poslovnim odnosima[44]. Ako se u postupku kontrole utvrdi da su banka i druga finansijska organizacija postupale suprotno propisima i merama monetarne politike i na način koji ugrožava njihov bonitet, NBS će izdati nalog banci i drugoj finansijskoj organizaciji da otklone utvrđenu nepravilnost i istovremeno ce prema njima primeniti određene kaznene mere.

U tom smislu NBS obavezuje banku i drugu finansijsku organizaciju da sprovede jednu ili više aktivnosti, kako bi otklonila utvrđenu nepravilnost:

- da svoje poslovanje uskladi sa propisima;
- da poveća iznos osnivačkog kapitala, sredstva rezervi i posebne rezerve za obezbeđenje gubitaka;
- da obustavi davanje kredita u određenom periodu;
- da otpiše potraživanja kad se za to steknu zakonski uslovi;
- da obustavi pripis kamata na aktivu određenog stepena naplativosti;
- da otkloni druge nepravilnosti preduzimanjem određenih aktivnosti.

Banka ili druga finansijska organizacija, takođe, se mogu obavezati da racionalizuju svoju unutrašnju organizaciju ili da smene pojedine rukovodioce.

Kada u postupku kontrole NBS nađe određene nepravilnosti u poslovanju banaka i drugih finansijskih organizacija, ona može da preduzme sledeće mere:

- da obustavi odobravanje i puštanje u opticaj kredita iz primarne emisije;
- da zabrani kupovinu i prodaju hartija od vrednosti;
- da obustavi plaćanja sa žiro-računa, osim plaćanja po osnovu štednih uloga i tekućih računa građana;
- da ograniči obim plasmana;
- da obustavi ili ograniči plaćanja u inostranstvu, osim plaćanja po dospelim inostranim kreditima i konvencijskim obavezama;
- da ograniči zaduživanje u inostranstvu.

[44] Zakon o NBS, op. cit. čl.64.

Iz navedenog repertoara mera NBS može banci i drugoj finansijskoj organizaciji da izrekne jednu ili više mera, u zavisnosti od težine prekršaja. Ukoliko se banka ili druga finansijska organizacija ne pridržava utvrđenih mera, NBS donosi rešenje, o oduzimanju dozvole za rad banke ili druge finansijske organizacije uz istovremeno pokretanje postupka njenog stečaja ili likvidacije.

Na zahtev banke NBS daje ovlašćenje toj banci za obavljanje poslova platnog prometa kreditnih poslova sa inostranstvom, ako u posebnom postupku utvrdi da ta banka ispunjava sve propisane uslove. Međutim, ukoliko se takva banka ne pridržava odredaba odluke koje se odnose na način korišćenja takvog ovlašćenja NBS može da oduzme to vlašćenje banci. U skladu sa zakonom NBS propisuje minimum sadržaja revizije i izveštaja o reviziji banke i druge finansijske organizacije. Centralna banka može da zahteva od banke i druge finansijske organizacije dostavljanje izveštaja o reviziji godišnjeg obračuna i poslovanja. Ukoliko takav izveštaj nije u skladu sa određenim standardima revizije ili sa sadržajem izveštaja o reviziji propisanim za banke i druge finansijske organizacije, NBS može zahtevati obezbeđenje i dostavljanje novog izveštaja.

Neposredna kontrola banaka i drugih finansijskih organizacija podrazumeva:

- kontrolu poslovnih knjiga i druge dokumentacije;
- kontrolu izveštaja i druge dokumentacije;
- kontrolu zakonistosti poslovanja.

Kontrolom boniteta banke (bonitet u užem smislu predstavlja krditnu sposobnost banaka, a u širem smislu to je ukupna poslovna pozicija banke) utvrđuje se:

- adekvatnost poslovne politike banke posebno njene kreditne politike i politike kamatnih stopa;
- da li se banka pridržava postupka za odobravanje kredita, koji je utvrđen aktima banke;
- da li banka pre odobravanja kredita utvrđuje bonitet zajmoprimca; da li su krediti koje banka odobrava obezbeđeni odgovarajućim instrumentima obezbeđenja hipoteka, zaloga i dr;
- da li banka preduzima mere za naplatu dospelih potraživanja; kako i na koji način vrši unutrašnju kontrolu;
- da li se odluke banke o finansiranju pojedinih projekata zasnivaju na oceni i analizi profitabilnosti tih projekata.

Za efikasno poslovanje centralne banke značajno je:

- uređenje i obezbeđenje njene nezavisnosti u poslovanju;
- ciljevi njenog poslovanja treba da budu usmereni i ka kontroli inflacije

8. POSLOVNE BANKE

8.1. Kreditni potencijal poslovne banke

Determinante kreditnog potencijala jedne banke su istovremeno i determinantne kreditnog potencijala svih poslovnih banaka u monetarnom sistemu. Pošto su vrednosti tih determinanata različite od banke do banke, proizilazi da će biti i različit doprinos na kreditni potencijal svih poslovnih banaka. To znači istovremeno i njihov uticaj na multiplikaciju toka na makro nivou i makro multiplikatore kredita i depozita.

Jedna poslovna banka može vršiti odobravanje kredita svojim poslovnim partnerima samo u okviru objektivno određenih mogućnosti. To znači da mogućnosti poslovne banke u pogledu odobravanja kredita nisu neograničene, već da postoje određene granice preko kojih banka ne može da ide u kreiranju sredstava plaćanja. Ta objektivno određena granica naziva se kreditni potencijal poslovne banke. *Pod kreditnim potencijalom poslovne banke podrazumevamo maksimalni iznos kredita koji posiovna banka može odobriti svojim komitentima, a da pri tome ne ugrozi svoju likvidnost, odnosno da zadrži određene rezerve likvidnosti.* To znači da poslovna banka ne može upotrebiti sva sredstva koja prikupi na razne načine za odobravanje kredita, već mora jedan deo ili jedan procenat od tih sredstava da izdvoji kao rezervu za svoju likvidnost.

Iz ovoga jasno proizilazi da poslovna banka mora da izdvoji izvesna sredstva za svoj rezervni fond, kao i određeni procenat obavezne rezerve, koju drži na računu kod centralne banke. Smatra se da poslovna banka nije u mogućnosti da odgovori svojim obavezama ukoliko ne može da izvršava naloge svojih komitenata, ukoliko nije u mogucnosti da stavi na raspolaganje svojim komitentima kredite koje im je odobrila, itd. Zato je neophodno da banka najpre izdvoji određena sredstva za svoju rezervu i sredstva obaveznih rezervi, pa ono što preostane banka može plasirati u vidu kredita. Kako se moze utvrditi kreditni potencijal jedne poslovne banke prikazaćemo na jednom primeru.

Bilans banke predstavlja na jednoj strani pasivu koja obuhvata grupisanje vlasnika kapitala i poverilaca, a pandam toj strani je aktiva, koja predstavlja grupaciju finansijskih potraživanja i realnih ulaganja.

Funkcionalna povezanost aktive i pasive bilansa banke označava vođenje poslova i funkcija banke. Dakle, delatnost banke je da pribavi (pozajmi) određene količine novca i plasira ih klijentima.

Evolucija poslova kojima se banka bavi može se prikazati prema kriterijumima kako sledi[45]:

- po principu bilansno –analitičke karakteristike,
- primena načela funkcionalnosti bankarskih poslova,
- poštovanje ročnosti, odnosno odnosa pozicija u bilansu banke.

U sledećoj tabeli dat je hipotetički primer utvrdjivanja kreditnog potencijala poslovne banke. Najpre ćemo pretpostaviti da je propisana stopa obaveznih rezervi 20%, a stopa rezervi likvidnosti 10%. Ako osnovicu za utvrđivanje obavezne rezerve predstavljaju depoziti po viđenju, tada je banka dužna da na iznos depozita od 8.000 dinara obračuna i izdvoji obaveznu rezervu na računu kod centralne banke. U našem primeru to je 1.600 dinara (8.000 x 20%). S druge strane, ako osnovicu za obračunavanje rezerve likvidnosti predstavljaju depoziti po viđenju i štedni depoziti, to znači da će u našem primeru banka biti dužna da po ovom osnovu izdvoji 1.000 dinara (8.000 + 2.000 = 10.000 x 10%). Ako sada od ukupne pasive (12.000 dinara) oduzmemo sredstva izdvojena za obaveznu rezervu i rezervu likvidnosti (1.600 + 1.000 = 2.600), tada će kreditni potencijal ove banke biti 9.400 dinara (12.000 - 2.600).

Tabela - Utvrđivanje kreditnog potencijala poslovne banke

Bilans poslovne banke	
Aktiva	**Pasiva**
Kratkoročni krediti.....5.500	Depoziti po viđenju.....8.000
Potrošački krediti.....2.400	Štedni depoziti.....2.000
Investicioni krediti.....1.500	Investicioni depoziti.....1.500
Obavezne rezerve.....1.600	Kratkoročni krediti od drugih banaka.....500
Rezerve likvidnosti.....1.000	
Ukupna aktiva.....12.000	**Ukupna pasiva.....12.000**

[45] Božina Lovre, Opet citirano delo

Iz ove tabele može se videti i koji najznačajnije faktori determinišu veličinu kreditnog potencijala poslovne banke. Reč je o sledećim faktorima:

- 1) *Veličina depozita po viđenju.* To su u stvari sredstva na tekućim računima pravnih lica i drugih učesnika u platnom prometu. Što je ova komponenta novčane mase veća, utoliko su veće i mogućnosti za povećanje kreditnog potencijala poslovne banke, naravno ne u istom, već u umanjenom iznosu za obračunate obavezne rezerve i rezerve likvidnosti.
- 2) *Veličina štednih depozita po viđenju.* Ovde je reč o štednji stanovništva, kao osnovnom izvoru kreditnog potencijala banaka. Zbog značaja ove kategorije banke se trude da pružanjem što kvalitetnijih usluga i brojnih pogodnosti privuku što više slobodnih sredstava koja se nalaze kod stanovništva.
- 3) *Kratkoročni krediti uzeti od drugih banaka.* Kao jedan od izvora kreditnog potencijala banaka mogu poslužiti i kratkoročni krediti koje konkretna poslovna banka uzme od drugih banaka. Na ova sredstva se ne izdvajaju nikakve rezerve, tako da ona znače povećanje kreditnog potencijala u celokupnom iznosu pribavljenog kredita.
- 4) *Veličina investicionih depozita*. Reč je o dugoročnim, a time i kvalitetnim izvorima sredstava. Najčešće potiču iz oročene štednje. Kako ni ovde ne postoji obaveza izdvajanja rezervi, ova sredstva se mogu plasirati u ukupnom iznosu u vidu investicionih kredita. Dakle, njihovo povećanje, znači automatski rast kreditnog potencijala poslovne banke.
- 5) *Veličina investicionih kredita uzetih od drugih banaka.* Takođe, predstavlja kvalitetan izvor kreditnog potencijala, koji ne podleže izdvajanju rezervi, tako da se u celosti može plasirati.
- 6) *Stopa i osnovica obaveznih rezervi.* Svako povećanje stope obavezne rezerve od strane centralne banke utiče kontraktivno na kreditni potencijal poslovnih banaka, jer su banke tada dužne da izdvajaju veći iznos sredstava kod centralne banke. Proširenje osnovice obaveznih rezervi, takođe smanjuje kreditni potencijal banaka, jer se proširuje osnovica na koju se primenjuje propisana stopa.
- 7) *Stopa i osnovica rezervi likvidnosti.* Visina stope i osnovica na koju će se ova stopa zaračunavati direktno zavisi od odluke same banke. Naime njih utvrđuje svaka banka individualno na osnovu iskustva i procena a u cilju očuvanja zadovoljavajućeg stepena likvidnosti. Ako dođe do povećanja stope i/ili proširenja osnovice svakako će doći do smanjenja kreditnog potencijala te banke.

8.2. Vrste kreditnog potencijala

Kao što smo videli na promene ukupnog kreditnog potencijala jedne poslovne banke mogu da utiču brojni faktori. Prema roku u kome se plasiraju sredstva razlikujemo kratkoročni i investicioni kreditni potencijal. S druge strane, u zavisnosti od toga da li je banka plasirala ceo svoj kreditni potencijal ili samo njegov deo, razlikujemo plasirani i slobodni kreditni potencijal.

Depoziti predstavljaju najstarije izvore bankarskih sredstava.

Veličina *kratkoročnog kreditnog potencijala* poslovne banke zavisi od depozita po viđenju, štednih depozita po viđenju, stanja kratkoročnih kredita primljenih od drugih banaka, visine stope i osnovice obaveznih rezervi i od stope i osnovice rezerve likvidnosti. Iz sredstava kratkoročnog kreditnog potencijala poslovna banka može odobravati samo kratkoročne kredite preduzećima i potrošačke kredite stanovništvu.

Veličina *investicionog kreditnog potencijala* jedne poslovne banke zavisi od visine oročenih depozita, visine fondova banke i iznosa investicionih kredita primljenih od drugih banaka. Na ova sredstva banka ne obračunava, niti izdvaja bilo kakvu rezervu, što znači da ih može u celosti plasirati u investicone kredite. Iz investicionog kreditnog potencijala poslovna banka može odobravati samo investicione kredite privredi i stambene kredite stanovništvu. Međutim, poslovna banka može, a to redovno i čini, da jedan deo investicionih sredstava zadrži kao rezervu. Ne bi bilo dobro da banka iscrpe ceo svoj raspoloživi investicioni potencijal, jer često se događa da banka primi zahteve svojih komitenata kojima je već odobrila investicioni kredit za dopunskim kreditima, kako bi se mogla završiti započeta investicija.

Plasirani ili iskorišćeni kreditni potencijal je deo ukupnog kreditnog potencijala koji je poslovna banka odobrila svojim komitentima i poslovnim partnerima. *Slobodni ili neiskorišćeni kreditni potencijal* je deo kreditnog potencijala koji banka nije plasirala u vidu kredita iz određenih razloga (opreznost u poslovanju, nedovoljna tražnja za kreditima, itd.). Sigurno je da u praksi postoje situacije kada poslovna banka ne iskoristi celokupnu mogućnost da plasira svoj kreditni potencijal u vidu kredita komitentima, već jedan deo ostane neiskorišćen. U praksi se može desiti i suprotan slučaj, da poslovna banka odobri više kredita nego što iznosi njen kreditni potencijal, što će dovesti do smanjenja njene rezerve likvidnosti na računu kod centralne banke i do neravnotežnog položaja u pogledu svoje likvidnosti i u pogledu korišćenja svog kreditnog potencijala. Ravnoteža likvidnosti se može poremetiti i usled ponašanja komitenata banke, jer može doći do velikog odliva sredstava sa računa njenih komitenata u korist komitenata drugih poslovnih banaka.

Za poslovnu politiku jedne poslovne banke značajno je da ne prekorači iznos svog kreditnog potencijala kreditnim plasmanima koji će ugroziti njenu likvidnost. S druge strane, isto tako je značajno da poslovna banka vodi računa da ima što manji iznos neiskorišćenog kreditnog potencijala, iako to smanjuje njenu sigurnost i likvidnost. Neiskorišćeni kreditni potencijal je šteta za banku, jer ona treba racionalno i ekonomično da posluje sa novčanim sredstvima, što znači da sredstva treba neprekidno da cirkulišu. S druge strane, to predstavlja i štetu za privredu, za njene komitente, jer bi tim sredstvima privredni subjekti obavili značajne poslove i rešili mnoge probleme u proizvodnji i prometu robe.

Shodno ovome, možemo zaključiti da poslovna banka mora težiti ka ravnotežnoj poziciji u pogledu korišćenja svog kreditnog potencijala i likvidnosti. Ekonomski interes banke je da plasira što više slobodnih nočanih sredstva u vidu kredita, jer na taj način ostvaruje svoju zaradu, tj. kamatu. Međutim, ova mogućnost nije neograničena, jer poslovna banka mora da vodi računa o svojoj likvidnosti. Poslovna banka, takođe, mora da vodi računa o sigurnosti i kreditnoj sposobnosti tražilaca kredita da o roku vrate pozajmljena sredstva. Kao što vidimo ovde deluju dva niza suprotnih faktora, tako da poslovna banka mora svoju kreditnu politiku podesiti tako da iznađe optimalnu visinu kredita koju može plasirati i koju stvarno plasira, a da pri tome zadrži potrebnu rezervu likvidnosti, koja će joj omogućiti da svakog trenutka može da odgovori svojim obavezama.

Teorijski postoji još jedan uslov koji determiniše mogućnost plasiranja kreditnog potencijala jedne poslovne banke, a to je tražnja komitenata za bankarskim kreditima, imajući u vidu uslove pod kojima banka nudi kredite. Ako je kamatna stopa visoka, ako su rokovi otplate kratki, onda se smanjuje mogućnost da banka plasira sav svoj kreditni potencijal. To znači da postoji mogućnost da banka neće moći da plasira sva svoja sredstva, zato što ne postoji dovoljna zainteresovanost privrednih subjekata i građana za kreditima. U tom slučaju banka mora da vodi računa o određivanju i utvrđivanju uslova pod kojima nudi kredite, kako bi porasla tražnja za njima. Međutim, u savremenoj praksi ovaj se slučaj retko dešava, jer postoji uvek dovoljno velika tražnja za kreditima, čak i u uslovima visokih kamatnih stopa. Jedan od uzroka velike tražnje za kreditima leži u činjenici da su u savremenom svetu veoma prisutne intlatorne tendencije. Naime, stope inflacije su prilično visoke, tako da se zajmotražiocima isplati da uzimaju kredite, jer u momentu vraćanja kredita vraćaju novac manje vrednosti. Zbog toga danas imamo problem prevelike tražnje za kreditima.

Na osnovu izloženog može se zaključiti da uopšteno izražavaju vrste depozita, oni se mogu klasifikovati u sledeće grupe:

- depoziti po viđenju,
- oročeni (investicioni) depoziti,

– štedni depoziti i
– specijalni depoziti.

Za dalju analizu pojedinih od njih, neophodno je ući u praksu primene istih kod poslovnih banaka.

8.3. Likvidnost poslovne banke

Bankarska teorija ukazuje na potrebu različitosti koncepta likvidnosti i solventnosti, što je posebno važno u uslovima ulaska poslovnog sistema banke u zoni neravnoteže bilansa.

Nelikvidna je banka ona koja nije u stanju da pokriva prezentovane naloge za isplate ugovorenih obaveza. Problem nelikvidnosti povezan je sa mehanizmom funkcionalnih rezervi i stopama učešća kratkoročnih izvora u ukupnom potencijalu banaka, što može imati permanentni pritisak na iscrpljivanje njihovog likvidnog potencijala.

U uslovima nesolventnosti banke deo ukupne aktive predstavlja nekvalitetne, nenaplative ili fiktivne plasmane[46].

Likvidnost poslovne banke jedan je od najvažnijih faktora koji utiče na njenu poslovnu politiku u pogledu održavanja ravnotežnog položaja banke. *Pod likvidnošću jedne poslovne banke podrazumevamo njenu sposobnost da izvršava sve svoje obaveze prema komitentima, Što znači, da bez odlaganja izvršava sve naloge svojih komitenata na teret sredstava koja komitenti drže na računima kod te poslovne banke.* U pojam likvidnosti spada i sposobnost banke da odmah stavi na raspoloaganje komitentima ona sredstva koja im je odobrila u vidu kredita, jer treba imati na umu da je komitent slobodan u raspolaganju tim sredstvima, što znači da sredstva koja dobije putem kredita može upotrebiti za plaćanje kako komitentima koji imaju svoj račun kod te poslovne banke, tako i komitentima koji imaju svoj račun kod drugih poslovnih banaka. Zbog potreba likvidnosti poslovna banka mora da drži rezerve likvidnosti kod centralne banke.

Sada se postavlja pitanje koji faktori utiču na likvidnost jedne poslovne banke, kao i na njenu poslovnu politiku. Na likvidnost poslovne banke utiče veći broj faktora od kojih su najznačajniji sledeći: ponašanje komitenata poslovne banke, kreditna politika poslovne banke i monetarno-kreditne mere centralne banke.

Ponašanje komitenata poslovne banke. Ovaj faktor u značajnoj meri utiče na likvidnost poslovne banke. Komitenti poslovne banke su pravna lica i građani, koji imaju deponovana sredstva kod te banke u vidu raznih depozita, kao što

[46] Jović Srboljub, Opet citirano delo.

su: depoziti po viđenju, štedni depoziti po viđenju i oročeni depoziti. S obzirom da komitenti slobodno raspolažu svojim sredstvima, oni mogu izdavati razne naloge za raspolaganje tim sredstvima, što i te kako utiče na poziciju likvidnosti poslovne banke.

Moguće je da komitent izda nalog banci da sa njegovog računa izvrši plaćanje u korist računa drugog komitenta koji se nalazi u okviru depozitnog sistema iste poslovne banke. U ovom slučaju ne postoji nikakav uticaj na poziciju likvidnosti te poslovne banke, jer je ukupan iznos depozita po viđenju ostao nepromenjen kod te banke.

Moguće je da komitent jedne poslovne banke izda nalog za prenos sredstava, kojim se sa njegovog računa isplaćuje određeni iznos u korist računa drugog komitenta, čiji račun se nalazi u drugoj banci. U ovom slučaju se vrši plaćanje između dva komitenta koji drže svoja slobodna novčana sredstva kod dve različite banke, što znači da dolazi do prelivanja sredstava iz jedne banke u drugu banku, tj. dolazi do smanjenja sredstava kod prve banke, a do povećanja depozita kod druge banke. Tipičan primer za ovakvu transakciju jesu dva preduzeća koja imaju svoje tekuće račune kod različitih poslovnih banaka. Kod prve banke smanjuje se iznos depozita po viđenju, ali se smanjuje i iznos sredstava ukupnih rezervi kod centralne banke, što znači smanjuje se njena likvidnost. S druge strane, kod druge banke povećava se iznos depozita po viđenju, a to znači i rezerve likvidnosti kod centralne banke. Prema tome, likvidnost prve banke se pogoršava, dok se likvidnost druge banke poboljšava.

Moguće je da preduzeće koje je komitent jedne banke izda nalog toj banci da izvrši virmanisanje sredstava sa pozicije depozita po viđenju na poziciju oročenih depozita. U ovom slučaju se vrši prelivanje sredstava iz jedne kategorije depozita u drugu kategoriju depozita i to u okviru iste banke, tako da na prvi pogled izgleda da ne postoji nikakav uticaj na likvidnost poslovne banke. Međutim, ako imamo u vidu da se na iznos depozita po viđenju moraju izdvajati obavezne rezerve na računu kod centralne banke, a da takva obaveza ne postoji u odnosu na oročene depozite, onda je jasno da smanjenje depozita po viđenju, odnosno prelivanje depozita po viđenju u ostale depozite iste poslovne banke ima za posledicu oslobađanje jednog dela ukupnih rezervi koje se drže kod centralne banke, što znači da će doći do povećanja kreditnog potencijala banke, ali i do smanjenja njene likvidnosti.

Moguće je, takođe, da dolazi do prelivanja sredstava sa pozicije depozita po viđenju u gotov novac, kao i gotovog novca u depozite po viđenju u okviru depozitnog sistema jedne poslovne banke, što svakako ima uticaja na likvidnost te banke. U slučaju kada preduzeća podižu sa svog tekuceg računa gotovinu za isplatu zarada, tada dolazi do smanjenja depozita po viđenju kod te banke, što automatski znači smanjenje i njene likvidnosti. Međutim, kada trgovinska pre-

duzeća vrše uplate na svoje račune, odnosno kada polažu gotov novac od dnevnog pazara na svoje tekuce račune, onda rastu depoziti po viđenju, a time i likvidnost te poslovne banke.

Kao što vidimo, ponašanje komitenata u pogledu raspolaganja sa sredstvima na svom tekućem računu ima uticaja i izaziva određene efekte na poziciju likvidnosti jedne poslovne banke. Novčane transakcije komitenata koje ne menjaju visinu sredstava u depozitnom sistemu poslovne banke nemaju nikakvog uticaja na poziciju njene likvidnosti. Međutim, novčane transakcije putem kojih se ne menja visina sredstava u depozitnom sistemu poslovne banke, ali se menja struktura depozita izaziva određene promene likvidnosti banke. Isto tako, videli smo da novčane tranasakcije komitenata koje menjaju visinu sredstava depozita jedne poslovne banke imaju uticaja na promenu pozicije likvidnosti te banke. Shodno ovome, možemo zaključiti da je likvidnost privrednih preduzeća komplementarna sa likvidnošću poslovnih banaka kod kojih imaju svoje račune.

Kreditna politika poslovne banke. Poslovna politika banke mora da vodi računa o stanju likvidnosti poslovne banke, odnosno o stanju njene rezerve likvidnosti kod centralne banke. Ukoliko je stanje likvidnosti poslovne banke iznad optimalnog nivoa, to znači da postoji mogućnost da banka plasira određena sredstva u vidu kredita svojim poslovnim partnerima. Ako je stanje likvidnosti poslovne banke takvo da se na računu kod centralne banke ne nalaze dovoljna i potrebna sredstva rezervi, onda poslovna banka mora da bude opreznija u odobravanju kredita svojim poslovnim partnerima. Odobravanje kredita od strane poslovne banke preduzećima neposredno se odražava na likvidnost banke, ali i na likvidnost njenih komitenata. Kad poslovna banka odobri kredit nekom preduzeću, ona u stvari povećava sredstva na računu tog preduzeća za iznos kredita, a to znači povećanje depozita po viđenju. Korisnik kredita troši ta sredstva prema svom nahođenju, odnosno prema svojim potrebama. Ako korisnik kredita ceo iznos kredita utroši za plaćanje svojih obaveza prema dobavljačima koji su komitenti drugih banaka, onda će se ta sredstva odliti iz depozitnog sistema prve banke, a to znači da ce doći do smanjenja iznosa njenih depozita po viđenju i rezerve kod centralne banke, ali u okvirima u kojima poslovna banka to može da izdrži. Zato poslovna banka prilikom odobravanja kredita mora da ima u vidu da će se jedan deo depozita sigurno odliti iz njenog depozitnog sistema i da će to uticati na poziciju njene likvidnosti, tako da mora proceniti koliko njene mogućnosti dozvoljavaju to smanjenje, odnosno do kog stepena se može tolerisati to pogoršanje pozicije njene likvidnosti.

Monetarno-kreditne mere centralne banke. Na poziciju likvidnosti mogu da utiču i mere monetarno-kreditne politike centralne banke. Tako centralna banka, u našem sistemu Narodna banka Srbije, propisuje stopu obaveznih rezervi i

osnovicu na koju se ta stopa primenjuje i obračunava. Ova stopa se u našoj zemlji u proteklom periodu često menjala, i kretala se u intervalu od 10-35%, a obračunavala se na iznos depozita po viđenju. Svako povećanje stope obaveznih rezervi dovodi do smanjenja kreditnog potencijala banaka ali i do povećanja sredstava na računu obaveznih rezervi kod centralne banke. U takvim uslovima poslovna banka je prinuđena da vodi restriktivnu kreditnu politiku, jer je smanjen njen kreditni potencijal. Međutim, ako postoji potreba da se poveća obim kredita u privredi, tj. da se poveća kreditni potencijal poslovnih banaka, onda centralna banka smanjuje stopu obaveznih rezervi.

Na likvidnost poslovnih banaka snažno utiču i promene obima kredita koje centralna banka odobrava poslovnim bankama. U našem kreditnom sistemu to je dugo bio najsnažniji instrument kojim je NBJ uticala na likvidnost i kreditni potencijal poslovnih banaka. Prema Zakonu NBS može bankama odobravati kredite s rokom dospeća do godinu dana, na osnovu zaloge portfelja hartija od vrednosti. NBS utvrđuje vrstu i kvalitet hartija od vrednosti na osnovu kojih odobrava kredite, kao i uslove i način odobrenja tih kredita. NBS, takođe, može kupovati od banaka hartije od vrednosti, uz napomenu da te iste hartije može prodavati i pre isteka roka njihovog dospeća. Takođe, može odobravati Republici Srbiji kredite radi finansiranja privremene nelikvidnosti budžeta, nastale usled neuravnoteženih kretanja u prihodima i rashodima tokom izvršenja budžeta.

NBS radi održanja likvidnosti poslovnih banaka može propisati:

- 1. uslove i način odobravanja depozitnih i kreditnih olakšica;
- 2. uslove i način obezbedjenja likvidnosti isplate depozita fizičkih i pravnih lica kod banaka;
- 3. druge mere za održavanje likvidnosti poslovnih banaka.

NBS može utvrditi i minimalne uslove kreditne sposobnosti banaka u poslovanju sa njom. Odlukom o minimalnim uslovima kreditne sposobnosti banaka utvrđeni su minimalni uslovi kreditne sposobnosti banaka, i to:

- 1. da banka nema dospelih a neizmirenih dinarskih i deviznih obaveza prema NBS po osnovu propisa NBS i zaključenih ugovora;
- 2. da u prethodnom obračunskom periodu:
  - prosečno dnevno stanje izdvojene dinarske obavezne rezerve banke nije bilo manje od 90% obračunate dinarske obavezne rezerve;
  - prosečno dnevno stanje izdvojene devizne obavezne rezerve banke nije bilo manje od 90% obračunate devizne obavezne rezerve;
- 3. da je banka dostavila podatke i izveštaje o svom poslovanju, koje je obavezna da dostavlja prema propisima, uputstvima i instrukcijama NBS.

Banka koja ne ispunjava jedan ili više uslova krediitne sposobnosti proglašava se kreditno nesposobnom. Za vreme dok je kreditno nesposobna, banka ne može:

- 1. kod NBS koristiti kredite i druge plasmane, osim kredita za održavanje dnevne likvidnosti;
- 2. kupovati blagajničke zapise NBS na primamom tržištu;
- 3. kupovati devize od NBS;
- 4. deponovati viškove likvidnih sredstava kod NBS.

Kao što vidimo održavanje optimalne likvidnosti banaka zahteva preduzimanje brojnih radnji i mera i neprekidan nadzor, kako bi na vreme moglo da se reaguje.

8.4. Kreditna multiplikacija

Pod kreditnom multiplikacijom podrazumevamo proces ekspanzije kredita i depozita koji nastaje putem vraćanja jednog dela odobrenih kredita u depozitni sistem poslovne banke. Na ovaj način poslovna banka stvara novi kreditni potencijal koji ponovo plasira putem odobravanja kredita. Kreditnu multiplikaciju možemo posmatrati u okviru jedne poslovne banke, kao i u okviru celog sistema poslovnih banaka, pa u tom smislu govorimo o mikrokreditnoj i makrokreditnoj multiplikaciji.

Mikrokreditna multiplikacija. Da bismo razumeli proces kreditne multiplikacije sa aspekta jedne poslovne banke, pretpostavićemo da je banka plasirala ceo svoj kreditni potencijal, tako da nije više u mogucnosti da odobrava nove kredite, jer bi ugrozila svoju likvidnost. Sigurno je da banka ne može ostati dugo u takvom ravnotežnom položaju, jer poslovna banka može da primi na svoj račun kod centralne banke dodatna sredstva dobijanjem kredita od centralne banke, uplatama iz inostranstva, dobijanjem kredita od neke druge poslovne banke, smanjenjem stope obaveznih rezervi, prilivom gotovog novca od stanovništva, itd. Ovaj priliv sredstava znači porast depozita po viđenju, od kog iznosa banka mora da izdvoji izvesna sredstva na ime obavezne rezerve i rezerve likvidnosti. Ukliko je, na primer, taj inicijalni priliv u poslovnu banku iznosio 1.000 novčanih jedinica, a stopa obaveznih rezervi 25% i stopa rezervi likvidnosti 10%, to znači da banka mora da izdvoji na ime rezervi 350 dinara. Preostaje slobodni kreditni potencijal u visini od 650 dinara. Ranije smo istakli da jedan deo kredita komitenti koriste za plaćanja u okviru depozitnog sistema te banke, a jedan deo odlazi van depozitnog sistema posmatrane poslovne banke. Pretpostavimo da polovina sredstava odlazi van depozitnog sistema poslovne banke, a da druga polovina ostaje, što znači da će poslovna banka formirati no-

ve depozite po viđenju u iznosu od 325 dinara. Od ovog iznosa novih depozita banka mora da izdovi 35% na ime rezervi, što znači iznos od 113,75 dinara, dok ostatak od 211,25 dinara predstavlja njen kreditni potencijal u drugom multiplikacionom ciklusu. Ovaj kreditni potencijal banka može plasirati u vidu kredita. Na taj način poslovna banka formira stalno izvestan iznos depozita po viđenju iz ranije odobrenih kredita u svakom multiplikacionom ciklusu, tako da po odbitku izdvojenih rezervi vrši dalje odobravanje kredita.

Na jednom primeru pokazaćemo mikrokreditnu multiplikaciju, koja se odigrava kod jedne poslovne banke, pod pretpostavkom da je poslovna banka bila u ravnotežnom položaju i da je sada dobila od centralne banke kredit od 1.000 dinara, što se beleži kao priliv na njenom računu. Dalje po pretpostavci stopa obaveznih rezervi iznosi 25% a stopa rezerve likvidnosti 10% (ukupno 35%). Moramo učiniti još jednu pretpostavku, a to je da 50% od odobrenih kredita komitentima ostaje u depozitni sistem poslovne banke, a da druga polovina odlazi iz depozitnog sistema posmatrane banke.

Tabela - Proces mikrokreditne multiplikacije

Multiplikacioni ciklusi	Depoziti po viđenju (DV)	Ukupne rezerve (R)	Kreditni potencijal (KP)
1.	1.000,00	350.00	650,00
2.	325,00	113,80	211,20
3.	105,60	37,00	68,60
4.	34,30	12,00	22,30
5.	11,15	3,90	7,25
6.	3,60	1,30	2,30
7.	1,15	0,40	0,75
Ukupno	**1.480,80**	**518,40**	**962,40**

Kao što se iz tebele vidi, inicijalni impuls novog priliva sredstava u poslovnu banku od 1.000 dinara u toku sedam multiplikacionih ciklusa doveo je do ukupnog povećanja depozita po viđenju u iznosu od 1.480,80 dinara i pored izdvajanja rezervi od 35%, što rezultira u iznosu od 518,40 dinara. Razlika između ova dva agregata je kreditni potencijal banke, koji u ovom slučaju iznosi 962,40 dinara. Ovaj primer pokazuje da u svakom narednom ciklusu opada iznos sva tri elementa, tako da se u poslednjim ciklusima približavaju nuli.

U procesu multiplikacije deluje niz faktora, koji imaju različite efekte na razvoj kreditne multiplikacije. Tako imamo da vraćanje jednog dela odobrenih kredita u depozitni sistem banke ima pozitivan efekat na proces kreditne multiplikacije. Kad toga ne bi bilo, onda ne bi bilo ni kreditne mulitplikacije, jer bi ceo iznos odobrenih kredita napustio depozitni sistem poslovne banke. Kada bi delo-

vao samo taj faktor onda bi mogućnost multiplikacije bila neograničena i beskonačno velika. Međutim, poznato je da jedan deo odobrenih kredita napusta depozitni sistem banke, tako da su mogućnosti kreiranja kredita ograničene delovanjem ovog faktora. Isto tako, izdvajanje sredstava rezervi deluje kao ograničavajući faktor, jer poslovna banka mora da izdvoji određeni procenat od ukupnog iznosa depozita po viđenju na ime obaveznih rezervi i rezervi likvidnosti. Znači, postoje dve grupe faktora koji deluju na proces mikrokreditne mulitplikacije.

- 1. Jedni deluju u pravcu omogućavanja i podsticanja ovog procesa, a
- 2. drugi u pravcu ograničavanja, mada obe ove grupe faktora stoje u komplementarnom odnosu.

Makrokreditna multiplikacija. Već smo istakli da se analiza procesa kreditne multiplikacije može posmatrati u okviru jedne poslovne banke, a isto tako i sa aspekta celog sistema poslovnih banaka. Dakle, makrokreditna multiplikacija je takav proces kreditne ekspanzije koji se odvija na planu celog sistema poslovnih banaka.

U analizi ovog procesa poći ćemo od pretpostavke da su sve poslovne banke plasirale sav svoj raspoloživi kreditni potencijal, što znači da nemaju nikakve mogućnosti da odobravaju nove kredite svojim komitentima. To je tzv. ravnotežno stanje poslovnih banaka, koje se može promeniti ukoliko dođe do priliva novčanih sredstava u sistem poslovnih banaka, ili do odliva sredstava iz ovog sistema, u kom slučaju imamo negativnu multiplikaciju.

Ukoliko dođe do priliva sredstava, onda inicijalni impuls može biti kredit koji centralna banka odobri nekoj poslovnoj banci, sniženje stope obaveznih rezervi, priliv sredstava iz inostranstva, uplata gotovine od strane građana, itd. Bilo koji od ovih slučajeva priliva sredstava da se dogodi, to će imati za posledicu povećanje kreditnog potencijala sistema poslovnih banaka. To znači da će poslovne banke, posle izdvajanja propisanih rezervi, početi sa kreditnom ekspanzijom, odnosno otpočeće multiplikacioni proces koji smo opisali kod mikrokreditne multiplikacije.

Međutim, sada postoji razlika u delovanju i kretanju procesa makrokreditne multiplikacije u odnosu na proces mikrokreditne multiplikacije u pogledu delovanja ograničavajućih faktora. Dok smo kod mikrokreditne multiplikacije videli da gubitak sredstava nastaje onda kada sredstva napuste depozitni sistem poslovne banke, sad to više nije slučaj, jer sa aspekta makrokreditne multiplikacije gubitak sredstava nastaje samo onda kada sredstva napuste depozitni sistem svih poslovnih banaka, na primer povlačenjem sredstava poslovnih banaka kod centralne banke na ime obaveznih rezervi i rezervi likvidnosti ili prelivanjem depozita po viđenju u gotov novac. To znači da ograničavajući faktori makrokreditne multiplikacije mogu da budu samo oni faktori koji znače odlivanje novčanih sredstava sa računa banaka iz depozitnog sistema svih poslovnih

banaka, dok prelivanje depozitnog novca između banaka nema više ograničavajući karakter. Ako se posmatraju pojedini multiplikacioni ciklusi, onda se i kod makrokreditne multiplikacije jasno vidi da dolazi do sužavanja sredstava u svakom narednom ciklusu. To sužavanje osnovice nastaje zbog odliva sredstava iz depozitnog sistema poslovnih banaka po raznim osnovama, kao što su: obavezne rezerve, rezerve likvidnosti, prelivanje depozita u gotov novac i prelivanje sredstava u korist inostranstva.

Na osnovu svega ovoga možemo zaključiti da centralna banka u savremenim uslovima stvaranja i kreiranja novca ima veliki uticaj na kreditnu politiku poslovnih banaka. Ona raspolaže veoma snažnim polugama za regulisanje obima kredita u zemlji. Najznačajnije poluge su: odobravanje kratkoročnih kredita od strane centralne banke, kao i manipulisanje stopom i osnovicom obaveznih rezervi. Prema tome, nikada se ne sme izgubiti iz vida da emisija primarnog novca ima multiplikativni efekat na ekspanziju depozita i kredita u sistemu poslovnih banaka.

Prema definiciji monetarog multiplikatora kao odnosa između količine novca i iznosa primarne emisije, osnovna jednačina monetarnog multiplikatora je[47]:

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

gde su:

m *– monetarni multiplikator,*

M *– količina novca u opticaju, prema određenoj definiciji novca,*

B *– primarna emisija definisana kao ukupni plasmani centralne banke, umanjeni za iznos „ostalih obaveza“ iz bilansa banke.*

Za praktičnu primenu pomenutih multiplikatora neophodno je iste proveriti u njihovom sprovođenju u praksi.

[47] Živković Aleksandar i Kožetinac Gradimir, opet citirano delo.

9. MEĐUNARODNE FINANSIJE

9.1. Karakteristike međunarodnog finansijskog sistema

Međunarodne finansije predstavljaju naučnu disciplinu čiji je osnovni cilj praćenje i izučavanje međunarodne ekonomije. Dakle, međunarodne finansije čine deo finansijske ekonomije, a istovremeno i određeni deo međunarodne ekonomije. Najvažnije oblasti istraživanja međunarodnih finansija su finansijski odnosi sa inostranstvom sa posebnim akcentom na: devizne kurseve, međunarodni platni promet, platni bilans sa inostranstvom, međunarodno kretanje kapitala i međunarodne i regionalne finansijske organizacije.

Značajno je napomenuti da međunarodne finansije možemo razvrstati u dve grupe:

- a) međunarodna plaćanja i
- b) međunarodna finansiranja.

Osnovne posleratnog međunarodnog monetarnog sistema predstavljene su na konferenciji u Breton Vudsu 1944. godine kada su formirani Međunarodni monetarni fond i Međunarodna banka za obnovu i razvoj.

Disperzija međunarodnih robnih i finansijkih transakcija, zahtevala je formiranje međunarodnih finansijkih institucija i uvođenje različitih finansijskih oblika, i njihovo funkcionisanje vezano za konvertibilnost. Zbog toga i postoji značajna razlika između međunarodnih transakcija i finansijskih transakcija u uslovima domaćeg okruženja.

Kretanja u svetskoj privredi i promena u odnosima snaga u svetu nakon Drugog svetskog rata dominantno su uticali na oblikovanje današnjih međunarodnih fmansijskih i monetarnih odnosa. Od tih faktora posebno su značajni: slom Breton-Vudskog sistema; kriza međunarodnih kreditnih odnosa, zasnivanje novog finansijskog i monetarnog sistema u Zapadnoj Evropi i raspad finansijskih i monetarnih sistema u Istočnoj Evropi.

SlomBreton-Vudskog sistema. U američkom gradiću Breton Vudsu 1944. godine u prisustvu predstavnika velikog broja zemalja formiran je Međunarodni

monetarni fond i postavljene su osnove novog međunarodnog monetarnog sistema. Ovaj sistem se zasnivao na zlatno-deviznom standardu, gde je dolar postao glavno sredstvo međunarodnih plaćanja, odnosno postao je jezgro međunarodnog monetarnog sistema. Ustanovljen je sistem fiksnih deviznih kurseva, gde je dolar jedini izražavao svoju vrednost u zlatu (jedna zlatna unca koštala je 35$), dok su sve ostale valute svoj paritet utvrđivale prema dolaru, tj. indirektno prema zlatu. Nimalo nije slučajno to što je dolar postao centralna svetska valuta, jer su SAD na kraju Drugog svetskog rata držale oko 60% svetskog monetarnog zlata. Brza obnova privreda Evrope i brzi rast međunarodne trgovine zahtevali su odgovarajući rast međunarodne likvidnosti, tako da je na početku tog procesa bila prisutna oskudica u dolarima, koja je ubrzo prevaziđena stvaranjem deficita u platnom bilansu SAD. S druge strane, SAD su posle rata vodile agresivnu spoljnu politiku, jer su inicirale i učestvovale u brojnim ratovima, kao što je bio rat u Vijetnamu, Koreji, itd., što je iziskivalo ogromne količine dolara, koji se sve više štampaju bez pokrića. Ovakva emisiona politika američkog FED-a (*Federal Reserve System*) dovela je do poplave dolara na deviznim tržištima širom sveta, tako da je američka administracija bila prinuđena da avgusta 1971. godine ukine spoljnu konvertibilnost dolara u zlato. Na ovaj način je u potpunosti napušten sistem zlatnog važenja, jer više nijedna valuta svoj paritet nije utvrđivala prema zlatu. Precenjenost kursa dolara bila je u osnovi dva glavna činioca propasti Breton-Vudskog sitema, tj. i viška likvidnosti i strukturne neravnoteže. Nepromenljivost deviznih kurseva onemogućavala je stavljanje u pokret mehanizma za prilagođavanje radi otklanjanja međunarodne platne neravnoteže.

Kriza međunarodnih kreditnih odnosa. Nakon sloma sistema fiksnih deviznih kurseva prelazi se na kvalitativno nov sistem, tj. sistem plivajućih ili fleksibilnih kurseva. Pristalice uvođenja plivajućih kurseva očekivali su da će pomoću ovog sistema obezbediti odgovarajući proces prilagođavanja platnih bilansa i izbegavanje neravnoteža i distorzija koje su pratile sistem fiksnih deviznih kurseva. Takva očekivanja narušila je kriza međunarodnih kreditnih odnosa. Nagli skok cena nafte 1973/74. i 1979/80. godine izazvao je značajno prenošenje kupovne snage iz zemalja uvoznica nafte u zemlje izvoznice nafte. *Prva naftna kriza* iz 1973/74. godine izbacila je u prvi plan problem prilagođavanja i finansiranja platnog deficita u svim zemljama uvoznicama nafte. Deprecijacija domaće valute nije dolazila u obzir, jer nije bilo valute prema kojoj bi se ona izvršila, a sigurno bi rezultirala u porastu deficita, jer zemlje izvoznice kapitala nisu bile u stanju da apsorbuju robe i usluge koje bi im zemlje uvoznice nafte mogle isporučiti. Problem deficita u bilansima plaćanja zemalja uvoznica nafte rešen je *reciklažom suficita* izvoznica nafte u zemlje uvoznice, posredstvom međunarodnog bankarskog sistema. Naime, zemlje izvoznice nafte ostvarivale su velike prilive dolara. Sav taj višak dolara deponovale su u bankama razvijenih

tržišnih ekonomija, prevashodno u Njujorku i Londonu. Iz ovako formiranog kreditnog potencijala ove banke su odobravale kredite zemljama u razvoju za nabavku nafte. Petrolejske zemlje su izvozne viškove ostvarene daljom prodajom nafte opet vraćale u vidu raznih depozita u napred navedene banke. Ove banke su tako obrtale sredstva petrolejskih zemalja i izbegle deflaciju u sopstvenim privredama. U cilju unapređena ovog procesa tržišne ekonomije su izvršile deregulaciju u oblasti međunarodnog kretanja kapitala, gde je došlo do značajne liberalizacije, jer su ukinuta brojna ograničenja iz ranijih perioda. Međutim, *druga naftna kriza* iz 1979/80. godine pokazala je da je prilagođavanje preko reciklaže dolara nedovoljna mera za prevladavanje nastalih problema. Razlog ovome leži u *naglom skoku kamatnih stopa* na svetskim finansijskim tržištima, što je dovelo do eksplozije prezaduženosti zemalja u razvoju, tako da je teret duga postao preveliko breme. Rešenja su tražena u reprogramiranju dugova, međutim to je značilo samo odlaganje preteškog tereta za budući period. Ovaj problem je i danas veoma prisutan, jer su mnoge zemlje prinuđene da uzimaju nove kredite za vraćanje starih, tako da se problem ne rešava, već se i dalje produbljuje.

Stvaranje novog finansijskog i monetarnog sistema u Zapadnoj Evropi. Evropski monetarni sistem (EMS) stvoren je 1979. godine na području Evropske ekonomske zajednice (EEZ), a u cilju stvaranja zone monetarne stabilnosti na području ove regionalne zajednice, sa ključnom ulogom fiksnih deviznih kurseva. Fiksni kursevi koncipirani su kao embrion kasnijeg stvaranja jedinstvene valute. Naime, zemlje članice su se obavezale da održavaju stabilnost bilateralnih deviznih kurseva uz maksimalne oscilacije od ±2,25% u oba pravca. Izuzetno je bilo dozvoljeno da neke zemlje koje su imale manje stabilne valute (V.Britanija, Italija) mogu privremeno da koriste aranžman sa maksimamom zonom oscilacija kurseva od ±6%. Krajnji smisao mehanizma EMS bio je da se preko valutne i ekonomsko-finansijske integracije obezbede povoljniji uslovi za tržišno-orijenitisani dugoročni ekonomski razvoj u regionu[48].

Mastrihtskim ugovorom iz decembra 1991.godine predviđene su tri faze za realizaciju projekta evropske ekonomske i monetarne unije (EMU). U prvoj i drugoj fazi bile bi izvršene ekonomske i institucionalne pripreme za prelazak na treću fazu. Ove pripreme sastojale su se u sprovođenju kriterijuma konvergencije na planu stabilizacije nacionalnih ekonomija, što se meri performansama monetarne i fiskalne politike. Osnovni kriterijumi konvergencije su sledeći:

- *Stopa inflacije.* Stopa inflacije sme da iznosi najviše 1,5% iznad stope infalcije u tri zemlje članice EU sa najboljim inflacionim performansama.
- *Kamatna stopa.* Dugoročna nominalna kamatna stopa na državne obveznice može da iznosi najviše 2% iznad proseka tri zemlje EU koje imaju najniže stope inflacije.

[48] Ćirović Milutin, Devizni kursevi, Bridge companv, Beograd, 2000.

– *Devizni kurs.* Uslov je da nacionalna valuta u poslednje dve godine nije devalvirala, kao i da je zemlja bila u sastavu ERM-mehanizma deviznih kurseva.
– *Fiskalni deficit.* Deficit državnog budžeta prema domaćem proizvodu (GDP) ne sme da iznosi više od 33%.
– *Državni dug*. Odnos stanja državnog, tj. javnog duga prema društvenom proizvodu sme da iznosi najviše 60%.

Krajem maja 1998. godine doneta je zvanična ocena da su 14 zemalja EU kvalifikovane na osnovu performansi za ulazak u monetarnu uniju, osim Grčke, mada V. Britanija, Švedska i Danska iako su ispunile performansne kriterijume nisu želele odmah da uđu u monetarnu uniju. Od 01. januara 1999. godine otpočelo se sa trećom fazom, tj. sa primenom zajedničke valute, odnosno evra. Evropska centralna banka imala je dve opcije u pogledu strategije monetarne politike za realizaciju stabilnosti nivoa cena kao primamog cilja. Prva strategija sastoji se u targetiranju monetarnih agregata (4,5%), a druga u targetiranju određene stope inflacije. Instrumenti monetarnog regulisanja ECB koriste se preko novčanog tržišta EMU. Glavni operativni instrument su nedeljne transakcije refinansiranja, kojima se vrši privremena kupovina ili prodaja državnih ili drugih hartija od vrednosti uz ugovorne obaveze da se izvrši reverzivna operacija posle kratkog perioda. Sekundarni instrument monetarne politike su mesečne transakcije refinansiranja komercijalnih banaka sa rokovima vraćanja od 1, 2 i 3 meseca. Treći instrument su stope obaveznih rezervi banaka, koje bi se kretale u intervalu od 1,5 do 2,5%. U nekim zemljama EU je institucija obaveznih rezervi potpuno ukinuta, s tim da komercijalne banke drže određene operativne rezerve kod CB u cilju održavanja svoje likvidnosti. Tako su od svih zemalja EU, V. Britanija i Švedska ukinule mehanizam obaveznih rezervi kao suvišan, dok je Bundesbanka zadržala smanjene stope obavezne rezerve. Iz svih ovih razloga postoje perspektive da evro u toku vremena postane rivalska valuta u odnosu na dolar na međunarodnom planu, jer zemlje evro zone imaju veće učešće u svetskoj trgovini i znatno veće devizne rezerve od SAD.

Raspad finansijskih i monetarnih sistema u Istočnoj Evropi. Suprotno integrativnim procesima u Zapadnoj Evropi, u Istočnoj Evropi dolazi do raspada socijalističkih društveno-ekonomskih odnosa i država i do otpočinjanja procesa tranzicije prema tržišnim strukturama. Jedan od ključnih problema tranzitornih ekonomija bilo je dizajniranje nove arhitekture finansijskih, a time i monetarnih sistema. Naime, stari sistemi su bili bez elemenata tržišnosti i potpuno su napušteni, da bi se krenulo u izgradnju novih finansijskih sistema sa tržišnim obeležjima. Jedine institucije koje su zadržane iz prethodnog sistema bile su banke, čijoj transformaciji i restrukturiranju se odmah pristupilo. Akce-

nat je stvaljen na osnivanje novih finansijskih institucija i formiranju finansijskih tržišta. Neke od ovih zemalja su napravile krupne pozitivne korake napred, ali mnoge su zapale u krupne probleme, za čije rešavanje će biti potrebno i mnogo vremena i znanja, ali i mnogo finansijskih sredstava.

Uvažavajući ove faktore i promene u svetskim razmerama možemo primetiti da su glavna obeležja savremenog međunarodnog kretanja kapitala sledeća:

- izvršena je značajna deregulacija u međunarodnim kretanjima kapitala, uz ukidanje brojnih ograničenja;
- došlo je do relativnog opadanja međunarodnog kretanja javnog u korist privatnog kapitala;
- međunarodne finansije i međunarodna trgovina su velikim delom izgubile ulogu prenosnika privrednog oporavka iz razvijenog u manje razvijene delove sveta. Naime, bogate zemlje su uvele brojna ograničenja na uvoznu robu, s jedne strane, i zbog prisutne dužničke krize siromašne zemlje nisu u mogućnosti da nabavljaju savremenu opremu u inostranstvu;
- Međunarodni monetarni fond i Svetska banka predstavljaju moćne instrumente razvijenih zemalja za kontrolu nad svetskim finansijskim tržištima;
- SAD i dalje imaju glavnu ulogu u međunarodnim finansijskim i monetarnim odnosima. U međuvremenu značajno jača uloga jena i evra, tako da oni pored dolara postaju glavna sredstva međunarodnih plaćanja i rezervi.

9.2. Hronologija evropske integracije

U nastavku se daje hronologija evropskih integracija:

1951. godina

Pariski ugovor ustanovljava Zajednicu za ugalj i čelik.

1957. godina

Rimski ugovor ustanovljava Evropsku ekonomsku zajednicu (EEC/Common Market), sastavljenu od šest originalnih članova nacija (Belgija, Francuska, Federalna Republika Nemačka, Italija, Luksemburg i Holandija).

1962. godina

Evropska komisija postavlja za cilj monetarno jedinstvo.

1966. godina

Luksembruški kompromis postavlja prvenstvo „vitalnih nacionalnih interesa“, utvrđeno kao ograničenje EEC lidera.

1973. godina

Danska, Irska i Velika Britanija pristupaju EC-u, podižući tako broj članova sa šest na devet.

1979. godina

Početak Evropskog monetarnog sistema (EMS), uključujući Kursni mehanizam (ERM – Exchange Rate Mechanism) labavo fiksnih stopa.

1981. godina

Grčka se pridružuje EC, broj članova se povećava na deset.

1985. godina

(Jun) Evropska komisija objavljuje *White Paper*, predlažući dovršenje unutrašnjeg ili pojedinačnog tržišta.

1985. godina

(Decembar) Predlozi Komisije, White paper, sažeti su na Pojedinačni evropski dekret (SEA).

1986. godina

Portugalija i Španija pristupaju EC, broj članova se podiže na dvanaest.

1987. godina

(Jul) Jedinstveni evropski dekret (SEA) stupa na snagu.

1989. godina

Kraj Hladnog rata.

1989. godina

(April) Publikovanje Delorsovog projekta za stvaranje Evropske ekonomske i monetarne zajednice (EMU), uključujući i pojedinačnu valutu i evropsku Centralnu banku.

1989. godina

(Jun) Samit u Madridu postavlja 1. juli 1990. godine, kao početak prve etape EMU-a.

1990. godina

Ujedinjenje Nemačke.

1991. godina

(Decembar) Mastriški samit odobrava Ugovor Evropske unije (Maastricht Treaty), zalaže se za stvaranje jedinstvene valute (euro) i postavlja raspored za dostizanje EMU-a, u tri nivoa.

1992. godina

(Jun) Danci odbijaju Mastrikt ugovor.

1992. godina

(Septembar) Francuzi odobravaju Mastrikt ugovor, sa rezervom, a Engleska istupa iz ERM-a.

1993. godina

(Maj) Drugim referendumom, Danci prihvataju Mastrikt ugovor.

1993. godina

(Novembar) Mastrikt ugovor stupa na snagu, stvarajući Evropsku Zajednicu (EU).

1994. godina

(Januar) Početak drugog nivoa, druge faze EMU-a.

1995. godina

(Januar) Austrija, Finska i Švedska pristupaju EU, broj članova raste na petanest.

1995. godina

(Decembar) Samit u Madridu potvrđuje 01. januar 1999. godine, kao početak treće faze, finalnog pomeranja ka euru i EMU-u.

1996. godina

(Decembar) Samit u Dablinu se slaže sa Ugovorom o stabilnosti i razvoju.

1999. godina

(Janur) Početak treće, finalne faze ka EMU-u.

2002. godina

Euro je u potpunosti ustoličen kao valuta Eurolenda.

2007. godina

Evropska unija se proširila pristupanjem Rumunije i Bugarske i ukupno je 27 zemalja članica.

9.3. Funkcionisanje novca u međunarodnom platnom prometu

Savremena proizvodna dostignuća uslovila su rast produktivnosti, što za posledicu ima otvaranje domaćeg tržišta prema inostrnim tržištima. Izvozom i prodajom robe, usluga i znanja, ostvaruju se devizna sredstva za plaćanje izvršenih nabavki iz uvoza, koje su bile neophodne za redovno odvijanje domaćeg proizvodnog procesa. Sve ovo ukazuje da rast proizvodje utiče na povećanje međunarodne ekonomske razmene i saradnje.

U savremenim uslovima međunarodna ekonomska razmena je imperativ vremena u kome živimo, pa je skoro nemoguće zamisliti jednu potpuno zatvorenu, autarhičnu nacionalnu privredu, koja je dovoljna sam sebi, odnosno koja je u stanju da sama proizvodi sve što je potrebno za život savremenog čoveka, tako da nema potrebe za razmenom svojih proizvoda za proizvoda drugih zemalja.

Sada se postavlja pitanje kako izmiriti obaveze koje nastaju na osnovu međunarodnih ekonomskih odnosa. Ovo utoliko pre što svaka zemlja ima svoju novčanu jedinicu, a zakon na osnovu koga se ta novčana jedinica proglašava novcem važi samo na teritoriji te države, kao u ostalom i svaki drugi pravni propis. Zbog toga u međunarodnim plaćanjima mora da postoje određene specifičnosti u odnosu na unutrašnji platni promet.

Prva specifičnost sastoji se u tome što plaćanja koja se obavljaju u unutrašnjem platnom prometu, između domaćih lica, ne utiču na promene raspoloživog društvenog proizvoda te zemlje. Međutim, u slučaju međunarodnih plaćanja *raspoloživi društveni proizvod se povećava iii smanjuje.* Svako plaćanje iz zemlje u zemlju, tj. međunarodno plaćanje predstavlja ili osnivanje obaveze ustupanja inostranstvu odgovarajućeg dela društvenog proizvoda (to je slučaj kada se plaćanje vrši u domaćoj valuti) ili gašenje prava sopstvene narodne privrede na odgovarajući deo stranog društvenog proizvoda (to je slučaj kada se plaćanje vrši u stranoj valuti). To znači da se plaćanja iz zemlje u zemlju konačno vrše samo izvozom materijalnih dobara i usluga, dakle naturalno.

Druga specifičnost novca u međunarodnim plaćanjima je da on *skida sa sebe lokalne oblike* i vraća se u prvobitni polužni oblik plemenitih metala. To znači da je i novac pune materijalne vrednosti (zlato), o kome govori Marks morao da skida nacionalnu uniformu, da bude pretopljen u metalnu polugu, pa onda kao takav mogao je da pređe nacionalne granice i da služi kao sredstvo za izmirenje obaveza iz međunarodnih ekonomskih odnosa. U savremenim uslovima, kada nema više robnog novca, kada funkcioniše papirni i kreditni novac, sva međunarodna plaćanja svode se na međusobni prenos potraživanja i obave-

za između banaka različitih zemalja, koje međusobne obračune vrše kompenzacijama. Ne treba shvatiti da se ovim kompenzacijama stalno vrši likvidiranje dugovanja i potraživanja, jer u praksi domaće banke uvek imaju izvesna dugovanja prema inostranstvu, kao i potraživanja iz inostranstva. Zato se u teoriji kaže da su *devize strani novac kojim domaće lice raspolaže u inostranstvu, a valute su strani novac kojim domaće iice raspolaže u svojoj zemlji*. To praktično znači da strana sredstva plaćanja u našim bankama predstavljaju strane valute, a strana sredstva plaćanja naših banaka, koja one drže u inostranim bankama predstavljaju devize. Ova potraživanja naših banaka u inostranstvu (devize) omogućavaju im da putem korespondentskih veza u inostranstvu isplaćuju određene iznose za račun nekog stranog lica-korisnika. Na ovaj način domaće banke vrše platni promet sa inostranstvom za račun svojih komitenata.

Treća karakteristika i specifičnost novca u međunarodnim plaćanjima je pitanje *međusobnog odnosa raznih nacionalnih valuta,* ili cene jedne valute izražene u drugim valutama. Ovo pitanje se skoro uopšte nije postavljalo u uslovima zlatnog važenja, kada je funkcionisao pravi, robni novac, što je sasvim razumljivo. Danas, međutim, pitanje utvrđivanja intervalutarnog kursa pojedinih valuta predstavlja jedno od najvažnijih pitanja međunarodnih ekonomskih odnosa i međunarodnog monetarnog sistema. Na snazi su dva dominantna sistema deviznih kurseva: sistem fiksnih i sistem plivajućih deviznih kurseva.

9.4. Platni bilans

Disperzija međunarodnih robnih i finansijskih transkacija nužno je zahtevala formiranje međunarodnih institucija i uvođenje različitih finansijskih oblika, i njihovo prenošenje u praksu i njihovu konvertibilnost.

Platni bilans ili bilans plaćanja nije bilans u pravom smislu reči, kako se upotrebljava u knjigovodstvu, jer ne predstavlja popis imovine, aktive i pasive u određenom vremenskom periodu. *Prema definiciji MMF-a bilans plaćanja je sistematski, po principu dvojnog knjigovodstva sastavljeni popis svih ekonomskih transakcija između zemlje i inostranstva izvršenih u toku jedne godine.* Pošto se popis vrši po sistemu dvojnog knjigovodstva, svakoj kreditnoj poziciji mora da odgovara debitna pozicija u istom iznosu, i obrnuto. Tako na primer izvoz robe beležimo na kreditnoj poziciji, a istovremeno na debitnoj poziciji beležimo priliv deviza, ako je izvoz naplaćen, ili kao povećanja potraživanja prema inostranstvu, ako je roba prodata na kredit. Prema tome, platni bilans je tehnički uvek u ravnoteži. Međutim, ekonomski on to obično nije, pa se javlja suficit ili deficit.

Platni bilans ima dve osnovne funkcije: prvo, on treba da na sistematizovan način prikaže sve ekonomske odnose sa inostranstvom, i drugo, treba da

pokaže i finansijsku likvidaciju tih odnosa (sistem finansiranja u tim odnosima, ali i sistem finansiranja deficita platnog bilansa)[49].

Platni bilans u opštem smislu predstavlja sistematski pregled svih ekonomskih transkacija koje firme, stanovnici i državni organi jedne zemlje obave sa inostranstvom u određenom periodu najčešće u jednoj godini. Kao i svaki bilans, platni bilans ima prihodne i rashodne stavke i računovodstveno posmatrano uvek je u ravnoteži.

Platni bilans se može presecati na razne načine. Najznačajnija je podela na tekući bilans i kapitalni bilans. U *tekući bilans spadaju trgovinski bilans,* u kome se beleže izvoz i uvoz roba i usluga, i *transferi,* koji podrazumevaju razna besplatna ustupanja (pokloni, pomoći, nasleđa, naknade štete, ratne reparacije, kao i privatni transferi, kao što su iseljeničke penzije i doznake). *Kapitalni bilans* beleži transakcije vezane za kretanje dugoročnog i kratkoročnog kapitala i promene u monetarnim rezervama. Osnovni oblici dugoročnog kretanja kapitala su direktne investicije i portfolio investicije[50]. *Direktne investicije predstavljaju* takvo kretanje kapitala koje je motivisano profiom i sticanjem prava vlasništva, kontrole i upravljanja nad preduzećem u inostranstvu. *Portfolio investiranje* nije povezano sa interesom efektivne kontrole nad preduzećem u inostranstvu. Ulaganje je uglavnom u različite oblike hartija od vrednosti u inostranstvu, koje investitoru donose dividendu ili kamatu. U portfolio investiranje uključuje se i dugoročni kredit za finansiranje spoljnotrgovinskih transakcija.

Pri analizi bilansa plaćanja razlikujemo dve vrste ekonomskih transakcija: autonomne i kompenzatorne transakcije. *Autonomne transakcije* su one transakcije koje se vrše samostalno, bez obzira na stanje u bilansu plaćanja. Kako zemlja ima potrebu za uvozom neke robe ona to čini bez obzira na stanje u platnom bilansu. Za razliku od njih *kompenzatorne transakcije* se vrše radi uravnoteženja bilansa plaćanja. U transakcije u platnom bilansu koje znače *priliv deviza* ili sticanje kupovne snage u inostranstvu spadaju:

- 1) izvoz robe i usluga;
- 2) jednostrani transferi;
- 3) uvoz kapitala i
- 4) izvoz monetarnog zlata.

S druge strane, u transakcije koje izazivaju *odliv deviza* iz zemlje, odnosno smanjenje kupovne snage u inostranstvu spadaju:

- 1) uvoz roba i usluga;
- 2) jednostrani transferi;

[49] Meichsnter Vjekoslav, Analiza platnog bilansa, Skoplje, 1962.

[50] Kovač J., Komazec S., Ristič Ž., Radičić, M, Međunarodni finansijski menadžment-Novac i kapital u međunarodnoj ekonomiji, Čigoja, Beograd, 1996.

- 3) izvoz kapitala i
- 4) uvoz monetarnog zlata.

Stanje platnog bilansa je veoma važno, jer utiče na dve izrazito važne varijable makroekonomske politike - cene i zaposlenost:

- *suficit tekućeg bilansa* teži da povisi ili održi agregatnu tražnju, te time da povisi ili održi nivo domaćih cena ili zaposlenosti, ili oba;
- *deficit tekućeg bilansa* teži da snizi ili apsorbuje višak agregatne tražnje sa odgovarajućim kontrakcionim dejstvom na domaće cene i na zaposlenost, ili na oba.

Drugim rečima, suficit tekućeg bilansa deluje ekspanzivno, jer uvećava tražnju za domaćim dobrima i uslugama, tj. dovodi do porasta nivoa dohotka i zaposlenosti. Deficit tekućeg bilansa deluje kontraktivno, jer domaću tražnju prebacuje na strano tržište. Iako i suficit znači neravnotežno stanje, on ne predstavlja problem vladama tih država, već je mnogo veći problem pojava deficita tekućeg bilansa. Koje mere će se preduzeti za prevazilaženje problema deficita u bilansu plaćanja, prevashodno zavisi od njegovog porekla, odnosno od prirode neravnoteže. U tom smislu razlikujemo tri oblika bilansne neravnoteže:

- *privremena ili slučajna neravnoteža,* koja nastaje kao posledica delovanja nekog iznenadnog činioca, kao što su elementarne nepogode;
- *ciklična neravoteža* nastaje kao rezultat poremećaja prouzrokovanih cikličnim krizama u domaćoj privredi;
- *strukturna neravoteža* javlja se kao posledica nedovoljne konkurentske sposobnosti domaće privrede na svetskom tržištu (neadekvatna struktura društvenog proizvoda, niža produktivnost rada, niži nivo tehnologije, nedovoljna investiciona aktivnost, povećani troškovi proizvodnje, prevelika uvozna zavisnost, itd.).

Kakav će se izbor i kombinacija mera primeniti za rešavanje platno-bilansne neravnoteže dominantno zavisi od uspostavljene dijagnoze. Ako je dobro izvršeno dijagnosticiranje vrste neravnoteže, utoliko će preduzete mere dati bolje rezultate. Sve mere za otklanjanje platno-bilansne neravnoteže možemo svrstati u dve velike grupe: *prilagođavanje i finansiranje neravnoteže.* Ako je reč o privremenim ili slučajnim neravnotežama država se odlučuje za finansiranje deficita iz deviznih rezervi. Ako se radi o cikličnoj neravoteži tada država interveniše sredstvima iz sopstvenih deviznih rezervi. U slučaju strukturne neravnoteže nužna je politika prilagođavanja platnog bilansa. Po pravilu, u borbi protiv neravnoteže platnog bilansa vlasti se služe kombinovanjem metoda finansiranja deficita i metoda prilagođavanja. U *metode finansiranja spadaju*: pokrivanje deficita iz domaćih deviznih rezervi i pokrivanje deficita zaduživanjem u inostranstvu. U *metode prilagođavanja* ubrajamo: deflaciju, devalvaciju i deviznu kontrolu.

Finansiranje deficita samo ublažava problem, ali ga ne rešava. Naime, ono znači kupovanje vremena za prilagođavanje, budući da ono ne daje trenutne rezultate. Često u početnoj fazi prilagođavanje donosi određena pogoršanja performansi, da bi se tek kasnije osetile njegove pozitivne posledice. Ono dovodi do promena u alokaciji izvora finansiranja, strukture proizvodnje, izvoza i uzova, povećanja produktivnosti rada, tehnološku obnovu, itd. Krajnji cilj prilagođavanja je povećanje konkurentske sposobnosti domaćih proizvođača na svetskom tržištu.

Značajno je istaći da i konvertibilne valute nisu uvek jednako vrednovane, pa je nemoguće da je jedna jača, odnosno mariotetna valuta, a da druga slabija, minorna valuta. To je povezano sa vrednošću novca.

9.5. Devizno tržište

Devizno tržište podrzumeva specijalne transkacije na bazi kojih se razmenjuju ili transferišu vrste valuta između različitih ekonomskih subjekata ili rezidenata. Konvertibilne valute su glavni predmet razmene, ali mogu biti uključene i ostale valute.

Devizno tržište je tržište na kome se kupuju i prodaju strane valute, odnosno to je mehanizam povezivanja transaktora koji žele da kupe jednu valutu u zamenu za drugu. Po pravilu fizički nije ograničeno, nego postoji svuda gde se vrši razmena valuta. Najznačajnija devizna tržišta nalaze se u najvećim finasijskim centrima, kao što su Njujork, London, Tokio, Frankfurt, Pariz, itd. Bitan faktor koji je delovao na brz razvoj deviznih tržišta je porast broja zemalja koje su uspostavile *valutnu konvertibilnost* i to pre svega za tekuće transakcije, a jedan broj zemalja kasnije i za kapitalne transakcije sa inostranstvom. Takođe, faktor koji je uticao na enorman rast deviznih tržišta je *brz razvoj kompjuterskih i telekomunikacionih tehnologija.* Da bismo imali predstavu o kakvoj ekspanziji je reč najbolje vidimo iz činjenice da je ukupan procenjeni promet na svetskim deviznim tržištima na prelazu u 2000. godinu iznosio oko 1.500 milijardi dolara dnevno[51]. Osnovna svrha deviznog tržišta je omogućavanje i olakšavanje međunarodne trgovine i međunarodnog kretanja kapitala.

Učesnici na deviznom tržištu su: poslovne banke, centralne banke, uvoznici, izvoznici i specijalizovani subjekti.

Devizno tržište Jugoslavije formirano je 1973. godine.

Postoje dva organizaciona oblika preko kojih se institucionalno ostvaruje regularna valutna trgovina. To su: devizne berze i vanberzanska devizna tržišta. Na *deviznim berzama* sve devizne transakcije obavljaju se u berzanskoj sali i to

[51] Ćirović Milutin, Devizni kursevi, op.cit.

po određenoj proceduri. Međutim, berza kao organizacioni oblik deviznog tržišta zadržala se samo u nekim evropskim zemljama. Danas u svetu dominira vanberzanski i decentralizovani oblik deviznih tržišta (over-the-counter market, OTC market). Ovo je zapravo angloamerički tip deviznog tržišta koji danas dominira u svetu, posebno kod razvijenih zemalja. *Vanberzansko devizno tržište* sastoji se iz mreže banaka, deviznih brokera i dilera, čija je funkcija da povežu kupce i prodavce deviza. Glavni učesnici na deviznim tržištima su komercijalne banke, preko kojih se u razvijenim zemljama ostvaruje čak oko 90-95% ukupnih deviznih transakcija. Zbog toga se i kaže da je interbankarsko tržište jezgro deviznog tržišta na međunarodnom planu.

Na formiranje deviznih kurseva zemalja utiču sledeći faktori: relativni nivo cena, spoljnotrgovinski režim, izvozna i uvozna tražnja i produktivnost.

Na osnovu proučavanja većeg broja zemalja u razvoju eksperti MMF-a identifikovali su dva osnovna mehanizma tržišne alokacije deviza: aukciono i međubankarsko tržište. *Aukciono devizno tržište* karakteriše relativno značajna uloga centralne banke, mada se dosta razlikuje od režima necenovne alokacije deviza. Centralna banka odlučuje o iznosu deviza koji se pušta na svaku sukcesivnu aukciju, određuje minimalnu cenu deviza ispod koje ne može da se formira devizni kurs, određuje minimalni iznos prodaje deviza pojedinačnom kupcu, može da traži polaganje depozita unapred, itd. Alternativni mehanizam za alokaciju deviza je više decentralizovan u odnosu na aukciono tržište i približava se modelu berzanskog tržišta u razvijenim zemljama. Na *međubankarskom deviznom tržištu* uloga centralne banke je limitirana, ali ne i potpuno isključena. Glavni učesnici na njemu su ovlašćene komercijalne banke.

Prema roku u kome se izvršavaju transackije devizna tržišta delimo na promptna i terminska tržišta[52]. *Promptno devizno tržište* (dnevno, spot ili keš) je tržište na kome se promet valuta vrši sa dospelošću od dva radna dana. Poslovi kupovine i prodaje deviza na rok duži od dva dana su terminski poslovi. Na *terminskom deviznom tržištu* kupovina i prodaja valuta se ugovaraju danas, a primanje, odnosno isporuka se vrši u narednom periodu. Kod ovih poslova rokovi su standardizovani, tako da iznose jedan, dva, tri i šest meseci. Posao se likvidira u budućnosti ali po kursu koji je danas ugovoren, tj. ne menja se bez obzira na promene kursa koje su se dogodile u međuvremenu. Ako je ugovorena vrednost valute veća od njene sadašnje vrednosti, onda kažemo da postoji *terminska premija,* a ako je buduća cena niža od njene sadašnje cene, onda postoji *terminski popust.*

Prema tome poslovi na deviznom tržištu povezani su sa pojavom deviznog rizika, tj. mogućnosti da će doći do promene deviznog kursa. U tom smislu preduzimaju se određene operacije. Jedna znači zaštitu od rizika, kako bi se gubitak

[52] Jović Srboljub, Opet citirano delo.

sveo na najmanju meru i to su tzv. *hedžing transakcije.* Naime, pomoću hedžinga se vrši zaštita od gubitaka usled postojanja deviznog rizika, tako što se kupovina i prodaja valuta obavljaju po terminskom kursu. Osnovni elementi hedžinga su:

- a) predviđanje mogućih gubitaka zbog promene deviznih kurseva i
- b) ostvarivanje zarada kojom bi se taj mogući gubitak pokrio.

Druga operacija znači prihvatanje rizika, kako bi se na njemu ostvario profit, kada govorimo o *spekulativnom poslu.* Koja tehnika spekulacije će se primeniti zavisi od kvaliteta valuta. *Polazni princip spekulisanja slabom valutom je prodati skupo a kupiti jefitno.* Realizacija ovog posla podrazumeva prodaju slabe valute na terminskom tržištu i njenu kupovinu na promptnom tržištu po depresiranom ili devalviranom kursu u odnosu na prodajni. Spekulanti koji se bave ovom vrstom poslova nazivaju se medvedi *(bears). Suština spekulisanja jakom valutom je kupiti jefitno a prodati skupo.* Transakcija se obavlja tako što se valuta kupuje na terminskom tržištu s nadom da će se prodati na promptom ali pošto njena vrednost aprecira ili revalvira iznad iznad nivoa kupovnog kursa. Sto je veća razlika između terminskog i novog promptnog kursa, utoliko je veći spekulantski profit. Spekulanti koji se bave ovim poslovima zovu se bilovi.

Jedna od često korišćenih transakcija na deviznim tržištima je arbitraža. *Arbitraža* je simultana kupovina i prodaja kupovne moći na jednom ili više tržišta radi ostvarivanja profita na razlici u ceni valuta i novca. U zavisnosti od toga šta je predmet kupovine i prodaje postoje dve vrste arbitrže. *Devizna arbitraža* znači korišćenje razlika u deviznim kursevima na jednom ili više deviznih tržišta u cilju ostvarivanja profita. Valute se kupuju na tržištima gde je kurs niži, a prodaju na tržištima gde je kurs na višem nivou. Dakle, ovde se zarada ostvaruje na razlici u kursu iste valute. Devizna arbitraža dovodi do ujednačavanja kurseva na svim deviznim tržištima. *Kamatna arbitraža* doprinosi povezivanju deviznih tržišta sa domaćim tržištem kapitala. Ona podrazumeva simultano iskorišćavanje razlika u kamatnim stopama na jednom ili više finansijskih tržišta radi ostvarivanja profita. I ona, takođe, doprinosi izjednačavanju kamatnih stopa na finansijskim tržištima širom sveta.

9.6. Devizni kursevi

Problematika deviznog kursa i platnog bilansa u savremenim uslovima nije moguće razmatrati odvojeno[53]. Dok je važio sistem fiksnih deviznih kurseva, sve neusklađenosti u međunarodnim ekonomskim odnosima neminovno su se odražavale na neravnotežu u platnom bilansu.

[53] Dr Pelević Branislav, Uvod u međunarodnu ekonomiju, Ekonomski fakultet, 2001. godina

Devizni kurs predstavlja cenu strane valute izraženu u domaćem novcu (1€ = 99 dinara). Tokom, vremena javljali su se različiti sistemi deviznih kurseva. Najznačajniji su: sistem fiksnih deviznih kurseva i sistem fleksibilnih (fluktuirajućih) deviznih kurseva.

9.6.1. Sistem fiksnih deviznih kurseva

Devizni kurs čini cenu jedinice strane valute izraženu u domaćoj valuti, i tako pokazuje koliko jedinica domaće valute treba obezbediti za jedinicu strane.

Osnovna funkcija deviznog kursa, po definiciji jeste da se obezbedi izražavanje cene domaće robe u inostranoj valuti i da, na taj način omogući njihovo jasno sagledavanje i uporedivost[54].

Osnovna ideja Bretonvudskog sistema bila je da SAD, kao centralna zemlja svetskog monetarnog sistema, imaju obavezu da vode takvu makroekonomsku politiku kako bi *trajno održavale paritet u visini 35$ za uncu zlata.* To je podrazumevalo obavezu SAD da razmenjuju viškove dolara koje bi strane centralne banke želele da konvertuju u zlato. S druge strane, zadaci ostalih zemalja bili su da održavaju fiksne kurseve prema američkom dolaru putem odgovarajućih makroekonomskih politika, posebno na srednji rok. Naime, aranžmanom je bilo dozvoljeno da devizni kurs svake nacionalne valute na deviznom tržištu *može da osclira najviše do* ±1% odnosu na dolarski valutni paritet. Zemlje koje su imale deficite u bilansu plaćanja mogle su da koriste svoje devizne rezerve u cilju očuvanja stabilnosti pariteta domaće valute u odnosu na dolar. Suprotno, zemlje sa suficitnim bilansima plaćanja su preko svojih centralnih banki otkupljivale viškove deviznih priliva, kako tržišni kurs ne bi probio gonju intervencionu tačku. Međutim, bretonvudski sporazum predviđao je i promenu valutnog pariteta, pod određenim uslovima, tj. u uslovima postojanja fundamentalne neravoteže. Prihvaćeno je da *fundamentalna ravoteža* postoji onda kada u zemlji postoji deficit u tekućem platnom bilansu, koji nije kratkoročnog i prolaznog karaktera i koji zemlja nije u stanju da pokrije putem priliva stranog kapitala, tako da je prinuđena da pristupi devalvaciji svoje nacionalne valute.

Za bretonvudski sistem fiksnih deviznih kurseva karakteristične su dve razvojne faze. U prvoj fazi nije postojala konvertibilnost za tekuća plaćanja, čak i kod najrazvijenijih zemalja (od 1946.-1958.godine), da bi tek u drugoj fazi došlo do punog delovanja bretonvuskog mehanizma, bar za razvijene zemlje (period od 1959.godine). Ako posmatramo poziciju američkog dolara, onda izdvajamo tri razvojne faze bretonvudskog sistema deviznih kurseva. U prvoj fazi od 1946. do sredine 50-ih godina američki dolar je bio potcenjena valuta, tj. po-

[54] Dr Pelević Branislav, Opet citirano delo.

stojala je nestašica dolara. U drugoj fazi, koja je trajala od sredine 50-ih do sredine 60-ih godina postoji stanje ravnoteže između dolara i ostalih valuta. U trećoj fazi, koja je trajala od sredine 60-ih godina do sloma bretonvudskog sistema 1971.godine, američki dolar je bio precenjena valuta, jer smo imali poplavu dolara na deviznim tržištima. Naime, kada su SAD u drugoj polovini 60-ih godina dale prednost finansiranju vijetnamskog rata na račun održavanja svoje monetarne stabilnosti, počela je kriza u funkcionisanju bretonvudskog sistema (sistem pod stresom).

Bretonvudski sistem fiksnih kurseva prošao je u periodu od 1968. do 1971. godine kroz ozbiljnu krizu. Tako je 1971. godine došlo do prvog kolapsa režima fiksnih kurseva i do uvođenja fleksibilnih kurseva od strane niza razvijenih zemalja. Kolaps režima fiksnih kurseva povezan je sa odlukom SAD od 23.avgusta 1971. godine o ukidanju konvertibilnosti viškova američkih dolara u posedu centralnih banaka u zlato. Ipak je decembra 1971. godine učinjen još jedan napor da se spase bretonvudski sistem: donet je *Smitsonijanski sporazum* grupe deset najrazvijenijih zemalja (G-10)[*]. Tada je izvršeno multilateralno usklađivanje deviznih kurseva valuta ovih zemalja. Umesto pariteta od 35$ za uncu zlata, novi paritet utvrđen je na 38$ za uncu fmog zlata *(izvršena je prva posleratna devalvacija dolara od 8%).* Prema ovom sporazumu SAD su jedino imale obavezu da brane fiksni paritet svoje valute prema zlatu, dok su ostale zemlje morale da brane paritet svojih valuta prema dolaru. Smitsonijanski koncept fiksnih kurseva označio je reviziju originalnog bretonvudskog koncepta, tako da je i američki dolar mogao da promeni valutni paritet kao i druge valute. Dakle, dominantna pozicija dolara bila je umanjena u odnosu na ojačane valute onih zemalja koje su imale jake platnobilansne i rezervne pozicije (Japan, Nemačka, Holandija).

Druga inovacija koja je uneta Smitsonijanskim sporazumom u bretonvudski sistem odnosila se na *proceduru usvajanja revidiranih fiksnih kurseva za zemlje G-10,* koja se zasnivala na multilateralnoj osnovi, tako da ove promene nisu donošene od strane MMF-a, kako je to ranije bilo.

Treća inovacija odnosila se na *proširenje tolerisane zone oscilacije tržišnih deviznih kurseva* u odnosu na centralne valutne paritete. Naime, raspon dozvoljenih oscilacija kurseva na deviznim tržištima povećan je sa ±1% na ±2,25% za svaku nacionalnu valutu u odnosu na dolar kao interventnu valutu.

I pored svih ovih inovacija rezultati Smitsonijanskog sporazuma bili su kratkog daha. Tako je V. Britanija juna 1972. godine napustila sistem fiksnih kurseva i pustila funtu da pliva na deviznom tržištu. Zatim su SAD pod uticajem produženog platnobilansnog deficita februara 1973. godine izvršile i *drugu*

---

[*] Grupu deset najrazvijenijih zemalja (G-10) činile su: Belgija, Kanada, Francuska, Nemačka, Italija, Japan, Holandija, Švedska, V.Britanija i SAD.

devalvaciju dolara prema zlatu od 10%, što je predstavljalo poslednji udar na bretonvudski sistem deviznih kurseva, tako da su od marta 1973. godine centralne banke prestale da brane fiksne kurseve.

9.6.2. Sistem fleksibilnih deviznih kurseva

Sa aspekta monetarne teorije intervalutarna i unutrašnja kupovna moć imaju bitno mesto u monetarnoj analizi.

Milton Fridman je prvi formulisao model fleksibilnih deviznih kurseva, u vreme važenja sistema fiksnih kurseva. On se zalagao za maksimalnu slobodu delovanja tržišnih zakonistosti i mehanizama ne samo na unutrašnjem, nego i na međunarodnom planu. Zbog toga je insistirao na neintervencionističku politiku centralne banke na deviznom tržištu. Njegov model fleksibilnih deviznih kurseva sadrži dve bitne komponente:

- a) privremeno formiranje neravnotežnih deviznih kurseva u prelaznom periodu i
- b) privremeno finansiranje platnobilansnih neravoteža putem međunarodnog kretanja kratkoročnog kapitala.

Fridman je smatrao da režim fleksibilnih deviznih kurseva omogućava bolje funkconisanje makroekonomskog sistema. Njegovi glavni argumenti su sledeći:

- *uvođenje fleksibilnih kurseva uklanja bazični konflikt između domaćih i spoljnih ciljeva makroekonomske politike.* Domaće monetarne politike dobijaju veću autonomiju, jer fleksibilni kursevi sprečavaju prenošenje inflacionih ili recesionih posledica monetarnih politika drugih zemalja. Zato svaka zemlja može da vodi takvu monetarnu politiku koja joj najviše odgovara;
- *prelaz na fleksibilne kurseve eliminiše povremene devizne krize,* koje karakterišu sistem fiksnih kurseva. Kratkoročno kretanje spekulativnog kapitala u sistemu fiksnih kurseva povremeno vrši destabilizaciju i otežava monetarnim vlastima da odbrane paritet putem deviznih intervencija, jer spekulanti prebacuju kapital iz valuta kojima preti devalvacija u valute koje mogu da budu revalvirane;
- *sistem fleksibiinih deviznih kurseva deluje u pravcu razgrađivanja protekcionizma u spoljnoj trgovini.* Naime, ovaj sistem bi stimulativno delovao na rast međunarodne razmene sa povratnim uticajem na proizvodnju;
- fieksibilni kursevi doveli bi do smanjivanja potrebe da se povremeno vrše monetame restrikcije u cilju odbrane fiksnih valutnih pariteta. Smatra da bi neinflatorni monetarni rast preventivno delovao na suzbijanje inflatornih poremećaja platnog bilansa.

Funkcionisanje sistema fleksibilnih deviznih kurseva, koji se formiraju na osnovu ponude i tražnje za devizama na deviznim tržištima, počev od marta 1973. godine u praksi je pokazao, pored pozitivnih i neke negativne karakteristike. Među pozitivnim karakteristikama na prvom mestu treba istaći ulogu fleksibilnih kurseva u procesima platnobilansnih usklađivanja, posebno u uslovima jakih realnih šokova, kao što su bila dva jaka naftna udara. Fleksibilni kursevi doprineli su nastavljanju spoljnotrgovinskih integracija i povećanja međunarodnih tokova kapitala uz smanjenje deviznih kontrola. Najzad, zemlje sa fleksibilnim kursevima imale su veće mogućnosti da se brane od uvezene inflacije. Dakle, režim fleksibilnih kurseva doprineo je procesima deregulacije i globalizacije u realnom i fmansijskom sektoru.

Glavni nedostaci koji su se javili u funkcionisanju fleksibilnih deviznih kurseva sastoje se u velikim oscilacijama nominalnih kurseva, kao i u jakim odstupanjima realnih deviznih kurseva u odnosu na ravnotežni nivo. Nestabilnost nominalnih deviznih kurseva (*volatility)* na kratak rok usko je povezano sa organičenom ili čak eliminisanom intervencijom centralnih banaka na deviznim tržištima. Nausklađenost realnih deviznih kurseva na srednji rok predstavlja disparitet nominalnih deviznih kurseva u odnosu na razlike u stopama inflacije. Postoje tri ključna faktora koji u sistemu fleksibilnih deviznih kurseva dovode do jakih varijacija nominalnih i realnih kurseva:

- 1) jak porast međunarodnog kretanja kapitala;
- 2) nekonzistentnost (nepostojanost) makroekonomskih politika u kontekstu fleksibilnih kurseva i
- 3) strukturalne karakteristike deviznih tržišta, gde se cene na aukcijama formiranju pod uticajem očekivanja.

Bez obzira što se inicijalni projekat uvođenja sistema fleksibilnih kurseva zasnivao na čistom modelu bez ikakve intervencije centralnih banaka na deviznim tržištima, praksa je pokazala da zbog prisustva značajnog stepena nestabilnosti ipak dolazi do povremenih intervencija monetarnih vlasti.

Dalje unapređenje ovog sistema ogleda se u pojavi projekta targetnih zona deviznih kurseva, koji predstavlja neku vrstu sinteze bretonvudskog režima fiksnih kurseva i koncepta plivajućih kurseva. Tvorac targetnih zona bio je Džon Viljamson. Targetne zone u okviru kojih bi se kretali devizni kursevi bile bi dogovorene od strane najrazvijenijih zemalja (G-7), a pre svega od strane SAD, Nemačke i Japana. Predviđena zona oscilacije je dosta široka i ona iznosi 10%. Predviđena je mogućnost povremenih revizija targetnih zona prema potrebi i dogovorno. Glavni instrumenti za realizaciju ovog koncepta su monetarne politike zemalja članica ovog valutanog aranžmana. Glavni kritičar ovog koncepta bio je nemački ekspert Olaf Zifert. Glavna zamerka upućena sistemu

targetnih zona je da se time ne obezbeđuje jasna raspodela tereta usklađivanja između suficitnih i deficitnih zemalja.

U režimu fleksibilnih kurseva povremeno dolazi do valutnih kriza, koje mogu da nastanu usled popuštanja makroekonomske ravnoteže ili poremećaja u finansijskom sektoru u kombinaciji sa naglim promenama u tokovima stranog kapitala. Režim fleksibilnih kurseva pruža veće razvojne šanse zemljama koje se bolje uklope, ali istovremeno znatno pojačava rizike na marko i mikro planu. U zemljama u razvoju fleksibilni kursevi vuku u pravcu potcenjenosti domaćih valuta, što može da dovede do jačanja inflatornih impulsa preko uvoznih cena.

9.6.3. Problem izbora adekvatnog režima deviznih kurseva

Izbor adekvatnog režima deviznih kurseva predstavlja veoma značajno pitanje za ekonomiju pojedine zemlje. U tom smislu postoji izbor za jedan od dva moguća i to: promptni devizni kurs ili terminski devizni kurs.

Promptni devizni kurs je onaj koji se primenjuje kada se kupoprodaja deviza izvršava odmah po sklapanju ugovora, ili u roku do dva dana, sa svim unapred poznatim elementima.

Terminski devizni poslovi obavljaju se onda kada se vreme zaključenja ugovora i vreme njegove realizacije ne poklapaju.

Značajno je napomenuti da u smislu formiranja deviznog kursa nema razlike između jednog od ova dva načina, zbog toga što se oba određuju na osnovu ponude i potražnje.

Postoji velika grupa faktora, koji utiču na opredeljenje pojedinih zemalja za jedan ili drugi sistem deviznih kurseva. Najznačajniji su sledeći:

- *a) Veličina zemlje.* Ukoliko je zemlja veća, tj. raspolaže sa velikim ekonomskim potencijalima utoliko je pogodnije da primenjuje sistem fleksibilnih deviznih kurseva.
- *b) Otvorenost ekonomije prema stranom kapitalu.* Ukoliko zemlja ima efikasniju kontrolu nad stranim kapitalom povoljnije rešenje za to su fiksni kursevi, ako nema takvu kontrolu (prisutna je veća deregulacija), onda treba da preferira fleksibilne kurseve.
- *c) Razvijenost domaćeg finansijskog tržišta.* Ukoliko je u nekoj zemlji više razvijeno finansijsko tržište utoliko postoje povoljniji institucionalni okviri za uspostavljanje režima fleksibilnih kurseva.
- *d) Stopa inflacije.* Zemlje sa nižim stopama inflacije u odnosu na svetski prosek imaju više argumenata za uvođenje fleksibilnih kurseva u odnosu na zemlje sa višim stopama inflacije, kod kojih bi uvo-

đenje fleksibilnih kurseva dodatno ubrzalo inflatornu spiralu putem mehanizma tržišnih očekivinja.

- *e) Domaći i strani šokovi* Ako se oceni da u određenim zemljama glavni uzroci destabilizacije platnih bilansa i deviznih kurseva leže u domaćim nominalnim šokovima, onda tim zemljama više odgovara režim fiksnih kurseva. Ako se radi o stranim nominalnim šokovima, onda su pogodniji fleksibilni kursevi. Međutim, ako na zemlju dominantno utiču realni šokovi, bez obzira da li su domaćeg ili stranog porekla, onda su pogodniji fleksibilni kursevi.
- *f) Kredibilitet nosilaca ekonomske politike.* Ukoliko je niži antiinflacioni kredibilitet nosilaca ekonomske politike, utoliko je pogodniji fiksni kurs kao nominalno sidro.

Glavno ograničenje u korišćenju ovih kriterijuma je što u konkretnim situacijama često dolazi do toga da neki kriterijumi zahtevaju korišćenje fiksnog, a drugi fleksibilnog deviznog kursa. U takvoj situaciji nosioci makroekonomske politike procenjuju koji kriterijumi u datoj situaciji imaju veću specifičnu težinu. Kako se situacija u zemlji može u narednom periodu značajnije promeniti, ne treba da nas iznenađuje činjenica da može doći do promene postojećeg režima deviznih kurseva.

Valutni meni za srednje i manje zemlje sadrži sledeće osnovne opcije:[55]

- fiksni kurs tipa valutne uprave (*currency board);*
- konvencionalno fiksni kurs *(adjustable peg);*
- klizni fiksni kurs *(crawling peg)* i
- fleksibilni (plivajući) kurs.

Valutna uprava je atraktivna solucija za režim deviznog kursa i vođenje monetarne politike za novoformirane države i za zemlje sa visokom stopom inflacije, tj. hiperinflacijom. Ovaj aranžman podrazumeva opredeljenje zemlje za neku stranu valutu za koju vezuje svoju domaću valutu. Prema izabranoj valuti utvrđuje se fiksni devizni kurs, koji ne sme da se menja. Takođe, domaća valuta mora da bude konvertibilna u odnosu na izabranu, a indirektno i u odnosu na druge valute. Do novih emisija novca dolazi samo u granicama neto porasta deviznih rezervi. Dakle, novčana masa je striktno vezana za nivo deviznih rezervi i monetarnog zlata. Usvajanje ovog koncepta praktično znači gubitak prava centralne banke da emituje kredite.

Pozitivna strana ovog režima sastoji se u brzom obaranju inflacije/hiperinflacije. To dovodi do sniženja kamatnih stopa i do priliva stranog kapitala. Međutim, potencijalna opasnost je rigidnost deviznog kursa. Značajna

[55] Ćirović Milutin, Devizni kursevi, op.cit.

mana je i činjenica što je centralna banka onemogućena da sprovodi domaću monetarnu politku, već se regulisanje domaće likvidnosti faktički prepušta tokovima stranog kapitala. Poseban problem predstavlja nemogućnost korišćenja mehanizma zajmodavca u krajnjoj instanci.

Na osnovu istorijskih iskustva može se oceniti da se režim valutne uprave može održati na duži rok ukoliko postoji podrška stabilnih javnih finansija, ukoliko su nadnice i cene dovoljno fleksibilne i ukoliko je reč o zdravom finansijskom sistemu. Međutim, ukoliko se javi problem na nekom od ovih segmenata, režim valutne uprave na duži rok ulazi u krizu usled jake recesije i napada stranog spekulativnog kapitala na fiksni kurs.

Oživljavanje koncepta valutne uprave nastaje u 90-im godinama XX veka. Ovaj režim deviznog kursa primenjen je u većem broju zemalja, kao što su: Hong Kong (1983.), Argentina (1991.), Estonija (1992.), Litvanija (1994.), Bugarska (1997.), Bosna i Hercegovina (1998.), itd.

Generalno se može reći da režim valutne uprave može da predstavlja atraktivno rešenje ukoliko je neophodno da se brzo zaustavi hiperinflacija, kao i u uslovima negativnog privrednog rasta. Međutim, u stabilizovanim ekonomijama, ovaj koncept postaje kočnica za dalji razvoj tržišne ekonomije, jer negativne strane rigidnosti sistema prevazilaze pozitivne strane u smislu kredibiliteta. U toj situaciji normalno je očekivati izlazak iz režima valutne uprave putem odgovarajuće strategije.

Konvencionalno fiksni kurs. Nakon sloma bretonvudskog sistema fiksnih kurseva, veliki broj zemalja opredelio se za konvencionalno fiksni kurs. Suština ovog koncepta ogleda se u tome da zemlja zadržava fiksni devizni kurs, koga centralna banka brani na deviznom tržištu, ali uz mogućnost da paritet može da bude promenjen. Dakle, zemlja bira fiksni kurs koji na duži rok može da bude odbranjen i samo u izuzetnim slučajevima promenjen. Za razliku od bretonvudskog sistema, više se ne radi o globalnom sistemu fiksnih kurseva, niti o američkom dolaru kao glavnom sidru svetskog monetarnog sistema. Sada svaka zemlja može da formira fiksni kurs domaće valute prema izabranoj dominantnoj valuti ili prema valutnoj korpi. Neke od zemalja u kojima je primenjen ovaj koncept deviznog kursa su: Švedska, Norveška, Finska, Island, itd.

Klizni fiksni kurs. Sve dok u jednoj zemlji stopa inflacije u dužem vremenskom periodu veća od prosečne svetske inflacije, fiksni devizni kurs je teško zadržati na nominalnom nivou, jer postaje precenjen. Ako se istovremeno proceni da nema uslova da se pređe na fleksibilan kurs, ostaje institucionalna mogućnost da se nominalni fiksni kurs u češćim intervalima koriguje naniže, kako bi zemlja zadržala cenovnu konkurentnost. Drugim rečima, klizni fiksni kurs podrazumeva seriju mini devalvacija u skladu sa promenom u paritetima kupovnih snaga.

Glavna opcija u ovom režimu deviznog kursa sastoji se u tome da li monetarne vlasti unapred objavljuju klizne fiksne kurseve za naredni period (recimo za godinu dana unapred sa mesečnom, nedeljnom ili čak dnevnom dinamikom) ili se ovi kursevi formiraju *ex post* u skladu sa faktičkim stopama inflacije, koje su realizovane u regularnim intervalima, npr. u mesečnim intervalima. Opcija *ex ante* utvrđivanja kliznih kurseva može pozitivno da deluje na tržišna očekivanja u pogiedu kretanja inflacije i kursa u tačno utvrđenom periodu, ali samo pod uslovom da postoji adekvatan kredibilitet kreatora monetarne politike. S druge strane, *ex post* utvrđivanje deviznog kursa ukida mogućnost da devizni kurs deluje kao monetarno sidro u smislu potiskivanja inflatornih očekivanja, iako obezbeđuje realan devizni kurs. Koncept kliznog pariteta koristi se u sledećim zemljama: Bolivija, Cile, Urugvaj, Madjarska, Poljska, Izrael, itd.

Fleksibilni kurs. Postoje dve potpuno različite situacije u kojima pojedine zemlje prelaze na sistem fleksibilnih, odnosno plivajućih kurseva. Prva situacija je kada zemlja upadne u valutnu krizu i kada je *prinuđena da napusti režim fiksnih kurseva* (Britanija, Švedska, Finska) jer zbog gubitka kredibiliteta dolazi do značajnog odliva kapitala izvan granica. Druga situacija je kada zemlja nema problem devizne nelikvidnosti, već svesno bira ovaj režim zbog *ostvarivanja boljih ekonomskih performansi* (Švajcarska, Australija, Novi Zeland, Kanada).

Režim fleksibilnih kurseva može biti operacionalizovan u dvema varijantama. U prvom slučaju govorimo o *"čistom"* režimu fleksibilnih kurseva kada je formiranje deviznih kurseva isključivo prepušteno tržišnim snagama, bez ikakvog uplitanja centralne banke. U drugoj varijanti reč je o "*'prljavom"* režimu fleksibilnih kurseva, gde centralna banka itekako utiče na formiranje deviznog kursa.

Prema metodologiji MMF-a sve zemlje sa fleksibilnim deviznim kursevima razvrstavaju se u dve grupe. Reč je o zemljama koje imaju *kontrolisano plivanje (managed floating),* gde monetrne vlasti utiču na kretanje deviznog kursa putem intervencija na deviznom tržištu ali bez unapred objavljene putanje kretanja kursa. U 1999. godini bilo je 25 ovakvih zemalja, kao što su: Norveška, Rusija, Češka, Singapur, Slovenija, itd. Drugu grupu čine zemlje sa *nezavisno plivajućim deviznim kursom (independent floating).* I ovde postoji određena intervencija centralne banke na deviznom tržištu, ali je ona manjeg obima i drugačijim ciljevima. Naime, ovde centralna banka ne utiče na nivo kursa, već na ublažavanje dinamike promena deviznog kursa. U 1999. godini ova opcija režima deviznog kursa imala je primenu u 48 zemalja, kao što su: Australija, Kanada, Švedska, Švajcarska, V. Britanija, Japan, Brazil, Meksiko, itd. Evro zona, takođe spada u ovu grupu.

9.7. Konvertibilnost valuta

Konvertibilnost znači zamenljivost, a u monetarnoj teoriji se upotrebljava u smislu mogućnosti zamene novca za zlato ili za neku drugu čvrstu valutu. Radi boljeg razumevanja ove problematike neophodno je praviti razgraničenje između stare, klasične konvertibilnosti iz doba zlatnog standarda i nove, savremene konvertibilnosti u doba papirne valute.

Klasična konvertibilnost. Podrazumeva potpunu slobodu zamene banknota za zlato i obrnuto. Onako kako je evoluirao sistem zlatnog važenja, tako se menjala i konvertibilnost. U uslovima zlatnog važenja sa opticajem zlatnika postojalo je potpuno zlatno pokriće i neograničena konvertibilnost u zlato. Zamena jedne za drugu valutu vršila se po fiksnom kursu na osnovu njihovih kovničkih stopa. U vreme zlatno-deviznog i zlatno-polužnog standarda novčanice su bile sa 30-40% pokrivene u zlatu, ali i dalje važi konvertibilnost, koja se ograničava time što je bilo nužno obezbediti veliku kolicinu novca za konverziju u zlatne poluge. Znači za veliki deo stanovništva konvertibilnost je bila formalna i gotovo fiktivna.

Savremena konvertibilnost. Konvertibilnost jedne valute danas znači u svojoj osnovi mogućnost slobodne razmene te valute za svaku drugu valutu, a u krajnjoj liniji i za zlato. Neki smatraju da valutna konvertibilnost danas nije jedan jedinstven monetrni termin, već jedan dosta širok pojam.

Sadašnji pojam konvertibilnosti razlikuje se u četiri osnovna elementa od nekadašnjeg klasičnog:

- novi pojam konvertibilnosti nastao je *proširenjem multilateralizma,* koji znači postojanje relativno uravnoteženih i ujednačenih odnosa jedne zemlje sa ostalim svetom;
- odnosi si se samo na *tekuće transakcije,* dok transakcije kapitala i dalje podležu većoj ili manjoj kontroli i diskriminaciji;
- pre svega se odnosi na *spoljnu konvertibilnost,* dok je klasična obuhvatala, pre svega, unutrašnju, a zatim i spoljnu i
- nova konvertibilnost ima karakteristike *privremenosti,* jer se u nju ulazi kada postaje korisna, a napušta kada počinje da šteti nacionalnoj privredi.

Uvođenje konvertibilnosti domaćeg novca nije stvar volje i želje monetarnih vlasti te zemlje, već moraju biti ispunjeni određeni uslovi. Najznačajnija su sledeća tri uslova:

- 1) uravnoteženost platnog bilansa;
- 2) snažne devizne rezerve i

- 3) stabilnost cena i odsustvo dispariteta cena u odnosu na svetsko tržište. Sva tri uslova lakše se postižu kod razvijenih industrijskih zemalja, nego kod nerazvijenih.

Savremena konvertibilnost može da se javi u različitim oblicima:

- a) *Potpuna konvertibilnost,* koja podrazumeva neograničenu zamenljivost domaće valute u bilo koju drugu valutu na traženje domaćih i inostranih transaktora, a za potrebe svih vrsta plaćanja. Delimična konvertibilnost uglavnom se odnosi samo na jedan oblik transakcija zemlje s inostranstvom (tekuće transakcije).
- b) *Unutrašnja (interna) konvertibilnost* znači pravo i mogućnost domaćih privrednih subjekata da za svoju domaću valutu i kod domaćih banaka nabavljaju neograničene količine deviza radi plaćanja uvoza dobara i usluga.
- c) *Spoljna (eksterna) konvertibilnost* odnosi se samo na tekuće transakcije. Na osnovu Statuta MMF-a sve zemlje članice su dužne da otkupe sve iznose svoje valute koji su u posedu inostranstva (strani imaoci domaće valute), pod uslovom da su te devize stečene na osnovu robno-uslužne razmene među tim zemljama.

Današnju, odnosno savremenu konvertibilnost možemo diferencirati i u sledeća tri oblika:

- *1. Ekonomska ili suštinska konvertibilnost* predstavlja stanje privrede koje uopšte omogućava uvođenje konvertibilnosti. Ovde se pre svega misli na strukturnu uravnoteženost platnog bilansa i na stabilnost unutrasnjeg pariteta cena;
- *2. Tehnička ili faktička konvertibilnost* je u stvari samo sprovođenje postojeće stvarne konvertibilnosti preko određenih instrumenata. To je praksa kojom se omogućava konvertovanje pojedinih valuta. Faktička konvertibilnost je omogućavanje konvertovanja domaće valute za stranu, ali bez donošenja formalnog akta kojim se uvodi konvertibilnost, tako da je granicu između stvarne i formalne konvertibilnosti vrlo teško odrediti;
- *3. Zakonska ili formalna konvertibilnost* je pre svega pravni pojam, jer znači zakonsko ustanovljavanje konvertibilnosti.

  Konvertibilnost ima svoje pozitivne ali i svoje negativne strane.

  Najznačajnije pozitivne karakteristike konvertibilnosti su sledeće:

  - 1) doprinosi razvoju privrede kroz konkurenciju drugih zemalja;
  - 2) dovodi do usaglašavanja i koordinacije razvoja i ekonomskih politika više privreda;

- 3) pojačava uticaj spoljne trgovine na sve privredne sektore;
- 4) stimuliše povećanje produktivnosti rada;
- 5) povećava osećaj za kvalitet i asortiman proizvoda;
- 6) dovodi do racionalnije upotrebe deviznih rezervi, itd.

Od negativnih strana koje odlikuju konvertibilnost najprisutnije su sledeće:

- 1) veliki uticaj nestabilnih kretanja na svetskom monetarnom i ekonomskom planu na otvorenu privredu;
- 2) uticaj spoljnih faktora na privredni razvoj zemlje je naglašen;
- 3) promene u deviznim kursevima izazivaju negativna kretanja u privredi;
- 4) u uslovima konvertibilnosti značajno se sužava devizna i spoljnotrgovinska regulativa, što može usloviti negativna platnobilansna kretanja.

9.8. Međunarodne finansijske institucije

Potreba osnivanja međunarodnih finansijskih institucija, koje će uticati na međunarodni monetarni i finansijski sistem, promet roba, usluga i kapitala, brži razvoj zemalja u razvoju i unapređenje međunarodnog platnog prometa, naročito je došla do izražaja posle Drugog svetskog rata. Tada dolazi do osnivanja brojnih finansijskih institucija. Međunarodne finansijske institucije osnivaju se međudržavnim ugovorima ili sporazumom većeg ili manjeg broja suverenih zemalja u cilju rešavanja razvojnih, stabilizacionih, finansijskih, monetarnih i drugih problema.

Sve finansijske institucije možemo razvrstati u dve velike grupe[56]:

- *a) monetarne institucije* (Međunarodni monetarni fond, Evropski monetarni sporazum, klirinške organizacije, monetarni fondovi i monetarne unije) i
- *b) kreditne institucije* (Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodna finansijska korporacija, Međunarodno udruženje za razvoj, Multilateralna agencija za garatovanje investicija, Međunarodna investiciona banka, Evropska investiciona banka, Evropska banka za obnovu i razvoj, Azijska banka za razvoj, itd.).

Međunarodni monetarni fond (Internationa Monetary Fund-IMF). Nastao je na ruševinama sistema zlatnog važenja. Postojalo je više delova (britanski,

[56] Pelević Branislav, Opet citirano delo.

američki, francuski i kanadski), ali pažnju javnosti posebno su privukli Kejnsov i Vajtov plan. Kejnsov (britanski) plan zalagao se za stvaranje Međunarodne klirinške unije, gde bi se međunarodna plaćanja susretala i prebijala posredstvom bankara, odnosno specijalog valutnog sredstva, koje bi se moglo kupovati za zlato. Vajtov (američki) plan predviđao je osnivanje Stabilizacionog fonda, čiji bi osnovni cilj bio održavanje stabilnosti deviznih kurseva. Sredstva ovog fonda formirala bi se uplatama kvota u zlatu, nacionalnim valutama i hartijama od vrednosti. Posle brojnih rasprava jula 1944. godine u Breton Vudsu je prihvaćen Vajtov plan i doneta je odluka o osnivanju MMF-a, od strane 44 zemalja. Tokom vremena broj članica se stalno povećavao, tako da je 1996. godine u radu ove institucije učestvovala 181 zemlja članica[57]. Naša zemlja je član Fonda od njegovog osnovanja.

Osnovni ciljevi MMF-a su:

- razvijanje međunarodne monetarne saradnje;
- pružanje pomoći u ekspanziji i ravnomernom razvoju međunarodne trgovine;
- doprinošenje stabilnosti valutnih kurseva;
- stimulisanje multilateralnog sistema plaćanja;
- pružanje pomoći zemljama članicama putem raspoloživih sredstava;
- pružanje pomoci za rešavanje platnobilansnih problema.

Sredstva MMF-a formiraju se uplatama zemalja članica (svaka zemlja dužna je da prilikom stupanja u članstvo Fonda uplati odgovarajuću kvotu, i to:

25% u zlatu i 75% u nacionaloj valuti), pozajmicama zemalja članica (od centralnih banaka visoko razvijenih zemalja) i pozajmicama na privatnom tržištu kapitala (predstavlja dopunski vid obezbeđenja sredstava Fonda).

Zemlja članica može koristiti sredstva Fonda, ako ima probleme u izmirenju obaveza prema inostranstvu. Zemlja je dužna da podnese zahtev. Ako dobije pozitivan odgovor, onda može pristupiti korišćenju sredstava. Sredstva Fonda ne daju se u formi klasičnog kredita, jer zemlje članice plaćaju uzeta sredstva u domaćoj valuti. Ova prodaja vrši se u godišnjim tranšama od 25%, gde se prva tranša u visini deponovanog zlata dobija automatski (zlatna tranša). Odobravanje ovih sredstava može da ide do 200% utvrđene kvote zemlje članice. 1968.godine uvedena su specijalna prava vučenja (obračunska jedinica), kao sredstva međunarodne likvidnosti, koja su namenjena isključivo za regulisanje platnih debalansa zemalja članica. Vrednost ove jedinice utvrđuje se na osnovu korpe valuta 16 nacionalnih valuta, koje moraju da ispune određene

[57] Jovanović-Gavrilović Predrag, Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.

kriterijume. Od 1981.godine u korpu ulazi svega pet najznačajnijih valuta sveta (dolar, marka, jen, francuski franak i britanska funta).

Međunarodna banka za obnovu i razvoj (International Bank for Reconstruction and Development-IBRD), takođe je osnovana u Breton Vudsu 1944. godine, od strane 29 država koje su prihvatile sporazum o njenom osnivanju, a sa radom je otpočela 1946. godine. U međuvremenu je došlo do značajnog povećanja broja članica, tako da je početkom 1996. godine ova institucija imala 181 zemlju članicu. Naša zemlja je članica Banke od samog početka, tj. od njenog osnivanja.

Osnovni ciljevi banke su:

- da pomaže obnovu i razvoj proizvodnje u privredno nedovoljno razvijenim zemljama članicama;
- da podstiče investicije putem garancija ili participacije u zajmovima;
- da pomaže razvoj međunarodne trgovine i održavanje ravnoteže u platnim bilansima zemalja članica podsticanjem međunarodnih investicija;
- da sa svojim stručnim timovima učestvuje u analizi ekonomskih problema i tehničko-tehnoloških rešenja;
- da vrši edukaciju kadrova za ekonomska, finansijska i tehničko-tehnološka pitanja.

Realizaciju ovih ciljeva Banka obavlja pomoću kapitala formiranog iz sledećih izvora:

- 1) učešća zemalja članica,
- 2) sredstava mobilisanih na međunarodnom tržištu kapitala emisijom svojih obveznica;
- 3) otplatom ranije datih kredita i
- 4) iz ostvarenog dobitka.

Prilikom odobravanja kredita i davanja garancija Banka se pridržava brojnih principa, od kojih su najvažniji sledeći:

- a) Banka odobrava kredite i daje garancije za one investicone projekte koji imaju svoje ekonomsko opravdanje, tj. od kojih se očekuje da budu rentabilni;
- b) Banka finansira devizni deo investicionog projekta, a ostali troškovi projekta pokrivaju se iz domaćih izvora;
- c) Za kredite koje Banka odobrava preduzećima obavezno garantuje država ili centralna banka;
- d) Banka odobrava zajmove pre svega za finansiranje konkretnih projekata, a izuzetno za opšterazvojne potrebe;

- e) Kod odobravanja kredita Banka mora steći utisak da potencijalni korisnik kredita nije mogao osigurati neophodna sredstva uz povoljnije uslove iz drugih izvora;
- f) Banka ne može uslovljavati korišćenje odobrenog kredita na teritoriji neke zemlje članice;
- g) Kontinuitet u saradnji.

Međutim, u novije vreme u korišćenju sredstava Banka sve više uslovljava korišćenje njenih sredstava mešanjem u kompletnu razvojnu politiku zemalja kojima odobrava sredstva.

Programi koje finansira Banka prolaze kroz nekoliko faza:

- 1) *faza identifikacije* (utvrđivanje objekta koji treba finansirati);
- 2) *faza pripreme* (sagledavanje najpovoljnije varijante projekta);
- 3) *faza ocene, pregovora i usvajanja* (vrši se tehnička, institucionalna, ekonomska i finansijska ocena projekta, na osnovu kojih se pregovara o zajmu i konačno pristupa realizaciji projekta);
- 4) *faza izvršenja i nadzor* (investitor je dužan da povremeno podnosi izveštaje kreditoru o dinamici radova na projektu, troškovima, finansijskim efektima, itd. Po završetku projekta Banka priprema konačan izveštaj)
- 5) *faza naknadne ocene projekta* (cilj je da se izvuku pouke za poslovanje banke u budućnosti).

Međunarodna finansijska korporacija (International Finance Corporation-IFC) predstavlja jednu od tri afiiijacije Međunarodne banke za obnovu i razvoj, a osnovana je 1956.godine. Član Korporacije može postati samo ona zemlja, koja je prethodno postala član Banke. Do sada su u Korporaciju učlanjene 172 zemlje. Naša zemlja je postala član Korporacije tek u fiskalnoj 1968/69. godini. Cilj osnivanja Korporacije je stvaranje jednog finansijskog mehanizma, koji bi delovao na manje formalnim osnovama, odnosno koji neće kao IBRD uslovljavati davanje zajmova privatnim zajmotražiocima državnim garancijama. Sredstva kojima raspolaže Korporacija formiraju se po osnovu:

- 1) uplata zemalja članica;
- 2) zaduživanjem kod Svetske banke i
- 3) pribavljanjem sredstava na tržištu kapitala.

Međunarodno udruženje za razvoj (International Development Association-IDA) osnovano je 1960. godine kao afilijacija Svetske banke. Ovo udruženje osnovano je s ciljem da se povoljnijim (mekšim) kreditima omogući razvoj proizvodnih kapaciteta zemalja u razvoju, uključujući i finansiranje investicionih objekata (saobraćajnice, irigacioni sistemi) koji ne stvaraju neposrednu dobit, ali čija realizacija doprinosi rastu životnog standarda najnerazvijenijih zemalja u

svetu. Članstvo u Udruženju uslovljeno je članstvom u Banci. Krajem 1995 Udruženje je imalo 158 zemalja članica. Naša zemlja je član od samog osnivanja. Svoj kapital i kreditni potencijal Udruženje formira iz sledećih izvora:

- 1) kvote zemalja članica;
- 2) transfera dela profita Svetske banke;
- 3) doprinosa po osnovu povremenih "popunjavanja";
- 4) otplata po ranije datim kreditima i
- 5) poklona.

Najveći deo kredita Udruženeje je odobrilo zemljama koje imaju nacionalni dohodak manji od 400$ po stanovniku.

Multilateralna agencija za garatovanje investicija (Multilateral Investvemt Guarantee Agency-MIGA) osnovana je 1985. godine kao afilijacija Svetske banke. To je jedna nova specijalizovana institucija čiji je cilj da:

- a) davanjem garancija za nekomercijalne rizike podstiče priliv privtnog kapitala u zemlje u razvoju;
- b) pruža informacije potencijalnim investitorima o mogućnosti ulaganja u zemlje u razvoju;
- c) obezbeđuje tehničku pomoć;
- d) bude mesto na kome će sarađivati izvoznici i uvoznici kapitala.

Članstvo u Agenciji nije uslovljeno članstvom u-Svetskoj banci. Do sredine 1995., godine MIGA je imala 128 zemalja članica. Jugoslavija je septembra 1989.godine postala članica ove institucije.

Evropska investiciona banka (European Investment Bank-EIB) osnovana je 1957. godine od strane zemalja članica EEZ. Osnivanje ove regionalne finansijske institucije motivisano je potrebom kreiranja jednog finansijskog mehanizma koji će u okviru EEZ obavljati poslove:

- 1) mobilizacije i transfera kapitala unutar Zajednice;
- 2) transfer kapitala iz bogatih u siromašnije zemlje članice;
- 3) prikupljanje kapitala iz zemalja izvan integracije. EIB ima zadatak da doprinese ravnomernom i nesmetanom razvoju zajedničkog tržišta u interesu Zajednice.

Banka formira svoj kreditni potencijal po osnovu:

- a) uplata zemalja članica;
- b) emisijom obveznica na međunarodnom tržištu kapitala i
- c) sredstvima iz budžeta Zajednice.

Banka odobrava zajmove i daje garancije, kako javnom, tako i privatnom sektoru.

UMESTO ZAKLJUČKA

Političke i monetarne institucije kao što je to bio slučaj i ranije, u novije vreme takođe povećavaju interes za ciljeve monetarne politike i položaj centralne banke sa aspekta vođenja centralne banke, pa je u tom smislu značajno analizirati njene instrumente, ciljeve i kretanja. Tu je još značajno istaći da je svrha svih reformi monetarne politike izabrati takve ciljeve i instrumente, koji će kroz njeno sprovođenje u praksi, trebati da obezbedi stabilizaciju nivoa cena.

Transkacije koje su povezane sa monetarnim tokovima i monetarnim promenama kontrolišu se preko agregatnih promena količine novca u opticaju, što je i jedan od najvažnijih zadataka monetarnih institucija određene zemlje.

Kreiranje primarnog novca predstavlja osnovni instrument monetarnog regulisanja kojim se neposredno utiče na promene kreditnog potencijala poslovnih banaka, što omogućava regulisanje porasta plasmana poslovnih banaka, a time i regulisanje novčane mase. Posmatrano sa makroaspekta, ukoliko se pravilno odmeri i dinamički obezbedi potreban iznos kreiranja primarnog novca i okviri tog kreiranja drže u skladu sa politikom monetarne ravnoteže, tada je izvesno očekivati da će i kretanje novčane mase biti usklađeno sa ciljevima ekonomske politike u pogledu stope privredne aktivnosti, cena i platnog bilansa. Svako neodmereno kreiranje primarnog novca direktno utiče na jačanje monetarne ekspanzije, što izaziva poznate poremećaje u privredi (i obrnuto).

Medutim, u našoj dosadašnjoj praksi novokreirani novca centralne banke ne posmatra se kao promenljiva i rezidualna veličina, već kao svojevrsni i neprikosnoveni iznos likvidnih sredstava na koja reflektira vrlo veliki broj privrednih subjekata, stiče nad tim sredstvima odredena prava i koristi ih nezavisno od tekuće monetarne situacije i stvarnih mogućnosti u pogledu ukupnog kvantuma kreiranja primarnog novca.

Dosadašnja praksa na području monetarno-kreditnog regulisanja u našim uslovima, ipak je dovoljna da ukaže da se kod nas ne uvažava u potrebnoj meri kvantitativna ili monetarna funkcija novokreiranog novca centralne banke (primarnog novca), kao njegova bazna funkcija. Umesto toga jako je naglašena kvalitativna ili selektivna funkcija ovog oblika novca (alokacija primarnog

novca na pojedine sektore privrede) koja se, takođe, sprovodi preko sistema centralne banke, iako se ova funkcija javlja kao izvedena kategorija iz njegove osnove monetarne funkcije. Po svojoj suštini selektivna funkcija novokreiranog novca centralne banke dolazi do izražaja samo zavisno od raspoloživih monetarnih okvira, tj. od obima u kojem je potrebno proširivati okvire kreiranja primarnog novca u cilju regulisanja količine novca u opticaju.

Poremećeni odnosi između monetarne i selektivne funkcije novokreiranog novca centralne banke kod nas imali su za posledicu nedovoljnu efikasnost i elastičnost prilagođavanja iznosa kreiranog primarnog novca stvarnim potrebama monetarnog regulisanja, tj. porasta novčane mase. Kompenzirajuća uloga procesa regulisanja iznosa kreiranog primarnog novca nije bila u našim uslovima samo usmerena na neutralisanje efekata tzv. autonomnih faktora, pre svega, porasta gotovog novca u opticaju i dejstva deviznih transakcija banaka, već znatno više neutralisanju dela „sopstvenog" kreiranog primarnog novca po osnovu kredita koji su odobreni od strane centralne banke. Za neutralisanje efekata „sopstvenog" kreditnog intervencionizma centralna banka pribegavala je povećanju obavezne rezerve poslovnih banaka.

Obim i tokovi usmeravanja novokreiranog novca naše centralne banke i relativno visok iznos izdvojenih sredstava obavezne rezerve poslovnih banaka ukazuju da je sistem monetarnog regulisanja koji funkcioniše u praksi u neposrednoj kontradikciji sa institucionalno postavljenim monetarnim sistemom kod nas. Ukoliko se preko porasta plasmana centralne banke utiče na kreditni potencijal i likvidnost poslovnih banaka, tada se povećanje obavezne rezerve banaka javlja kao elemenat redistribucije i prelivanja velikih iznosa sredstava između centralne banke i sistema poslovnih banaka, što nije svojstveno monetarnoj funkciji centralne banke.

Prema tome, tokovi kojima se preko centralne banke kreira i povlači primarni novac imaju svoju specifičnost koja odražava našu svojevrsnu finansijsku strukturu. Pored obeležja o neadekvatnoj alokaciji prirnarnog novca i snaženju neodmerene koncentracije sredstava u bilansu centralne banke koja se mogu vezati za regulisane tokove kreiranja i povlačenja primarnog novca kod nas, karakter ovih tokova je takav da imaju za posledicu slabljenje efikasnosti monetarnog regulisanja, odnosno smanjenje regulativnog uticaja centralne banke na potrebnu količinu novca u opticaju.

Na umanjivanje efikasnosti monetarne politike u našim institucionalnim uslovima od posebnog značaja su pojave koje su imale ulogu tokova kreiranja novca izvan kontrole mera monetarne politike. Tokom prethodnih godina obim monetarnih tokova izvan regulativnog uticaja centralne banke dostigao je relativno velike kvantitativne razmere. Pod njihovim dejstvom došlo je do znatne modifikacije uloge regularnih monetarnih tokova u našem privrednom sistemu.

U našim uslovima u prethodnom periodu novčana masa nije promenljiva koja je podložna neposrednom regulisanju od strane nosilaca monetarne politike, već se kao osnovni instrumenti njenog regulisanja javljaju krediti centralne banke odobreni poslovnim bankama i drugim krajnjim korisnicima (neposrednim komitentima) i obavezna rezerva banaka.

Ocena odnosa snaga između akcija naše centralne banke i promena finansijskog ponašanja sektora poslovnih banaka i nebankarskih sektora u procesu formiranja novčane mase, odnosi se na promene novčane mase do kojih dolazi unutar vremenskog raspona od jedne godine. Za kratkoročnu monetarnu politiku to je uobičajeni vremenski horizont za formiranje i sprovođenje njenih mera.

Bitna pretpostavka za efikasno funkcionisanje monetarne politike jeste likvidnost privrednih subjekata u momentu dospevanja obaveza plaćanja po robnom i finansijskom osnovu. U dosadašnjim kretanjima naše ekonomije izostanak „oštre" ekonomske i institucionalne prisile da se poštuju ekonomski i finansijski kriterijumi poslovanja privrednih jedinica i raširena praksa institucionalnog tolerisanja nelikvidnosti privrednih subjekata u okviru društvene privrede (što je faktički značilo socijalizaciju nelikvidnosti) imalo je za posledicu nedovoljnu osetljivost privrednih organizacija na promene u finansijskim uslovima privređivanja. Privredne organizacije kod nas praktično su bile u stanju da u manjem ili većem stepenu izbegnu monetarna i finansijska ograničenja koja dolaze iz finansijskog, odnosno monetarnog sistema. Uprkos smanjenju svoje likvidnosti privredne organizacije su u ranijem periodu bile u mogućnosti da nastave sa poslovanjem u neizmenjenoj (predviđenoj) dinamici, jer na smanjenje svoje likvidnosti ne reaguju smanjenjem svojih izdataka (što bi se normalno očekivalo u regularnom tržišnom sistemu privređivanja), već emisijom surogatnih sredstava plaćanja, nadomeštajući na taj način nedostatak zvaničnog, bankarskog novca. Pri tome, nije sporno pravo privrednih subjekata da koriste međukreditiranje na ugovornoj bazi kao mehanizam normalne redistribucije obrtnih sredstava, odnosno raspoloživih novčanih sredstava. Sporno je emitovanje nebankarskog novca kroz procese međukreditiranja koje nastaje na neregularan način i likvidacija nastalih obaveza između privrednih subjekata takvim novcem, umesto bankarskim novcem koji je u krajnjoj liniji pod kontrolom centralne banke.

U takvim okolnostima realni privredni tokovi preko povratnih uticaja primoravaju monetamu politiku da se sa ponudom novca pasivno prilagođava stvarnom nivou proizvodnje cena, odnosno privredne aktivnosti uopšte. Stoga, čini se da se može opravdano pretpostaviti da je funkcionisanje jedne neregularne tržišne ekonomije, kao i neregularnog monetarnog sistema (koji nužno izvire iz neregularne tržišne ekonomije) snažno uticalo na formiranje naglašenog endogenog karaktera novčane mase u našim uslovima.

LITERATURA

1. Adižes I., *Dijagnostika stilova upravljanja*, Beograd, 1995. godina,
2. Babić B., *Prelaz tranziciji*, prometej, Beograd, 1996. godina,
3. Bajt A., *Osnove ekonomske analize i politike*, Zagreb, 1999. godine,
4. Barać S., Hadžić M., Starić B., Ivaniš M., *Poslovno bankarstvo*, Beograd, 2005. godine
5. Bjelica V., Raičević B., Radmilović S., Babić B., Radičić M., *Finansije-teorija i praksa,* Stylos, NoviSad, 2001.,
6. Carić S., *Bankarski poslovi i hartije od vrednosti*, Novi Sad, 2007. godina,
7. Božina Lovre, *Monterna teorija i politika*, Pula, 2008. godina,
8. Ćirović M., *Monetarna ekonomija*, European Centre for Peace and Development University for Peace, Beograd, 1989.,
9. Ćirović M., *Koncepti inflacije i stabilizacione politike*, Ekonomist br. 1-2, 1967.,
10. Ćirović M., *Banskarski menadžment*, Ekonomski institut, Beograd, 1995.,
11. Ćirović M., *Devizni kursevi*, Bridge company, Beograd, 2000.,
12. Dimitrijević D., *Monetarna analiza - Novac i kredit u savremenim privredama*, Institut za dokumentaciju zaštite na radu, Niš, 1981.,
13. Đukić Đ., Bjelica V. i Ristić Ž., *Bankarstvo*, CID Ekonomskog fakulteta, Beograd, 2004.,
14. Đukić Đ., *Centralna banka i finansijski sistem*, Litopapir, Čačak, 2001.,
15. Đukić Đ., Zečević P., *Utvrđivanje cena hartija od vrednosti i zaštita investitora*, Čačak 2004.,
16. Đuričin D., *Upravljanje (pomoću) projekata*, CID Ekonomskog fakulteta, Beograd 2003.,
17. *Ekonomska enciklopedija*, SA, Beograd 1984.g,
18. Erić D., Bojović P., *Menadžment hartija od vrednosti*, Kruševac, 2005. godina,
19. Đurović-Todorović J., *Pokazatelji nezavisnosti centralne banke*, Jugoslovensko bankarstvo 9-10, Beograd, 2001.god. ,

20. Đokanović T., *Međunarodni ekonomski odnosi-promene na pragu XXI veka*, Ekonomika i Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1994.,
21. Dvornik I., *Novac i novčana politika*, II izdanje, Ekonomski fakultet, Rijeka, 1971.
22. Filipović H., *Nauka o finansijama*, Sarajevo, 1960.
23. Glišić V., *Valutarni problemi u Zapadnoj Evropi*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, 1959.
24. Gorčić J., *Finansije i fmansijsko pravo*, Pravni fakultet, Niš, 1994.,
25. Hilferding R., *Finansijski kapital*, Beograd, 1958. godine,
26. Hanžeković M., *Mogućnosti i putevi osnivanja zajedničkih finansijskih i institucija zemalja u razvoju za unapređenje njihove finansijske i monetame saradnje,* Informator, Zagreb, 1983.,
27. Jovanović M., Ristić Ž., Krstić B., Živković A., *Monetarni i fiskalni menadžment*, Ekonomski fakultet, Niš, 2001.,
28. Jovanović-Gavrilović P., *Međunarodno poslovno finansiranje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1996.,
29. Jović S., *Bankarstvo*, Naučna knjiga, Beograd, 1990.,
30. Krasulja D., Ivanišević M., *Poslovne finansije*, Beograd, 2004. godine,
31. Komazec S., *Monetarna i fmansijska ekonomija*, Štampa, Šibenik, 1981.,
32. Komazec S., *Inflatorna ekonomija-bolest ili instrument razvoja*, Pogledi br. 16 - 17, Split 1975.,
33. Komazec S., Ristić Ž., *Monetarne i javne finansije-Menadžment monetarne i javne ekonomije,* Čigoja štampa, Beograd, 1999.,
34. Kožetinac G., *Proces kreiranja novca*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1989.,
35. Kovač J., Komazec S., Ristić Ž., Radičić, M, *Međunarodi finansijski menadžment - Novac i kapital u međunarodnoj ekonomiji*, Čigoja, Beograd, 1996.,
36. Kovačević R., *Međunarodne finansijske institucije*, Institut za spoljnu trgovinu, Beograd, 1999.,
37. Krstić B., *Bankarstvo*, Ekonomski fakultet, Niš, 1998.,
38. Mishkin F.S., *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Beograd, 2006. godine
39. Marković D., *Monetarne finansije*, Ekonomski fakultet, Kragujevac, 2001.,
40. Muratović H., *Rukovođenje preduzećem u krizi*, Beograd, 1989. godine,
41. Marks K., *Kapital,* I tom, Kultura, Beograd, 1947.,
42. Marks, K., *Prilog kritici političke ekonomije*, BIGZ, Beograd, 1976.,
43. Meichsner V., *Analiza platnog bilansa*, Skoplje, 1962.,

44. Meichsner V., *Osnovi nauke o novcu*, Skoplje, 1958.,
45. Ohmane K., *Kako razmišlja strateg*, Beograd, 1995. godine,
46. Pečujlić M., *Globalizacija – dva lika sveta*, Beograd, 2005.,
47. Petrović P., *Menadžment rizicima na tržištu kapitala*, Beograd, 2000.,
48. Popović S.M., *Portfolio analiza*, Podgorica, 2000.,
49. Radmilović S., *Finansijska tržišta*, Financing centar, Novi Sad, 1994.,
50. Ranković J., *Upravljanje finansijsma preduzeća*, Beograd, 1992.,
51. Rodić J., *Poslovne finansije*, Beograd, 1991.,
52. Rose P.S., Hudings S.C., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Beograd, 2005.,
53. Savić N., *Ekonomska stabilizaclja u Jugoslaviji*, Berza br. 6, Beograd, 1994.,
54. Slović D., *Dinamička analiza bilansa*, Beograd, 2007.,
55. Slović D., *Filozofija prava i ekonomije*, Beograd, 2006.,
56. Slović Krčadinac I., *Revizija i krizni menadžment*, Beograd, 2005.,
57. Sofrenović M., *Bankarstvo*, Beograd, 1966. ,
58. Šifrin A., Bisat E., *O globalizaciji*, Beograd, 2005.,
59. Šoškić D., Živković B., *Finansijska tržišta i institucije*, Beograd, 2006.,
60. Trivunac J.B., *Prucedijalna regulacija i nadzor nad bankama*, Beograd, 1999.,
61. Vasiljević K., *Kreditni sistem i poslovni princip banaka u Francuskoj*, Beograd, 1967.,
62. Vasiljević B., *Osnovi finansijskog tržišta*, Beograd, 1997.,
63. Vučković M., *Bankarstvo,* Naučna knjiga, Beograd, 1967.,
64. Vučković M., *Dosadašnja inflaciona kretanja u Jugoslaviji*, Ekonomist br. 1-2, 1967.,
65. Živković A., Komazec S., *Monetarna ekonomija-mehanizam i politika efikasnog upravljanja novcem*, Ekonomski fakultet Beograd, Čigoja, Beograd, 1998.,
66. Živković A., Kožetinac G., *Monetarna ekonomija*, Beograd, 2003.,
67. Živković A., Stankić R. i Krstić B., *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Beograd, 2005.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

ISBN: 978-86-86745-11-8

ISBN 978-86-86745-11-8
9 788686 745118